

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

147223

FINANSAL LIBERALİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE
EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
TÜRKİYE EKONOMİSİ ÖRNEĞİ

DOKTORA TEZİ

HAKAN RODOPLU

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

TEZ DANIŞMANI : PROF.DR.MEHMET DUMAN

KOCAELİ, 2004

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANSAL LİBERİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE
EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
TÜRKİYE EKONOMİSİ ÖRNEĞİ

DOKTORA TEZİ

Tezi Hazırlayan: HAKAN RODOPLU

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarih Ve No: 15.12.2004/27



Prof. Dr. Emin ERTÜRK



Prof. Dr. Neşe ERİM

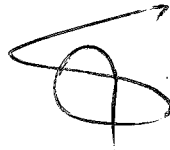


Prof. Dr. Mehmet DUMAN



Doç. Dr. Zekai ÖZDEMİR

Yrd.Doç. Dr. Seyfettin ERDOĞAN



KOCAELİ, 2004

SUNUŞ

İletişimin, teknolojik gelişmedeki hızın desteğini arkasına alarak ucuzlaması ve yaygınlaşması, yerel iktisadi birimlerin küresel piyasa ve normlarla buluşmasına olanak yaratmıştır. Bu süreçte, işleyişe yön verme görevini yerel sanayiler, ulusüstü aktörler ve çok uluslu şirketler üstlenmiş, böylelikle ulusal ekonomiler kendilerini küresel belirleyicilerin çizdiği rota üzerinde hareket etme zorunluluğu içinde bulmuşlardır. Bu bağlamda iktisadi küreselleşmenin temel hareket noktasını oluşturan finansal liberalizasyon ön plana çıkmıştır. Hemen tüm ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikaları, Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkeler açısından beklentilerin aksine çeşitli olumsuzlukları beraberinde getirmiştir.

Yapılan bu çalışmada, küreselleşme sürecinde yaygın olarak uygulanan finansal liberalizasyon politikaları ile eş anlı olarak gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de ortaya çıkan olumsuzlukların nedenselliğinin belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Yapmış olduğum bu çalışmada, danışmanım Sayın Prof. Dr. Mehmet Duman, tez izleme komitesi üyeleri Sayın Prof. Dr. Neşe Erim ve Sayın Yrd. Doç. Dr. Seyfettin Erdoğan'ın değerli katkıları için kendilerine teşekkür ederim. Çalışmanın ekonometrik uygulama bölümünde ilgi ve desteklerini gördüğüm Sayın Arş. Gör. Selçuk Koç ve Sayın Arş. Gör. M. Kemal Beşer'e teşekkürlerimi sunarım.

İzmit, Aralık 2004

Hakan RODOPLU

SUNUŞ	
İÇİNDEKİLER.....	I-V
ÖZET	VI-VII
ABSTRACT.....	VIII-IX
KISALTMALAR	X-XI
ŞEKİLLER.....	XII
TABLolar.....	XIII-XV
GİRİŞ.....	1-5

1. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON: KURAMSAL ÇERÇEVE VE UYGULAMA SÜRECİ	5
1.1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ.....	5
1.2. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI.....	11
1.3.FİNANSAL LİBERALİZASYONUN KURAMSAL ÇERÇEVESİ.....	17
1.4.FİNANSAL LİBERALİZASYON UYGULAMASININ FİNANSAL SİSTEMDEKİ SONUÇLARI.....	26
1.4.1.Finansal Yenilikler	27
1.4.2.Finansal Derinleşme.....	30
1.4.3.Finansal Krizler	33
1.4.4.Finansal Liberalizasyon Kuramına Yöneltilen Eleştiriler.....	44
1.4.4.1.Finansal Liberalizasyon Kuramına Yapısalcı Yaklaşım.....	46
1.4.4.2.Finansal Liberalizasyon Kuramına Neo-Keynesyen Yaklaşım.....	48
1.4.4.2.1.Asimetrik Bilgi	49
1.4.4.2.2.Yanlış Seçim (Adverse Selection)	53
1.4.4.2.3.Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)	54
1.4.4.2.4. Kredi Tayınlaması.....	56
1.4.4.3.Finansal Liberalizasyon Kuramına Post-Keynesyen Yaklaşım.....	58
1.5. FİNANSAL LİBERALİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	59
1.5.1.Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Akımlarının Miktarı, Bileşimi ve Artış Nedenleri.....	60
1.5.2.Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Sistemlerin Genel Özellikleri.....	73

1.5.2.1.Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	76
1.5.2.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sisteminin Yapısı.....	77
1.5.3.Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri.....	80
1.5.3.1.Ekonominin Genel Dengesi.....	82
1.5.3.2.Ekonomik Büyüme Performansı.....	83
1.5.3.3.Ödemeler Dengesi.....	85
1.5.3.4.Döviz Kurları ve Faiz Oranları.....	89
1.5.3.5.Parasal Büyüklükler.....	92
1.5.3.6.Enflasyon.....	93
1.5.3.7.Gelir Dağılımı.....	95
1.5.3.8.Kamu Kesimi Dengesi.....	94
1.5.3.9.Kamunun Politika Yürütme Etkinliği.....	95
1.5.3.10.Finansal Yapı, Kırılganlık ve Kriz.....	98
1.6. FİNANSAL KRİZLERİN ÖNLENMESİ VE YÖNETİMİNE YÖNELİK ÖNLEMLER: ULUSLARARASI FİNANSAL MİMARİ.....	111
1.6.1.Uluslararası Finansal Mimarinin Ana Çerçevesi	112
1.6.1.1.Finansal Krizlerin Önlenmesi	113
1.6.1.2.Finansal Krizlerin Yönetimi	115
1.6.1.2.1.Bankacılık Sektörü Yenilen Yapılandırma Programı.....	117
1.6.1.2.1.1.Bankacılık Yeniden Yapılandırılmasının Yasal Çerçevesi.....	118
1.6.1.2.1.2.Sorunlu Aktiflerin Yönetimi.....	119
1.6.1.2.2.Borçların Yeniden Yapılandırılması.....	120
2. BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ: KAMU KESİMİ AÇIKLARININ FİNANSMANINDA İÇ BORÇLANMA TERCİHİ	124
2.1. TÜRKİYE'NİN EKONOMİK GELİŞME STRATEJİSİNDEKİ DÖNÜŞÜM	124
2.2.TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNİN EVRİMİ	125
2.2.1.Finansal Piyasaların Düzenlenmesi ve Geliştirilmesi.....	125

2.2.2.Mevduat Faiz Oranlarının Liberalizasyonu	125
2.2.3.Kambiyo İşlemleri ve Sermaye Hareketlerinin Liberalizasyonu	126
2.3.FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNDE TÜRKİYE	
EKONOMİSİNDEKİ TEMEL GELİŞMELER.....	127
2.3.1.Ulusal Gelir ve Üretim.....	127
2.3.2.Tüketim, Yatırım , Tasarruf ve Fiyatlar	131
2.3.3. Kamu Maliyesi.....	137
2.3.4. Kamu Finansmanı	145
2.3.5. Parasal Büyüklükler	154
2.3.6. Ödemeler Dengesi.....	161
2.4.KAMU KESİMİ AÇIKLARININ FİNANSMANINDA İÇ BORÇLANMA	
TERCİHİ.....	169
2.4.1. Finansal Derinlik ve Finansal Baskı Değerlerinin Gelişimi	170
2.4.1.1. Ulusal Finansal Sistemin Derinliği ve Büyüklüğü	170
2.4.1.2. Toplam Menkul Kıymet Stokunun Kesimler Arasında Dağılımı..	176
2.4.1.3. Kamu Kesiminin Ulusal Finansal Sistem Üzerindeki Baskısı.....	178
2.4.2. İç Borçlanmanın Ulusal Finansal Sistemdeki Önemi	181
2.4.3. İç Borçlanma Tercihi Bankacılık Kesimi İlişkisi	187
2.5. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNDE TÜRK BANKACILIK	
SEKTÖRÜ	190
2.5.1. Bankacılık Sektörünün Yapısı.....	192
2.5.1.1. Banka, Şube ve Personel Sayısındaki Gelişmeler.....	194
2.5.1.2. Bankacılık Sektöründeki Rekabet ve Yoğunlaşma.....	195
2.5.2. Bankacılık Sektörünün Bilanço Yapısı.....	197
2.5.2.1. Aktif Yapısı.....	199
2.5.2.2. Pasif Yapısı.....	204
2.5.3. Bankacılık Sektörü Rasyoları.....	208
2.5.3.1. Sermaye Yeterlilik Rasyosu.....	208
2.5.3.2. Aktif Kalitesi Rasyosu.....	209
2.5.3.3. Kârlılık Rasyosu.....	210
2.5.4. Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı.....	212
2.5.4.1. Kamu Bankalarının Yeniden Yapılandırılması.....	214
2.5.4.2. TMSF'ye Devredilen Bankaların Yeniden Yapılandırılması.....	215

2.5.4.3. Özel Bankaların Yeniden Yapılandırılması.....	216
2.6. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNDE TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER.....	218
2.6.1. 1994 Finansal Krizi.....	221
2.6.2. 2000-2001 Finansal Krizleri	224
2.6.3. 1994 ve 2000/2001 Krizlerindeki Ortak Gelişmeler.....	232
3. BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN SAYISAL ANALİZİ: VAR MODELİ UYGULAMASI.....	234
3.1.ARAŞTIRMANIN AMACI	239
3.2. ARAŞTIRMANIN MODELİ	239
3.2.1.Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması.....	240
3.2.2.Araştırmada Kullanılan Verilerin Seçimi ve Kaynakları	240
3.3.ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	240
3.3.1.Vektör Otoregresif Modeller.....	241
3.3.1.1.Vektör Otoregresif Modellerin Avantajları	242
3.3.1.2. Vektör Otoregresif Modellerin Dezavantajları	243
3.3.1.3. Vektör Otoregresif Analizin Aşamaları.....	244
3.4. BULGULAR	245
3.4.1.Durağanlık Koşulunun Sağlanması.....	245
3.4.2.Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	258
3.4.3.Etki-Tepki Analizi.....	267
3.4.4.Varyans Ayrıştırması	278
3.5. ARAŞTIRMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	285
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	287
EK.....	300
YARARLANILAN KAYNAKLAR	302
ÖZGEÇMİŞ	

ÖZET

Anahtar kelimeler: Finansal liberalizasyon, sermaye akımları, yüksek faiz oranları, düşük kredi ve fiziksel yatırım hacmi, kamu kesimi açıkları, iç borçlanma, finansal kriz.

1980'lerden itibaren yaşanan küreselleşme süreci çerçevesinde ulusal piyasaların, uluslararası finansal sistemle bütünleşmeye yönelik girişimleri ön plana çıkmıştır. Bu doğrultuda, ilk olarak gelişmiş ülkeler finansal liberalizasyon politikalarını devreye sokmuşlardır. Yine bu süreçte, pek çok gelişmekte olan ülke de gelişmiş ülkeleri takiben finansal liberalizasyon uygulamasına katılmışlardır.

1980'lerin başından itibaren pek çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye de, gerçekleştirdiği yapısal reform programları ile birlikte ekonomik gelişme stratejisini, içe dönük, kurallara bağlı ve doğrudan parasal kontrollerin egemen olduğu sistemden dışa dönük, piyasa kurallarının belirleyici olduğu açık ekonomi modeline dönüştürmüştür. Bu doğrultuda, dış ticaret rejiminin ve iç finansal sistemin serbestleştirilmesi ile başlayan reform ve uyum süreci, gerçekleştirilen ekonomik, yasal ve kurumsal düzenlemelerle birlikte 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile tamamlanmıştır.

Finansal liberalizasyon kuramının öngörülleri çerçevesinde, finansal liberalizasyonun, kaynakların daha etkin bir şekilde dağılımını sağlayarak ekonomik büyümeyi hızlandırması beklenmektedir. Fakat, birçok gelişmekte olan ülkenin olduğu gibi Türkiye'nin de finansal liberalizasyon deneyimi, ekonomi dışı açılmadan önce temeller tam olarak yerine oturtulmamış olduğu için dalgalanmalarla doludur. Çünkü, birçok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye de bu süreçte, finansal liberalizasyonun en temel önkoşulu olan fiyat istikrarı ve mali disiplini sağlayamamıştır. Sonuç olarak, finansal liberalizasyon ile artan ve kısa vadeli sermaye akımları için cazip olan yüksek faiz oranları, reel yatırımlar için caydırıcı olmuş; tasarruf sahipleri ve reel sektör için, finansal varlıklara yapılan yatırımlar, üretken fiziksel yatırımlardan daha cazip hale gelmiştir.

Finansal liberalizasyon uygulamalarının gelişmekte olan ÷lkelerde neden olduğu temel makroekonomik etkilerin tespiti çerçevesinde, T÷rkiye'deki finansal sekt÷r, finansal sistemin temel fonksiyonlarından olan tasarruflar ile üretken fiziksel yatırımlar arasındaki aracılık görevini gerektiği gibi yerine getirememiştir. 1990 sonrası süreçte, T÷rkiye'deki finansal sistem, hükümetin gittikçe artan borçlanma gereksinimini karşılamıştır.



ABSTRACT

Key words: Financial liberalization, capital flows, high interest rates, low credit and physical investment volume, public sector deficits, domestic borrowing, financial crises.

Since the 1980's, the globalization process has seen individual domestic markets take striking steps towards strengthening connections with each other and integrating with the international financial system. Hence all developed countries commenced economic policy initiatives in order to liberalize their domestic financial markets. Most developing countries followed developed countries within this process.

As was the case in most developing countries at the beginning of the 1980's, Turkey also with the structural reform program transformed overall economic development strategy moved away from a highly regulated inward-looking economy with direct controls toward an outward-oriented to open economy operating with a market-based approach. At that direction, there was an accelerated reform and adjustment process started with the liberalization of foreign trade regime and domestic financial system culminated in the liberalization of capital accounts during 1989 with launched a series of economic, legal and institutional reforms.

According to the financial liberalization theory there is expected to result in a more efficient allocation of resources, and thereby increase economic growth. But the most of the developing countries and Turkey's financial liberalization experience was full of fluctuations, as the basics were not properly in place before the economy was opened up. Because the most of those countries have not satisfied the very basic preconditions of financial liberalization of price stability and fiscal discipline to start with. As a result, increase in interest rates with the financial liberalization attracting short-term capital deterred real physical investments and made financial assets more attractive to saving holders and real sector rather than the yield offered by physical investments. So that, productive capacity of the economy remained quite stagnant.

The Turkish financial system did not perform the basic function of intermediation between savings and productive physical investments. Rather, it functioned as a finance unit to accommodate the ever-increasing government borrowing needs.



KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:	Geliştirilmiş Dickey-Fuller
AIC	:	Akaike Bilgi Kriteri
AR	:	Otoregresyon
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	:	Uluslararası Bankacılık Anlaşması
DF	:	Dickey-Fuller
DE	:	Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
DSP	:	Fark Duragan Süreç
EKK	:	En Küçük Kareler
FDI	:	Yabancı Doğrudan Yatırımlar
FPE	:	Sonuç Tahmin Hatası
FRA	:	Finansal Baskı Analizi
FSF	:	Finansal İstikrar Forumu
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HQ	:	Hannan-Quinn Bilgi Kriteri
IRF	:	Etki-Tepki Fonksiyonu
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
KBNA	:	Konsolide Bütçe Nakit Açığı
KKBG	:	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi
NBER	:	Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu
PERI	:	Politik İktisat Araştırma Enstitüsü
OPEC	:	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
SC	:	Schwarz ilgi Kriteri
SSK	:	Sosyal Sigortalar Kurumu
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	:	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TFVS	:	Toplam Finansal Varlık Stoku

TMSF	:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TSP	:	Trend Durağan Süreç
TÜFE	:	Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜSİAD	:	Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
UNCTAD	:	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
VAR	:	Vektör Otoregresyon
VARMA	:	Hareketli Ortalama Vektör Otoregresyon



ŞEKİLLER

Şekil: 2.1. Türkiye’de Kamu Borçlanma Reel Faiz Oranı, Finansal Derinlik ve Finansal Baskı Ölçülerinin Gelişimi	183
Şekil: 3.1. Birinci Farkları Alınmış Seriler	249
Şekil: 3.2. Mevsimsellikten Arındırılmış Seriler	251
Şekil: 3.3. Trendden Arındırılmış LM2YG Serisi	252
Şekil: 3.4. Yapısal Kırılmadan Arındırılmış LPCDC Serisi	255
Şekil: 3.5. Reel GSMH’nın Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler	270
Şekil: 3.6. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y’nin GSMH’ya Oranı (RTRMEVSLM2YG)’nın Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler	273
Şekil:3.7. Özel Kesime Kullanılan Kredilerin GSMH’ya Oranı (RMEVSLPCG)’nın Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler	276
Şekil: 3.8. Reel Ekonomik Büyüme (LGSMH) için Varyans Ayrıştırması	280
Şekil: 3.9. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y’nin GSMH’ya Oranı (LM2YG) için Varyans Ayrıştırması	281
Şekil: 3.10. Özel Kesime Kullanılan Kredilerinin GSMH’ya Oranı (LPCG) için Varyans Ayrıştırması	283

TABLOLAR

Tablo: 1.1. Kriz Modellerinin Karşılaştırılması	43
Tablo: 1.2. Gelişmiş Ülkelerdeki Nominal Faiz Oranları	64
Tablo: 1.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları	66
Tablo: 1.4. Yabancı Doğrudan Yatırımlar – Gittikleri Ülke Açısından	68
Tablo: 1.5. Yabancı Doğrudan Yatırımlar Stokları	70
Tablo: 1.6. Yabancı Doğrudan Yatırımlar – Çıktıkları Ülke Açısından	72
Tablo: 1.7. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Döviz Rezervleri	73
Tablo: 1.8. Reel GSMH Artış Oranları	85
Tablo: 1.9. Ülke Gruplarına Göre Ödemeler Bilançosu Cari İşlemler Dengesi	87
Tablo: 1.10. Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman Yapısı	88
Tablo: 1.11. Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Yapısı	89
Tablo: 1.12. Ülke Gruplarına Göre Tüketici Fiyatları Enflasyonu	94
Tablo: 1.13. Doğu Asya Ülkelerinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının Cari İşlemler Bilançosu Açıklarını Finansman Oranı	106
Tablo: 2.1. Ekonomik Büyüme	128
Tablo: 2.2. Sektörel Büyüme Hızları	129
Tablo: 2.3. İşgücü ve İstihdamdaki Gelişmeler	129
Tablo: 2.4. İstihdamın Sektörel Dağılımı	130
Tablo: 2.5. Tüketim Harcamaları	131
Tablo: 2.6. Tasarruflar	132
Tablo: 2.7. Yatırım Harcamaları	134
Tablo: 2.8. Sabit Sermaye Yatırımları	135
Tablo: 2.9. Fiyatlar Genel Düzeyi	136
Tablo: 2.10. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamaları	137
Tablo: 2.11. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamalarındaki Yıllık % Değişim	139
Tablo: 2.12. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamalarının Yüzde Dağılımı	140
Tablo: 2.13. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamalarının GSMH'ya Oranı	141
Tablo: 2.14. Vergi Yapısındaki Gelişmeler	142
Tablo: 2.15. Kamu Borçlanma Faizinin Gelişimi	143
Tablo: 2.16. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	145

Tablo: 2.17. Dış Borç Stokunun Gelişimi	148
Tablo: 2.18. Dış Borç Stokunun GSMH'ya Oranla Gelişimi	149
Tablo: 2.19. İç Borç Stokunun Gelişimi	151
Tablo: 2.20. Türkiye'de İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve Maliyeti	153
Tablo: 2.21. Özelleştirme Hesabı	154
Tablo: 2.22. Para Arzı	155
Tablo: 2.23. Mevduat Hesapları	156
Tablo: 2.24. Mevduat Hesapları ve Nominal Mevduat Faizlerinin Gelişimi	157
Tablo: 2.25. Türkiye'de Net Kredi Hacminin Gelişimi	160
Tablo: 2.26. Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi	161
Tablo: 2.27. Net Sermaye Hareketleri	162
Tablo: 2.28. Yabancı Doğrudan Sermaye Yatırımları	163
Tablo: 2.29. Portföy Yatırımları	165
Tablo: 2.30. Döviz Kurları	167
Tablo: 2.31. Uluslararası Döviz Rezervleri	168
Tablo: 2.32. Ulusal Finansal Sistemin Derinleşme Göstergeleri	171
Tablo: 2.33. Ülkelerarası Finansal Derinleşme Ölçütlerinin Karşılaştırılması	173
Tablo: 2.34. Ulusal Toplam Finansal Varlık Stoku	174
Tablo: 2.35. Ulusal Finansal Varlık Stokunun Dağılımı	175
Tablo: 2.36. Toplam Menkul Kıymet Stokları	177
Tablo: 2.37. Ulusal Finansal Baskı Göstergeleri	179
Tablo: 2.38. Kamu Kesimi Açıklarının Mali Sistem Üzerindeki Finansal Baskısı	180
Tablo: 2.39. İç Borçlanma Araçlarının Alıcılara Göre Dağılımı	188
Tablo: 2.40. Bankacılık Kesiminin Açtığı Ticari Kredilerin Portföylerindeki Kamu Kağıdı Stokuna Oranı	189
Tablo:2.41. Bankacılık Kesimi Bilanço Yapısı	192
Tablo: 2.42. Bankacılık Sektöründeki Banka ve Şube Sayısı	194
Tablo: 2.43. Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma Oranı	196
Tablo: 2.44. Toplam Aktif Büyüklüğüne Göre Banka Sayısı	197
Tablo: 2.45. Bankacılık Sektörü Bilançosu İçindeki Yabancı Para Miktarı	198
Tablo: 2.46. Döviz Endeksli Pozisyon Hariç Bilanço İçi Yabancı Para Pozisyonu	199
Tablo: 2.47. Türk Bankacılık Sektörünün Aktif Yapısı	200

Tablo: 2.48. Tahsili Gecikmiş Alacaklar	203
Tablo: 2.49. Türk Bankacılık Sektörünün Pasif Yapısı	205
Tablo: 2.50. Mevduatın Vadelere Göre Dağılımı	207
Tablo: 2.51. Sermaye Yeterliliği Rasyoları	208
Tablo: 2.52. Bankacılık Sektörü Aktif Kalitesi	209
Tablo: 2.53. Bankacılık Sektörünün Kârlılık Yapısı	210
Tablo: 2.54. 1999 Aralık-2001 Şubat Dönemindeki İnterbank Gecelik Faiz Oranları	229
Tablo: 2.55. TCMB'nin Ekim 2000-Şubat 2001 Dönemindeki Haftalık Altın ve Döviz Rezervi	230
Tablo: 3.1. Bağımlı Değişken: LPCDC için H_a Modeli Sonuçları	255
Tablo: 3.2. Bağımlı Değişken: RPERCLPCDC için Perron (89) Test Denklemi	256
Tablo: 3.3. Değişkenlerin Durağanlık Analizi	256
Tablo: 3.4. Oluşturulan Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimi	265
Tablo: 3.5. Gecikmeli VAR(1) Modeli Tahmin Sonuçları	266
Tablo: 3.6. Reel GSMH'nin Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler	271
Tablo: 3.7. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y'nin GSMH'ya Oranı (RTRMEVSLM2YG)'nin Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler	274
Tablo: 3.8. Özel Kesime Kullandırılan Kredilerin GSMH'ya Oranı (RMEVSLPCG)'nin Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler	277
Tablo: 3.9. Reel Ekonomik Büyüme (LGSMH) için Varyans Ayrıştırması	279
Tablo: 3.10. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y'nin GSMH'ya Oranı (LM2YG) için Varyans Ayrıştırması	282
Tablo: 3.11. Özel Kesime Kullandırılan Krediler (LPCG) için Varyans Ayrıştırması	284

GİRİŞ

Küreselleşme, ekonomik, politik ve sosyal yaşama ait bir çok boyutu içinde barındırır. Ancak ön plana çıkarılarak sürekli vurgu yapılan küreselleşmenin ekonomik boyutu olmaktadır. Küreselleşme, ekonomik parçalanmışlığın şekillendirdiği bir bütüncül tablodur. Ulusal ekonomik değerlerin yerel ve küresel olanla ikame edilmesinin doğurduğu fırsat ve tehlikeler söylemini içermektedir. Bu süreçte "fırsat" unsuru kadar "tehlike" unsuru da yer alır, ancak tehlike, fırsatın altı çizilerek öne çıkarılması sonucunda geri plana itilmektedir. Ne var ki sözü edilen bu fırsat-tehlike ikileminde fırsatlar, gelişmiş ekonomilerin gelişmişliğini pekiştirirken, tehlike ise çoğunlukla az gelişmişliğin boyutunu derinleştirmektedir. Diğer bir ifadeyle, iletişimin, teknolojik gelişmedeki hızın desteğini arkasına alarak ucuzlaması ve yaygınlaşması yerel ölçekli iktisadi birimlerin küresel piyasa ve normlarla buluşmasına olanak yaratmıştır. Ancak bu buluşma aşamasına gerekli donanımlarla girenler kazançlı çıkmış, hazırlıksız olanlar ise birden ya hızlı uyum sağlamak ya da etkinsizliklerine koşut, yok olmak seçenekleri ile yüz yüze gelmişlerdir. Nitekim yeni sanayileşen ve gelişen ekonomiler göreceli üstünlüklerini kullanarak gelişmiş ülkeler ligine yükselmeye doğru ilerleyen en güçlü adaylar arasına girerken, diğer yanda bir çok ülke fakirlik, geri kalmışlık bir yana, açlık ile mücadele edip hayatta kalmaya çabalamaktadırlar. Bu nedenle küreselleşme dünya ölçekli barışçıl söylemler ile sömürü düzeni iddialarını aynı anda içinde barındıran paradoksal bir kimliğe sahiptir.

Bu koşullar altında işleyiş yön verme görevini yerel sanayiler, ulusüstü aktörler ve çok uluslu şirketler üstlenmiş, böylelikle ulusal ekonomiler kendilerini bir anda kendileri dışındaki küresel belirleyicilerin çizdiği rota üzerinde hareket etme zorunluluğu içinde bulmuşlardır. Bu zorunluluk küreselleşmenin içerdiği kurumsal yapının çizdiği bir rota olup, ulusal ekonomilerin dünya pazarında var olabilmek için uymak zorunda olduğu kurallar bütününe işaret eder. Dünya Bankası, Dünya Ticaret Örgütü ve Uluslararası Para Fonu'nun liberal iktisat politikalarını uygulatma yönündeki ısrarlı çabaları bu kurallar bütünü içinde ilk sırada yer almaktadır. Çalışmanın konusunu oluşturan finansal liberalizasyon ise, neo-klasik küreselleşme çabaları içinde stratejik nitelikli temel hareket noktasını temsil etmesi bakımından

anlam ve önem taşımaktadır. Bu noktada belki de en çarpıcı olan, yaklaşık 20 yıldır dünya genelinde, koşulları ve ulusal nitelikleri ne olursa olsun hemen her ülkenin geniş kapsamlı bir finansal liberalizasyon süreci yaşadığıdır.

Finansal liberalizasyon ana başlığı altında incelenen; döviz kuru çapası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları, mevduata verilen güvenceler, sıkı para ve maliye politikaları, Uluslararası Para Fonu-IMF destekli yapısal uyum programlarının ortak noktalarını oluşturmaktadır.

Bu tür politikalar uygulamaya konulduğunda; yabancı sermaye girişi hızlanmakta, tasarruflar ile yatırımlar artmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte, artan ithalat ve tüketimin de etkisiyle ekonomik büyüme oranları yükselmektedir. Ancak, enflasyon oranları istenen düzeye düşürülemediğinde ve ulusal para birimi aşırı değerlendirildiğinde ithalat ve kısa vadeli sermaye akımlarının hareketliliği hızlı biçimde artmakta, ihracat azalmakta ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Bu süreç, kredibilite ve beklentilerin olumsuz yönleneşine paralel olarak devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların, finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarmaları ile açık pozisyondaki yerli bankaların iflas edeceği endişesiyle hareket eden yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimine girmeleri şeklinde gerçekleşen spekülasyon atakları sonucu finansal krize dönüşmektedir.

Yöntem olarak yapılan temel hata, finansal krizin, daha çok açığa çıkış biçiminde ve açığa çıkış zamanında yoğunlaşmakta yatmaktadır. Oysa kriz, belirli bir zamanın, belirli bir anında ve genellikle parasal değişkenler etrafında açığa çıkmaktadır. Soruna an değil de süreç ve süreçte belirleyici olan yapısal değişkenler açısından bakıldığında, krizi anlama ve açıklama çabaları değişmekte; krize yol açan yapısal ve toplumsal nedenlerle, bu nedenlerin süreç içinde aldığı biçimler önem kazanmaktadır.

Yapılan bu çalışmanın tezi, finansal sistemleri ve kurumsal altyapıları yeterli etkinlikten yoksun durumdaki gelişmekte olan ülkelerde, finansal liberalizasyon uygulamalarının; finansal sistemlerin kırılabilirliğini arttırmak ve ekonomik büyüme performansları üzerinde dışsal faktörlerin etkisini arttırarak istikrarsızlıklara yol

açmak gibi, teorik beklentilerin tersi sonuçlara yol açtığıdır. Öne sürülen bu tezin kanıtlanması doğrultusunda, finansal liberalizasyon uygulamalarının, gelişmekte olan ülkelerin ve özel olarak Türkiye'nin temel makroekonomik büyüklükleri üzerindeki etkileri belirlenirken, aynı zamanda sürece etki eden faktörler ortaya konularak, finansal liberalizasyon uygulamalarının teorik beklentilerden uzak sonuçlar üretmesinin nedenselliği incelenmektedir. Öte yandan, finansal liberalizasyonun; makroekonomik istikrarın olmadığı, yeterince derinleşmemiş finansal sistemlerin etkin bir düzenleme ve denetlemeye tabi tutulmadığı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, teorik beklentiler doğrultusunda yatırımları ve ekonomik büyümeyi arttıramamasının ötesinde, finansal krizlere neden olabildiği ortaya konulmaktadır.

Bu doğrultuda, 1980'li yıllarda başlayan finansal liberalizasyon uygulamalarının, Türkiye'nin makroekonomik dengeleri üzerindeki etkileri; kamu kesimi açıkları ve bu açıkların finansman yöntemi olarak benimsenen iç borçlanmanın Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri çerçevesinde analizinin yanında, sayısal yöntemler aracılığıyla, finansal liberalizasyon yaklaşımının temel değişkenleri olan finansal gelişme ve derinleşme ile ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye açısından sınamak amaçlanmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, finansal liberalizasyonu, dünya ekonomileri için uygulanması bir zorunluluk noktasına getiren, finansal istikrarsızlıkların ana kaynağı durumundaki parasal sistemsizlik sürecine nasıl ulaşıldığı ve bu süreçteki uluslararası sermaye akımları ile bunların makroekonomik etkileşimleri ortaya konulmaktadır. Devamında ise, finansal liberalizasyonun kuramsal çerçevesi çizilerek, finansal liberalizasyon ile uluslararası finansal sistemin yaşadığı değişim süreci incelenmekte, değişimin yarattığı yeni koşullara getirilen eleştirilere yer verilmektedir. Finansal liberalizasyonun, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri incelenerek, yol açtığı makroekonomik etkileşimler değerlendirildikten sonra karşılaşılan finansal krizler ele alınarak kuramsal çerçevesi ortaya konulmakta, krizlerin önlenmesi ve yönetilmesi üzerine yapılan çalışmalara yer verilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, Türkiye'nin finansal liberalizasyon deneyimi ilk olarak kronolojik perspektifte ele alınmakta, devamında finansal liberalizasyon

sürecinde Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler analiz edilerek, finansal liberalizasyon uygulamasının derinleştirdiği kamu kesimi açıkları sorununun boyutları ortaya konulmaktadır. Kamu kesimi açıklarının finansmanında tercih edilen iç borçlanma yoluyla doğrudan finansman politikasının makroekonomik sonuçları, finansal piyasalarda kamu kesiminin yol açtığı finansal baskı ve etkileri bağlamında ele alınmaktadır. Finansal sistemin önemli bir bölümünü oluşturan bankacılık kesiminin içine düştüğü kırılgan yapının ve özel yatırımlar yerine kamu kesimi açıklarını finanse etmeye yönelmesinin Türkiye ekonomisinin finansal göstergelerinde yol açtığı etkilere vurgu yapılmaktadır. Sonuçta, süreç içinde Türkiye’de yaşanan iki finansal kriz değerlendirilmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ekonometrik bir çalışmaya yer verilmektedir. Finansal liberalizasyon uygulamasının Türkiye’deki izdüşümünü analiz etmek amacıyla, finansal liberalizasyon ile ulaşılması öngörülen finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizi gerçekleştirilmektedir. Diğer bir ifadeyle, çalışmanın ikinci bölümünde, Türkiye ekonomisine ait veriler yardımıyla ulaşılan, finansal liberalizasyonun makroekonomik yapı üzerindeki niteliksel sonuçlarının, niceliksel olarak da geçerli olup olmadığını sınamak için, belirlenen finansal gelişme değişkenleri ile ekonomik büyüme değişkeni arasındaki ilişkiyi sınavan ekonometrik bir çalışma gerçekleştirilmektedir.

1. BÖLÜM: FİNANSAL LİBERALİZASYON: KURAMSAL ÇERÇEVE VE UYGULAMA SÜRECİ

1.1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ

Günümüz ekonomilerinde, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, reel sektörün üretim ile ilişkili gelişmelerinden daha yoğun ilgiye ve tartışmalara sahne olmaktadır. Para ve sermaye piyasalarını, mal piyasalarının önüne geçiren temel olgular; para ve sermaye piyasalarında işlem gören parasal büyüklüğün mal piyasalarıyla karşılaştırıldığında çok daha fazla miktarlara ulaşmış olması; mal piyasalarının, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmelere oldukça duyarlı olması; ülke paralarının değişim değerlerinde görülen dalgalanmaların ve sermaye hareketlerinin makroekonomik dengeler üzerindeki etkileşimleridir.

Klasik anlamıyla para hem bir değişim aracı ve hem de bir sermayedir. Bu iki ilişkinin düzenli sürdürülebilmesi paranın reel sermaye ile kurduğu ilişkiye bağlıdır. Diğer bir ifadeyle, toplam parasal varlıklar ile reel varlıklar ve gelir arasında bir bağ vardır. Bu bağın aşınması ya da kopması, paranın hem değişim aracı ve hem de değer biriktirme aracı olarak işlevinin bozulması anlamına gelmektedir. 1980 sonrası dönem dünya ekonomisinde bu gelişime tanıklık etmiştir. Sermayenin, büyük ölçüde, üretim alanından mali alana geçmesi ile, parasal sermaye de göreceli olarak reel sermayeden bağımsız bir kimliğe dönüşmeye başlamıştır.

Uluslararası para sistemi, ülkeler arasında mevcut döviz kurları ve ödeme ilişkilerini düzenleyen kural, anlaşma ve kurumların oluşturduğu bir bütündür.¹ Bu anlamda, uluslararası ticari ve finansal ilişkilerin düzenli biçimde yürüyebilmesi ilk olarak etkin bir uluslararası para sisteminin varlığına bağlıdır.

Son yüzyıllık uluslararası para sistemi tarihi, rekabetçi paraların üretilmek istendiği, bunun için de gerekli kurumların oluşturulmaya çalışıldığı bir süreci

¹ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, 3. b., İstanbul: Güzem Yayınları, 2001, s. 9.

içermektedir. Sözü edilen bu süreç, kontrol ve yükümlülük gibi iki temel olguyu bünyesinde barındırmaktadır. Bu bağlamda, ulusal para sistemi de bu yükümlülük ve zorlamanın karışımından oluşmaktadır. Diğer bir ifadeyle, devlet parasal ilişkilerin düzenlenmesinde yasa koyucu olarak doğrudan devreye girerek yurttaşlarını ulusal parayı kullanmaya zorlamaktadır.²

Bireylerin gereksinimlerini karşılamak için yapmak zorunda oldukları alışverişleri gerçekleştirmek amacıyla kullandıkları, mal ve araçların değişimi yöntemi yanında uygulanan ilk para sistemi, altına dayalı parasal sistemdir. Uluslararası altın standardı dünyanın önde gelen ülkeleri arasında 1850'lerden 1914'e kadar olan dönemde uygulanan bir parasal düzenleme olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sistemin en önemli özelliği kontrolün olmayışı ve yükümlülüğün ağır basıyor olmasıydı.³ Altına dayalı parasal sisteme göre, her ülkenin parasının değeri, belirli ağırlıkta saf altın cinsinden tanımlanmakta, altının alım, satım, ihraç ve ithali serbest bırakılmaktaydı. Dış ticareti fazla veren ülke, içeriye giren altın miktarındaki artışa bağlı olarak para arzının artmasına; açık veren ülke ise altın kaybına bağlı olarak para arzının azalmasına izin vermekteydi. Piyasada altın paralar ile birlikte banknotlar da kullanılabilir, ancak bu banknotlar istenildiği anda altına dönüştürülüyordu.⁴

Altın para sistemi tüm dünyada kabul görmüş bir sistemdi. Her ülke parasını bu şekilde altınla tanımladığından, bütün ülke paraları, içerdikleri altın miktarına göre otomatik biçimde birbirine bağlanmış oluyordu. Bu işleyişin bir sonucu olarak o dönemde, bugünküne benzer bir döviz piyasasına gereksinim duyulmuyordu.⁵

Altın para sisteminde doğal olarak sistemin para ölçüsü altındı. Ne var ki, altın madeni arzının sınırlı olması, artan ticaret hacminin gerektirdiği ölçüde altın para basımını engellediğinden, gümüş paralar da aynı sistem içerisinde kendine yer bulmuştu. Paranın tek maden yerine iki ayrı madenden basılması, toplam para arzının gerekli düzeye ulaşmasını sağlamıştır. Ancak, gümüş üretimindeki göreceli artış

² Emin Ertürk, *Uluslararası İktisat*, 2.b., İstanbul: Alfa Basım Yayım, Eylül 2001, s. 329.

³ Ertürk, a.g.e., s. 367.

⁴ Hatice Doğanlı, *Uluslararası Finans*, Adana: Nobel Kitabevi, 2001, s. 22.

⁵ Seyidoğlu, a.g.e., s. 10.

dolayısıyla gümüşün piyasa değeri daima para değerinin altına düşmüş ve "çift metal sistemi" aksamıştır. Bu durumda altın ya prim yapmış ya da para olarak tedavülden kalkmış, diğer bir ifade ile, kötü para iyi parayı kovmuş (Gresham Yasası) ve fiilen tek maden sistemine dönülmüştür.⁶

Para arzı, altın standardının uygulandığı dönemde, ülkeden ülkeye içerik olarak önemli farklılık göstermiştir. Altın standardının temelini oluşturan altının yanı sıra gümüş para, altın karşılığı olan banknot, karşılığı olmayan kağıt para, kıymetli madenden oluşmayan bozukluk, hatta bazı özel hallerde hazine iç borçlanma kağıtları dahi para arzını oluşturan parasal araçlar olarak tedavül edilmiştir.⁷

Uluslararası ekonomik ilişkilerde ortaya çıkan ödemeler bilançosu açıklarının altınla karşılanamama riski, ülke merkez bankalarını, uluslararası rezervlerinde altın yanında önemli döviz birimleri ve senet ile tahvil gibi değerli kağıtları bulundurmaya yönlendirmiştir. Bu süreçte İngiltere'nin ulusal parası sterlin uluslararası ödemelerde en önemli döviz niteliğini kazanmıştır.⁸

Birinci Dünya Savaşı sırasında, ülkeler altın rezervlerini korumak amacıyla parasal kontroller uygulamaya ve kağıt paraları altına dönüştürmemeye başlamışlardır.⁹ Savaştan sonraki dönemde ise, savaş koşullarının ülke ekonomilerinde yol açtığı tahribatın onarımı aşamasında çoğu ülkede baş gösteren hiper-enflasyon, altın standardı sistemine dönüş olanağını ortadan kaldırmış ve esnek kur sistemlerinin uygulandığı bir süreci başlatmıştır.¹⁰

İki dünya savaşı arasındaki dönemde uluslararası ekonomik ve mali ilişkilerde tam bir kaos yaşanmıştır. Altın standardı yıkılmış, yerine yeni bir sistem konulamamış, uluslararası ödemeleri gerçekleştirmek büyük bir sorun olmuştur. Bu

⁶ Mükerrrem Hiç, **Para Teorisi ve Politikası**, 9. b., İstanbul: Filiz Kitabevi, 1994, s.51.

⁷ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi-Dünü ve Bugünü**, Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, 1990, s.20.

⁸ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin ve Can F. Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, No.6, 1995, s. 9.

⁹ J. Ulf Moller-Nielsen, Erik Strojer Madsen and Kurt Pedersen, **International Economics: The Wealth of Open Nations**, London: McGraw-Hill Book Company, 1995, s. 126.

¹⁰ Gürel Konuralp, **International Investments**, İstanbul: Ser Ofset, 1999, s. 4.

dönemde her ülke kendi çıkarı doğrultusunda döviz kuru ve gümrük tarifesi oranı uygulayarak uluslararası ticari ve finansal akımların çok düşük düzeylere inmesine neden olmuştur.¹¹ Hükümet politikalarındaki belirsizlik, sabit kur uygulayan ülkelerde ciddi rezerv boşalmalarına, dalgalı kur uygulayan ülkelerde ise büyük oranlı döviz kuru hareketlerine neden olmuştur. Döviz piyasalarındaki bu gelişmelerin etkilerini sınırlayabilmek amacıyla pek çok ülke, özel sermaye akımlarına kısıtlamalar getirmişlerdir. Bazı hükümetler sınırlı döviz rezervlerini etkin kullanabilmek amacıyla çoklu döviz kurlarını veya yönlendirilebilir sistemleri tercih etmişlerdir.¹² Ülke dışına sermaye çıkışını önlemenin diğer bir yolu, sıkı para politikası aracılığıyla faiz oranlarını, devalüasyon oranından yüksek tutmak olarak belirlenmiştir.¹³

İkinci Dünya Savaşı sonrasında, uluslararası finansal sistemde yaşanan tıkanıklığın çözümlenmesi ve yeni bir uluslararası para sisteminin oluşturulması amacıyla Bretton Woods Anlaşması gerçekleştirilmiştir. Bretton Woods sistemi bir altın döviz standardıydı. Çünkü, ABD doları altına, diğer ülke paraları da dolara bağlanmıştı. Bu ikili yapısına ve güçlüklerine rağmen söz konusu sisteme katılmasının iki önemli nedeni vardı. İlki, o günkü altın stoklarının yeterli olmayıştı. İkincisi ise, mevcut altın stoklarının yüzde 70'inin ABD'nin elinde bulunmasıydı.¹⁴

IMF, Bretton Woods Anlaşması ile oluşturulan sistemin uygulanmasında ve çıkabilecek sorunların çözümlenmesinde kilit konumdaki kuruluş rolünü üstlenmiştir. Buna göre eğer üye ülkelerden birinin ödemeler bilançosu açık verirse, bu ülke önce döviz rezervini kullanacak, daha sonra para ve maliye politikası ile yurtiçindeki toplam harcamalarını kısacak ve gerekirse IMF'den kısa süreli kredi kullanacaktı. Bütün bunlara rağmen dış denkleme sorunu giderilemezse son çare

¹¹ Seyidoğlu, a.g.e., s.10.

¹² Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, **International Economics: Theory and Policy**, 2nd ed., New York: Harper-Collins Publishers Inc., 1991, s. 525.

¹³ Ertürk, a.g.e., s. 331.

¹⁴ Ertürk, a.g.e., s. 367.

olarak devalüasyona başvurulacaktı. Burada altı çizilmesi gereken nokta; ödemeler bilançosu denkleğinin sağlanması temel hedef oluşuydu.¹⁵

Sistemin, 1970'lerin başına kadar başarıyla uygulandığı dönemde, sermaye akımları üzerindeki yoğun kısıtlamaların, yabancı para cinsinden borçlanmayı zorlaştırması nedeniyle ülkelerin cari işlem açıkları vermeleri önlenmişti. Esas itibarıyla özel sermaye akımlarının olmadığı bir durumda cari işlem açıkları, resmi rezerv hareketleri ve kamu borçlanması yoluyla karşılanmak durumundaydı.¹⁶

Bretton Woods sistemi zımni olarak, ABD'nin dolarla ilgili istikrar bozucu girişimlerde bulunmayacağı, diğer ülkelerin de buna dayalı olarak paralarını dolara bağlı tutacakları şeklindeki bir yükümlülüğe dayanıyordu. Eğer ABD yükümlülüğünü aksatırsa, diğer ülkelerin ulusal paralarını dolara bağlı tutma yükümlülüğü ortadan kalkacaktı. Nitekim, Bretton Woods sistemi bir sabit kur sistemi olduğundan ve sabit fiyat sistemlerinin spekülasyonlara çok açık sistemler olmalarından kaynaklanan sıkıntılar nedeniyle kendi sonunun başlangıçtan itibaren hazırlayıcısı olmuştur.¹⁷

Bretton Woods Sistemi çerçevesinde uygulanan zorunlu sabit kur politikaları, ülkelerin karşılaştıkları iç ve dış denge sorunlarına çözümler üretmelerini zorlaştırmıştır.¹⁸ 70'li yılların başlarında, ödemeler dengesi sorunlarının artması, dolar bolluğundan kaynaklanan likidite sorunu, ABD ekonomisinin gücünün azalması ile ortaya çıkan ABD dolarına olan güvenin sarsılması olgusu, ABD'nin emisyon kazançları ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sorunlarının bu sistem içinde çözülebilmesinde yaşanan sorunlar, 1972-1973 yıllarındaki tüketim malları fiyatındaki hızlı artış ve daha da önemlisi, 1973-1974 yıllarında meydana gelen petrol şoku, Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasına neden olmuştur.¹⁹

¹⁵ Alkan Soyak ve Cengiz Bahçekapılı, " İktisadi Krizler-IMF Politikaları İlişkisi ve Finance and Development Dergisi'ndeki Yansımaları", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 144, (Mart 1998), s. 52.

¹⁶ Krugman and Obstfeld, a.g.e., s. 529.

¹⁷ Ertürk, a.g.e., s. 376.

¹⁸ Krugman and Obstfeld, a.g.e., s. 536.

¹⁹ Soyak ve Bahçekapılı, a.g.m., ss. 52-53.

Bretton Woods Sistemi'nin sona ermesiyle, halen içinde bulunulan döneme girilmiştir. Adına “çoklu parasal sistem” ya da “parasal sistemsizlik” denilebilecek bugünkü işleyiş, fiili olarak ortaya çıkmış bir uygulamadır.²⁰ Günümüzde ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemleri, kurların hiç değiştirilmediği pür sabit kur sistemiyle, kurların piyasanın fiyat yapma özelliğine terk edildiği esnek kur sistemi arasında geniş bir yelpaze oluşturur.²¹ Bu geniş yelpaze içindeki karma sistemlere, yönetimli dalgalanma (managed floating), geniş marjlı pariteler (wider band), sürünen pariteler (crawling peg) ve parasal birlikler (currency areas) örnek verilebilir. Öte yandan, paranın konvertibilitesinin derecesi ve biçimi de döviz kuru sisteminin bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Bu açıdan, kısıtlı cari işlemler konvertibilitesinden; mallar, hizmetler ile varlıklar için tam ve kısıtlanmamış döviz işlemlerine kadar uzanan bir çeşitlilik söz konusudur.²²

Finansal sistem, bir ekonomide likidite fazlası olan birimlerin ve kurumların fon arzını likidite açığı olanların kullanımına aktaran bir organizasyondur. Finansal sistem, finansal araçlar, finansal araçlar ve finansal piyasalardan oluşur. Bu çerçevede fon aktarımı finansal piyasalarda, finansal araçlar tarafından finansal araçlar vasıtasıyla gerçekleştirilir.²³

1970'lerden itibaren, ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya benzeri hiçbir reel mal tarafından desteklenmediği, nominal bir büyüklük olarak işlem gördüğü bir ortamda, döviz kurlarında yaşanan belirsizlikler, finansal sistemin işleyişi açısından bir yandan önemli riskler oluştururken, diğer yandan da spekülasyon nitelikli faaliyetleri özendirilmiş ve finansal sermayenin akışkanlığını uyarmıştır. Öte yandan, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren ulusal sermaye piyasalarının hızla serbestleşerek uluslararası kimlik kazanması süreciyle birlikte mal ve hizmetlerin yanında parasal sermaye de küresel anlamda hareketliliğine hız kazandırmıştır.

²⁰ M. İlker Parasız, **Uluslararası Para Sistemi**, Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayını, No: 25, 1989, ss. 172-173.

²¹ Ertürk, a.g.e., 366.

²² Ünal Çağlar, **Döviz Kurları, Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul: Alfa Yayınları, Ekim 2003, s. 63.

²³ Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi**, 7. b., Bursa: Ezgi Kitabevi, 2002, s. 425.

Bu doğrultuda ortaya çıkan finans piyasalarının dünya ölçeğinde bütünleşmesi olgusu, kısmen üretken alanlarda değerlendirilen parasal sermayenin de dünya çapında olası en yüksek kârların peşinde koşmasını sağlamıştır. Sonuç, ekonominin büyük boyutlarda finansallaşması ve spekülâtif finansal akımların çoğalması şeklinde olmuştur.²⁴

1.2. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

1970'li yılların sonuna doğru öncelikle ABD ve İngiltere'de başlayan ulusal finans piyasalarındaki kontrol ve sınırlandırmaların kaldırılması süreci, ardından birçok gelişmekte olan ülkede, uygulanan istikrar ve yapısal uyum programlarına bağlı olarak hız kazanmıştır. Söz konusu sürecin ayırt edici özelliği, uluslararası özel sermaye akımlarındaki artış olarak ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, 1980'lerin sonunda günde yaklaşık 190 milyar dolar hacmi olan dünya döviz piyasası işlemleri, günümüzde günlük 1.8 trilyon dolara ulaşmış durumdadır.²⁵

Uluslararası sermaye akımı; farklı ülkelerdeki kişi ve kuruluşların birbirleri arasında gerçekleştirdikleri fon hareketi ile ortaya çıkan özel nitelikli bir akım olabileceği gibi, devletler arası farklı amaçlı resmi niteliğe sahip bir sermaye hareketi şeklinde veya ülke dışından kişi ve kuruluşların diğer bir ülkede yapacakları doğrudan sermaye yatırımı şeklinde bir akım da olabilmektedir. Resmi sermaye akımları genellikle uzun vadeli iken, özel sermaye akımları kısa ve uzun vadeli olabilmektedirler.

Uluslararası özel sermaye akımları üç ana gruba ayrılmaktadır;²⁶

i) doğrudan yatırımlar; bir yatırımcının başka bir ülkede nispeten uzun dönemde ticari faaliyette bulunmak, yatırım ve üretim sürecini kontrol altında tutmak ve belli bir kar elde etmek gibi amaçlarla, bir firma kurması, mevcut bir firmayı satın alması veya mevcut bir firmanın sermayesine katılması şeklinde gerçekleşmektedir.

²⁴ Fuat Ercan, "Bankalar ve Banka Sermayesinin Analizi İçin Alternatif Bir Çerçeve", *İktisat Dergisi*, Sayı: 417, Eylül 2002, s. 43.

²⁵ Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001, ss. 19-20.

²⁶ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*, 14. b., İstanbul: Güzem Yayınları, 2001, s. 479.

ii) portföy yatırımları; yatırımcıların nispeten kısa bir dönem için faiz, temettü ve sermaye kazancı elde etmek amacıyla diğer bir ülkenin para ve sermaye piyasalarından finansal araç satın almalarıdır.

iii) kredi ve mevduatlar; yabancılar tarafından açılan ticari krediler, uluslararası banka kredileri ve sendikasyon kredileri ile yabancıların yurtiçi bankalara yatırdığı mevduatlardan oluşmaktadır

Uluslararası özel sermaye akımlarının en belirgin özelliği, uluslararası finansal piyasalardan ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Uluslararası özel sermaye akımlarının bir dış yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye akımlarından ayırırken; yabancı sermaye sahibi tarafından yapılan doğrudan üretime dönük yatırım biçiminde olmamaları nedeniyle de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayrılırlar.²⁷

Ulusal tasarruflar ve yatırımlar arasında oluşabilecek bir dengesizlik, bir ülkeden diğer bir ülkeye reel kaynakların aktarımı ile finanse edilmektedir. Bu anlamda, uluslararası sermaye akımı, ülkelerin tasarruf ve yatırım dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir.²⁸ Diğer bir ifadeyle, ülke vatandaşlarının, yurt dışından satın aldıkları finansal varlıkların daha fazlasını yurt dışına satmaları durumunda ekonominin geneli açısından yurt dışından borçlanılması gibi bir sonuç doğmaktadır. Herhangi bir cari işlem düzeyinde, bu sermaye hareketi, "sermaye hesabı fazlası" olarak adlandırılmakta ve uluslararası rezervlerin ülke ekonomisine dahil olması ve ödemeler dengesinin iyileşmesi anlamı taşımaktadır.

Finansal piyasalar, uluslararası sermaye akımının en önemli araçlarıdır. Tasarruf sahipleri fonlarını, finansal piyasalar aracılığı ile tasarruf açıkları olanlara yönlendirmektedir. Bu şekilde tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonların tahsisi etkin şekilde gerçekleştirilerek yatırımların verimliliği artmakta, tasarruf sahipleri de daha yüksek bir getiri sağlamaktadırlar. Finansal piyasaların sahip olduğu bu fonksiyon, ekonomik birimler arasındaki net fon akımının yükselmesini sağlamaktadır.

²⁷ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat...*, s. 479.

²⁸ Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s. 34.

Sermaye akımlarının yönü, sermayenin bol olduğu ülkeden, sermayenin kıt olduğu ülkeye doğru olmaktadır. Bunun altında yatan gerekçe ise, sermayenin kıt olduğu ülkede yeni yatırım fırsatlarının bolluğu ve getirilerinin yüksekliği varsayımıdır. Sermayenin bol olduğu ülkeden, kıt olan ülkeye yönelik bu akım, kıt sermayeli ülkede yatırımları artırarak önemli sosyal ve ekonomik yararlar sağlayabilmektedir.²⁹

“Sermaye Akımı Teorisi- Mundell-Fleming Modeli”, J. Marcus Fleming (1962) ve Robert Mundell (1968) tarafından ortaya konulan ve uluslararası sermaye akımlarının nedenlerini açıklamaya yönelik bir teoridir. Mundell-Fleming modeli sermaye hareketlerini ödemeler dengesi teorilerinin bir parçası olarak açıklamaktadır. Buna göre sermaye akımlarına yol açan temel etmenler; ülkeler arasındaki faiz oranı, döviz kuru ve gelir düzeyi farklılıkları olmaktadır.³⁰

Modelin ortaya koyduğu en önemli iktisadi sonuç, gelişmekte olan açık bir ekonomide uygulamaya konulan iktisat politikasının başarı şansı doğrudan uygulamadaki döviz kuru rejiminin sabit veya dalgalı kur rejimi oluşuna bağlı olmasıdır. Dalgalı kur rejiminde yalnızca para politikası gelir üzerinde etkin iken, genişletici etkiye sahip maliye politikası kur değerinde meydana gelecek artış nedeniyle etkin olmayacaktır. Sabit kur rejiminde ise, yalnız maliye politikası geliri etkileyebilecektir. Çünkü kur değerinin sabitlenmesi nedeniyle para politikasının etkinliği ortadan kalkacaktır. Aynı zamanda her iki kur rejiminin de kendine göre farklı açılardan avantajları vardır. Dalgalı kur rejimi uygulanırken, para politikası uygulayıcıları, kuru sabit tutma gibi bir zorunlulukları olmadığından diğer makroekonomik hedeflere yönelme konusunda bağımsız hareket yeteneği kazanırlar. Buna karşın, sabit kur rejimi uygulanırken, uluslararası ekonomik ilişkilerde ortaya çıkan belirsizlikler daha kolay azaltılabilir.³¹

Uluslararası sermaye akımlarının açıklanması ve bilimsel bir temele oturtulmasında “Portföy Dengesi Teorisi”nin önemli bir yeri vardır. Portföy dengesi

²⁹ Deepak Mishra, Ashoka Mody and Antu Panini Murshid, "Private Capital Flows and Growth", **Finance and Development**, Vol: 38, No: 2, (June 2001), s. 3.

³⁰ N. Gregory Mankiw, **Macroeconomics**, New York: Worth Publishers, 1992, s. 362.

³¹ Mankiw, a.g.e., ss.363-365.

teorisine göre bireyler, servetlerinin büyüklüğüne bağlı olarak çeşitli menkul değerlerden oluşan belirli hacimlerde yatırım portföyü oluştururlar. Bu bağlamda, genel portföy riskinin düşürülmesi açısından, portföydeki varlıkların çeşitlendirilmesi için yabancı tahvil ve hisse senetlerine de portföyde yer verilmesi gereklidir.³² Yatırımcılar portföylerine alacakları tahvil ve hisse senetlerini belirlerken, bunların taşıdıkları risk ve beklenen getiri oranlarını göz önünde bulundururlar. Yatırımcı açısından temel amaç, oluşturacağı belirli hacimdeki portföyünden, öngörülen risk düzeyinde en yüksek getirinin elde edilmesidir. Bu amaca ulaşılması her şeyden önce portföye katılacak menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesine bağlıdır.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde dönemsel olarak görülen durgunluklar, iktisat kuramında “Azalan Kâr Haddi Kanunu” olarak bilinen ekonomik olgudan kaynaklanmakta, yatırım miktarı arttıkça kâr oranı azalmakta, bu durumda ekonomik büyüme ve sermaye birikimi sınırlanmaktadır.³³ Bu olgu karşısında uluslararası sermaye, yatırımda bulunduğu ülkelerde gözlenen azalan kâr oranları karşısında, daha yüksek getirilere ulaşma ve riskleri dağıtabilme amacıyla akışkanlığını arttırmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarına yol açan nedenler arasında Hyman Minsky'nin “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi” de önem taşımaktadır. Minsky'e göre, kapitalist ekonomilerde dış finansman olanakları genişlemeden, toplam talebin, istihdamın ve ulusal gelirin artması mümkün değildir. Sermaye hareketlerinin serbestliği, toplam talebin sürekliliğini sağlayan temel faktördür. Zira, yatırımları harekete geçiren temel faktör toplam talep düzeyinin belirlediği kâr beklentileridir. Ancak, yatırımların toplam talep üzerindeki etkinliği nedeniyle, kâr beklentileri yatırım harcamalarının düzeyine ve sürekliliğine göre şekillenmektedir.³⁴

³² Mankiw, a.g.e., s. 472.

³³ Gülten Kazgan, **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri**, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1994, s. 81.

³⁴ Hyman P. Minsky, “The Financial- Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy”, **Financial Crises: Theory, History and Policy**, (edt.) Charles P. Kindleberger and Jean- Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982, s. 172.

Yatırımların, uluslararası fonların kullanımıyla finanse edilmesi beraberinde borç alan ve verenin risklerini gündeme getirmektedir. Borç alanın riski, geleceğe ilişkin beklentiler tarafından sübjektif olarak şekillenirken; borç verenin riski gerçekçi olarak sözleşmede yer almaktadır. Her iki risk de ekonomik konjonktüre göre değişmektedir. Aynı zamanda, reel sektörle finans sektörünün bilançolarını büyütme davranışlarının karşılıklı etkileşimi sürecinde bu iki risk birbirini yönlendirmektedir. Minsky, söz konusu bu süreci yaratan unsurun, “yenilik yapma davranışı” olduğunu belirtmekte ve finansman biçimlerindeki değişimin önemine işaret etmektedir. Minsky’ye göre, ister reel sektörden isterse bankacılık sektöründen kaynaklansın, yenilik yapma güdüsü, piyasada tekelleri güç sağlama arzusundan kaynaklanmaktadır.³⁵ Buna göre, ekonomide toplam talebin genişlediği süreçte, reel sektör teknolojik yenilik yapma amacıyla dışsal fon talebini artırırken; bankaların bu duruma kayıtsız kalması, diğer bir ifadeyle kendi kâr maksimizasyonu hedefine uygun davranmaması mümkün değildir. Bu doğrultuda bankaların finansal piyasalarda tekelleri güç elde etme arayışları, finansal yenilikler aracılığıyla ekonomide likit varlık yelpazesini genişleterek bir likidite piramidi oluşumuna yol açmaktadır. Diğer yandan, merkez bankasının, bankalara yönelik rezerv kısıtlamaları sonucunda ortaya çıkan finansal yenilikler, faiz oranları ile karşılıklı etkileşim içine girmekte, birbirlerini beslemekte ve sermaye akımlarına hız kazandırmaktadır.³⁶

1980 öncesi dönemde, uluslararası mal ticaretiyle karşılaştırıldığında, uluslararası sermaye akımları daha sınırlı bir serbestliğe sahip olmuşlardır. Geleneksel anlamda en gelişmiş ülkelerde dahi, sermaye akımları üzerine yoğun kısıtlamaların konulması, olağan bir uygulama olarak görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında hükümetler finansal sektör üzerinde doğrudan kontrole sahip olduklarından kolaylıkla birçok kısıtlama ve kontrol mekanizmasını uygulama şansına sahip olmuşlardır.³⁷ Bir yandan, ekonomik kalkınmayı hızlandırmak için daha büyük yatırımlara gereksinim duyarken, diğer yandan, finansal kaynakların yetersiz olması, bu ülkelerin büyük hacimli yatırım planlarını gerçekleştirebilmelerinin önündeki en büyük engeli oluşturduğundan, uygulanan finansal kısıtlamalar, sağlam maddi temellere dayanmaktaydı. Hükümetler esas olarak, vatandaşlarının tasarruflarını,

³⁵ Minsky, a.g.m., s.173.

³⁶ Minsky, a.g.m., s.173.

³⁷ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s. 483.

riski yüksek girişimlere karşı korumak amacıyla sermaye ihracına müdahale eder görünürken, geri plandaki asıl amaç, ülkeden sermaye çıkışını engelleyerek, sermaye hesabı açıklarının önüne geçmek, ulusal fonların yabancılara kullandırılmasını kısıtlamak ve ulusal üretim tesislerinin yabancılara mülkiyetine geçmesini önlemektir. Ancak, zaman içinde gelişen ekonomilerin ve teknolojik yeniliklerin bir sonucu olarak sermaye hareketleri üzerinde kısıtlayıcı politikalar uygulayabilmek giderek imkansızlaşmıştır.³⁸

1970'lerin başından itibaren meydana gelen gelişmeler, uluslararası finansal akımların hızla genişlemesine neden olmuştur. Bu gelişmeler arasında özellikle üçü, dünya çapında sermaye hareketlerinin çok büyük boyutlara ulaşmasında önemli rol oynamışlardır. Bunlar; Euro-para piyasalarının ortaya çıkması, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve petrol şokudur. Birbirleriyle bağlantılı bu üç gelişmenin etkileri, finansal piyasalarda kontrolün gevşetilmesi (deregülasyon) ve meydana gelen teknolojik gelişmelerle birleştiğinde, uluslararası finansal akımların çok büyük boyutlara ulaşmasına ve finansal piyasaların bütünleşmesine yol açmıştır.³⁹

Uluslararası sermaye akımlarının yaygınlaşması, ekonomik gelişmelerin beklenen bir ürünüdür. Petrol şoku ve devamında gelen küresel stagflasyon olgusuna bağlı olarak, bir uluslararası "borçlanma ekonomisi"nin oluşması, bu bağlamda, ödemeler bilançosu açıklarını birinci öncelikli sorun olarak görmeyen uluslararası bir ekonominin inşası, gelişmiş ülkelerdeki sanayi yatırımlarının ortalama getirisinde yaşanan gerileme ile eş-anlı ortaya çıkmıştır.⁴⁰

1970'lerin ikinci yarısıyla beraber, bir yandan yukarıda belirtilen çeşitli gerekçelerle uluslararası finansal fonlarda yaşanan yoğun büyümenin ve teknolojik gelişmenin beraberinde getirdiği maliyet düşüşü ile kolay ulaşılabilirliğin sermaye akımlarını arttırması, diğer yandan, dünya siyasetinde hakim olan liberal eğilimlerin etkisiyle yaygınlık kazanan serbestleşme girişimlerini özendirme çabaları; finansal

³⁸ Barry Eichengreen, *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System*, New Jersey: Princeton University Press, 1996, ss. 3-5.

³⁹ Ben McLean and Sona Shrestha, "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, No. 2002/03, (January 2002), s. 2.

⁴⁰ Bernard Rosier, *İktisadi Kriz Kuramları*, çev. Nurhan Yentürk, İstanbul: İletişim Yayınları, 1994, s. 109.

merkezlerin, küresel ekonomik bütünleşme eğilimlerini arttırarak, finansal liberalizasyon uygulamalarına yaygınlık kazandırmışlardır.

1.3.FİNANSAL LİBERALİZASYONUN KURAMSAL ÇERÇEVESİ

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının bütünleşmesi ve bu iki ülke grubu arasındaki sermaye hareketlerinin yaygınlaşması, dünya ekonomisindeki yapısal değişimin bir yansımasıdır. Söz konusu bu yapısal değişimin arka planında; serbestleşmeci, uluslararası ticaret ve finansal faaliyetlere piyasa içi çözümler getirmeyi esas alan, bu alanlarda devletin belirleyici ve denetleyici fonksiyonlarını reddeden, fiyat ve miktarın herhangi bir kısıtlamaya tabi olmadan piyasa güçleri tarafından belirlenmesini öngören liberal iktisadi görüş yer almaktadır.

Liberal iktisadi görüş, finansal sistemin, kıt olan sermayeyi, en etkin kullanılacağı biçimde ve rekabet koşullarında paylaşıracağı inancındadır.⁴¹ Liberal iktisadi görüşten esinlenen finansal liberalizasyon yaklaşımının temel savı, hükümetlerin uyguladıkları finansal kısıtlamaların, finansal sistemin gereği gibi işleyişinin önündeki en büyük engel olduğu yönündedir. Çünkü finansal sistem, ekonomik büyümenin başarılması için gereken fiziksel sermaye yatırımlarının gereksinim duyduğu sermaye birikimini; tasarrufların yapısını ve tahsisini yeniden düzenleyerek en etkin şekilde sağlama işlevini ancak piyasa mekanizmalarının hakim kılınması sayesinde gerçekleştirebilecektir.⁴²

Finansal liberalizasyon yaklaşımı doğrultusunda, finansal sistemin beş temel fonksiyonundan söz etmek mümkündür.⁴³

- ii) Kaynakların tahsisini sağlamak.
- ii) Ticareti kolaylaştırmak.
- iii) Risk havuzu oluşturmak yoluyla risk çeşitlendirmesine olanak sağlamak.

⁴¹ Joseph E. Stiglitz, **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, (çev.) Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, İstanbul: Plan B Yayıncılık, Ekim 2002, s.136.

⁴² Robert Mertron and Zvi Bodie, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", **The Global Financial System: A Functional Perspective**, (edt.) Crane B. Dwight, Boston M.A.: Harvard Business School Press, 1995, s. 12.

⁴³ Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, Vol: 35, No: 2, (June 1997), s. 691.

- iv) Tasarruflara hareket yeteneği kazandırarak bireysel tasarruf sahiplerine farklı risk ve getiri oranlı yatırım olanakları sağlamak.
- v) Denetim ve izleme mekanizmaları aracılığıyla sistemin yasal çerçeve içinde sürmesini sağlamak.

Öte yandan, finansal sistem fonksiyonlarının gerektiği gibi işlerlik kazanması için piyasa katılımcılarının, hangi yatırım olanaklarının değer taşıdığı konusunda doğru yargılara sahip olması gerekmektedir. Bu doğrultuda, finansal sisteme dahil piyasa katılımcılarının doğru bilgiye zamanında ulaşmaları esastır.⁴⁴

Finansal liberalizasyon yaklaşımı, finansal sistemin fonksiyonlarını tam anlamıyla gerçekleştirememesinde, hükümetlerin uyguladıkları finansal baskı politikalarının önemli payı olduğu görüşündedir. “Finansal Baskı Politikaları”, finansal piyasalardaki, her türlü kısıtlamayı kapsayacak anlamda kullanılan, özelde negatif reel faiz politikası şeklinde uygulanan iktisat politikalarıdır.⁴⁵ Finansal liberalizasyon teorisine göre, 1950 ve 1960’larda gelişmekte olan ülkelerde uygulanan “finansal baskı politikaları”; tasarrufları azaltmış, finansal aracılık maliyetlerini yükseltmiş ve sermaye kaçışını hızlandırmıştır. Dolayısıyla kaynaklar marjinal verimlilik düzeyi düşük yatırımlarda kullanılmış, tasarruf sahipleri de üretken olmayan fiziksel aktiflere yönelmişlerdir. Finansal baskı politikaları, düşük faiz oranı ve tercihli kredilerle ayrıcalıklı grup yaratırken, bunun dışında kalanları yüksek faizlerin geçerli olduğu kurumsal olmayan piyasalara yöneltmiştir.⁴⁶

Müdahaleci iktisat politikaları, esin kaynağını temelde Keynes’in “likidite teorisi” ve Tobin’in “parasal büyüme modeli”nden almaktadır. Keynes’e göre sabit fiyat seviyesinde, faizler serbest piyasa koşulları altında çok fazla yükselme eğilimindedir. Bu anlamda ekonomik büyümenin sağlanması için gerekli reel sektör yatırımlarının gerçekleştirilebilmesi ancak kabul edilebilir düzeylerdeki faiz oranlarıyla mümkün olacağından, faiz oranlarının kontrolü bir zorunluluktur.

⁴⁴ Frederic S. Mishkin, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies”, *NBER Working Paper*, No: 8087, (January 2001), s. 1.

⁴⁵ Vincente Galbis, “Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach”, *Journal of Development Studies*, Vol: 12, No: 2, 1977, s. 59.

⁴⁶ Oğuz Esen, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı: 145, (Nisan 1998), s. 24.

Tobin'in parasal büyüme modeline göre ise, kişilerin servetlerini para ve değerli maden şeklinde atıl olarak tutmak yerine verimli sermaye mallarına yönlendirmeleri ancak düşük faiz düzeylerinde mümkün olabilmektedir.⁴⁷ Bu teorik gerekçelerle bir çok gelişmekte olan ülke, sermaye birikimini uyarabilmek amacıyla negatif reel faiz politikaları uygulamışlardır. Benzer gerekçelerle, seçici kredi politikaları çerçevesinde, teşvik ve diğer sübvansiyonlar yoluyla geliştirilmesi planlanan sektörlerin gereksinim duyduğu finansman desteği sağlanarak piyasa faiz mekanizmasına müdahalede bulunulmuştur.

Genel çerçevesi itibariyle, finansal baskı politikalarının uygulandığı bir ekonomide, mevduat ve kredi faizleri genellikle reel olarak negatiftir. Uygulanan faiz politikalarının bir sonucu olarak bankalarda tutulan mevduatın getirisi enflasyonun gerisinde kalmaktadır. Bu yüzden kaynaklar bankacılık sektöründen uzaklaşarak, değerli maden ve gayrimenkul gibi üretken olmayan yatırım araçlarına kaymaktadır. Kredi dağıtımında rasyonel kriterler gözetilmemekte, yeni finansal araçların geliştirilmesi için gerekli ortam doğmadığı gibi finansal piyasalara yeni katılımlar sınırlı kalmaktadır.⁴⁸

Finansal baskı politikalarının diğer bir boyutu, sermaye hareketleri üzerine getirilen kısıtlamalardır. Yerel finansal kurumların dışsal işlemlerine ve yabancı finansal kurumların yerel işlemlerine getirilen sınırlamalar finansal baskı politikalarının yaygın olarak kullanılan araçlarıdır. Uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlamada en yaygın uygulanan yöntemler ise; döviz kontrolleri ve miktar kısıtlamalarıdır.⁴⁹

Finansal baskı uygulamalarının, finansal piyasalarda yol açtığı olumsuzlukları Vincente Galbis aşağıdaki gibi sıralamaktadır:⁵⁰

- i) Finansal baskı, yatırımcıları kurumsal finansal sistemden (bankacılık sistemi) uzaklaştırarak, yatırımları için oto-finance yöntemini veya

⁴⁷ Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s. 92.

⁴⁸ Galbis, a.g.m., s. 59.

⁴⁹ Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s. 40.

⁵⁰ Galbis, a.g.m., ss. 59-62.

kurumsal olmayan finansman piyasalarını tercih etmelerine yol açarak yatırımların etkinliğini düşürücü etkide bulunmaktadır.

- ii) Finansal baskının olumsuzluklarından kaçınma arayışı, kurumsallaşmamış (informal) finansal aracılığın ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Belirtilen faaliyet türleri ve aracılık hizmetleri, piyasaların bölünmüşlüğü, işlem maliyetini ve risklerini artırmak gibi nedenlerle etkinlikten uzak kalmaktadırlar.
- iii) Finansal baskı uygulamaları, sermaye akımlarının serbestleştirildiği ortamlarda uluslararası finansal aracılığın yaygınlaşması ile sonuçlanmaktadır. Bu gelişme, sermaye hareketlerinin istikrarsızlaştığı durumlarda ekonominin genel işleyişi üzerinde olumsuz etkilere yol açmaktadır.

Finansal baskı yaklaşımı, birbirinden bağımsız ve eş anlı olarak McKinnon ve Shaw isimli iki iktisatçının 1973 yılında gerçekleştirdikleri çalışmalarında ortaya koydukları “Finansal Baskı Analizi (Financial Repression Analysis-FRA)” ile şekil bulduğundan genellikle “McKinnon-Shaw Modeli” olarak isimlendirilmektedir.

Finansal baskı yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde yatırımları sınırlayan temel faktör, sermayenin marjinal verimliliği nedeniyle kârlı yatırım alanlarının kıtlığı değil, tasarruf miktarının ve ödünç verilebilir fon arzının düşüklüğüdür. Böyle olunca tasarruf miktarının ve fon arzının artırılması için, pozitif reel faiz politikasının uygulanması, fon kısıtını ortadan kaldıracağından, yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi teşvik edebilecektir. Bu nedenle, iktisat politikaları tasarrufları cazip kılıp, artırmaya yönelik oluşturulmalıdır.⁵¹

McKinnon ve Shaw’un, hükümetlerin uyguladıkları finansal baskı politikalarının tasarrufları ve dolayısıyla yatırımlar için gerekli fonların oluşumunu kısıtladığı, böylece ekonomik büyümenin gerçekleştirilemediği tezinden hareketle oluşturdukları modelleri, finansal liberalizasyonla ilgili teorik tartışmalarda öncülük görevi

⁵¹ Ronald I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C.: The Brooking Institution, 1973, s.55.

üstlenmiş; Kapur, Galbis ve Mathieson yaptıkları çalışmalarla finansal liberalizasyon yaklaşımına katkıda bulunmuşlardır.⁵²

McKinnon ve Shaw'a göre, negatif reel faiz uygulamaları gibi finansal baskıyı teşvik eden politikalar, ekonomideki tasarruf eğilimini düşürmektedir. Finansal liberalizasyon sonunda gerçekleşen pozitif reel faiz oranları hanehalkının tasarruf eğilimini arttırmaktadır. McKinnon-Shaw hipotezinde finansal aracılık hizmetleri ile reel faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu vurgulanmaktadır. Reel faiz oranları rekabet edilebilir düzeyin altına düştüğünde, finansal baskıdan söz edilmektedir. Yüksek reel faiz oranları, finansal tasarrufları ve finansal aracılık hizmetlerini teşvik etmekte ve bundan dolayı özel sektöre yönelik krediler artmaktadır. Bu durum, dolaylı olarak yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Bu bağlamda, McKinnon-Shaw hipotezinde vurgulanan temel husus, reel faiz oranlarının tasarruflar üzerindeki miktar etkisidir. Ekonomide başlangıçta uygulanan faiz oranlarının yükselmesi, tasarruf ve yatırımları arttıracaktır. Öte yandan, yükselen reel faiz oranları, daha önceki faiz oranından gerçekleştirilmesi anlamlı olan yatırımları artık kârlı olmaktan çıkaracaktır. Bu doğrultuda kârlılık oranı daha yüksek yatırımlar tercih edileceğinden, toplam yatırımların ortalama getirisi ve kaynak dağılımının etkinliği artacaktır. Bu süreç, tasarruf sahiplerinin gelirini ve yatırımların verimliliğini artırırken aynı zamanda ekonomik büyüme hızını yükseltecektir.⁵³

McKinnon-Shaw finansal liberalizasyon yaklaşımı, finansal piyasaların etkin çalıştığı öngörüsünden hareketle, finansal liberalizasyonun, kısa dönemde artışına

⁵²Ronald I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C.: The Brooking Institution, 1973; Edward. S. Shaw, **Financial Deepening in Economic Development**, New York: Oxford University Press, 1973; Vincente Galbis, "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach", **Journal of Development Studies**, Vol. 12, No. 2, 1977, ss. 58-72; Basant Kumar Kapur, "Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies", **Journal of Political Economy**, Vol. 84, No. 4, 1976, ss. 777-795; Basant Kumar Kapur, "Optimal Financial and Foreign Exchange Liberalization of Less Developed Economies", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 98, 1983, ss. 41-62; Donald J. Mathieson, "Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", **IMF Staff Paper**, No. 26, 1979; Donald J. Mathieson, "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", **Journal of Development Economics**, Vol. 7, No. 3, 1980, ss. 359-395.

⁵³ Jose De Gregorio and Pablo E. Guidotti, "Financial Development and Economic Growth", **World Development**, Vol: 23, No: 3, 1999, ss. 436-437.

neden olacağı faiz oranlarının, tasarrufların etkin dağılımını düzenleyerek uzun dönemde ülkeler arasında eşitleneceğini varsaymaktadır.⁵⁴

McKinnon oluşturduğu modelde, özkaynaklar ile finanse edilen yatırımlar ve mevduat faiz oranı arasındaki ilişki üzerinde yoğunlaşırken, Shaw finansal derinleşme, finansal aracılık hizmetleri ve yatırımların firma dışı kaynaklarla finansmanı noktasından hareketle modelini oluşturmuştur.

McKinnon'un finansal liberalizasyon yaklaşımında temel değişken tasarruftur. Reel pozitif faiz politikası yoluyla öncelikli olarak tasarrufları, dolayısıyla yatırım ve büyümeyi arttırmak olanak dahilinde olabilmektedir. Finansal liberalizasyon sonucunda faizlerin artması, tasarrufları üretken olmayan aktiflerden, bankacılık sektörüne yönlendirerek daha verimli alanlarda kullanılmasını sağlayacaktır. Bunun sonucu ise daha fazla yatırım ve daha hızlı ekonomik büyümeye ulaşılacaktır.⁵⁵

McKinnon'a göre özellikle gelişmekte olan ülkelerde, para ve sermaye malları ikameden ziyade tamamlayıcı özelliğe sahip olduklarından, diğer bir ifadeyle, para yalnızca işlem güdüsüyle elde tutulmadığından, reel pozitif faiz oranlarının arttıracığı reel balans talebi ile tasarruflar, yatırımları ve ekonomik büyümeyi arttıracaktır.⁵⁶

McKinnon'un oluşturduğu modelde, fiziki sermayenin ortalama getirisindeki artış ve bunun bir sonucu olarak yatırım talebindeki bir genişlemenin para talebini arttıracığı; benzer bir mekanizma ile enflasyon oranındaki bir azalışın, mevduat faizlerindeki bir artışın veya finansal aracılık hizmetlerinde ortaya çıkabilecek gelişmelerin yol açacağı para talebi artışlarının, fiziki sermaye talebini arttıracığı öngörülmektedir.⁵⁷

Shaw, izlenen finansal politikaların gelişmekte olan ülkelerde neden olacağı etkileri ortaya koyduğu modelinde, mevduat faizlerinin ve finansal derinleşmenin

⁵⁴ McKinnon, a.g.e., s. 55.

⁵⁵ McKinnon, a.g.e., s. 55.

⁵⁶ McKinnon, a.g.e., s. 56.

⁵⁷ McKinnon, a.g.e., ss. 59-60.

önemine vurgu yapmıştır. Neo-klasik büyüme modellerine getirdiği en çarpıcı eleştiri, reel para balanslarının toplum için servet olarak değerlendirilmesi noktasında olmuştur. Shaw'un modelinde para içsel olarak tanımlanmış ve böylece toplum için servet olma niteliğini yitirmiştir. Bu doğrultuda, iktisadi birimler parayı bir servet saklama aracı olarak ellerinde tutma eğiliminde olmayacaklarından dolayı, paranın fiziki sermaye ile ikame olma özelliği söz konusu değildir. Diğer bir ifadeyle, para talebi artışları yatırım talebini daraltmamaktadır.⁵⁸

Shaw'un modelinde, para talebi artışları veya elde tutulan reel balans miktarının artması bir tür tasarruf olarak değerlendirilmiş ve firmaların yatırım finansmanında özkaynaklara başvurmadıkları varsayımı doğrultusunda, ekonomideki tüm tasarruflar, finansal araçlar tarafından yatırımlara yönlendirilmektedir. Bu varsayımlar altında Shaw, reel para talebinin ve finansal derinliğin arttığı bir ekonomide, yatırımların ve dolayısıyla gelirin artacağını öngörmüştür.⁵⁹

Shaw'a göre, iktisadi birimler artan reel faizlerin etkisiyle tasarruflarını artırma eğilimine girerken, finansal liberalizasyonla beraber ticari liberalizasyonun etkisiyle ortaya çıkan yeni yatırım olanakları, kendi kendini finanse etmek amacıyla tasarrufları teşvik edecektir.⁶⁰

Ekonomide finansal liberalizasyon ile tasarrufların getirisi artacağından; tasarrufların tahsisi düzelecek, bu şekilde sermaye donanımı ile emeğin ikamesi ortadan kalkacağından, gelir dağılımı adaletinin sağlanması ulaşılabilir bir hedef olacaktır.⁶¹

Sonuç olarak, McKinnon ve Shaw'un ortaya koyduğu finansal liberalizasyon yaklaşımının temel özelliklerini şu şekilde sıralayabilmek mümkündür:

- i) Kredi ve faiz mekanizmasına müdahale ederek, sektör tercihi ve yatırım yönlendirmesi uygulamalarının yürürlükten kaldırılması.
- ii) Finans piyasalarında yeni katılımcıların önündeki engellerin kaldırılması.

⁵⁸ Edward. S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973, ss. 52-53.

⁵⁹ Shaw, a.g.e., s. 61.

⁶⁰ Shaw, a.g.e., s. 72.

⁶¹ Shaw, a.g.e., s. 121.

- iii) Ulusal paraların kovertibl hale getirilmesi ve ülke içinde yabancı paralarla işlem yapılabilmesinin sağlanması.
- iv) Yurtiçi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.

Finansal liberalizasyon kuramı çerçevesinde; uluslararası finansal piyasaların etkin çalıştığı varsayımından hareketle, finansal liberalizasyonun başlangıç evresinde artan faiz oranlarının, finansal sistemin, fonların etkin dağılımını gerçekleştirmesi sayesinde, yatırımların getirilerinin küresel anlamda eşitlenerek, faiz oranlarının düşeceği öngörülmüştür.⁶² Ne var ki, kısa vadeli sermaye akımları ve finansal piyasaların özellikle gelişmekte olan ülkelerde etkin faaliyet gösterememeleri sonucu, 1990'ların başında, McKinnon ve diğer neo-klasik iktisatçılar, yüksek faiz oranlarının, finansal ve makroekonomik istikrarsızlığa olan etkilerini tartışmaya açmışlardır.

Bu doğrultuda, mal ve finans piyasalarının uyum hızları farklı iken, psikolojik etkilenme derecesi yüksek finansal piyasaların, mal piyasaları ile aynı tarzda ve hızda serbestleştirilemeyeceği görüşü ön plana çıkmıştır. Bu ikinci en iyi stratejisi, finansal liberalizasyon programının, uyum sıralaması sorununa dönüşmesini getirmiştir. Sonuç itibariyle, finansal reformlardan önce, reel sektör reformlarının yapılması gerektiği ve serbestleşmenin ilk aşamalarında ekonomiyi finansal istikrarsızlıklardan korumak amacıyla, sınırlı bir piyasa müdahalesinin gerektiği ileri sürülmüştür.⁶³ Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde peşi sıra yaşanan finansal krizler sonrasında, finansal liberalizasyon teorisinin mimarlarından McKinnon, söz konusu ülkelerin, uygulamaya son verdikleri müdahaleci politikaların boşluğunu dolduracak uygun iç mali ve parasal kontrolleri yeterince devreye sokamadığı görüşünü ileri sürmüştür.⁶⁴

⁶² McKinnon, a.g.e., s. 56.

⁶³ Ronald I. McKinnon, "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks", *Stanford University, Department of Economics, Working Papers*, No. 98004, (February 1998), s. 25.

⁶⁴ Ronald I. McKinnon and Huw Pill, "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, May 1997, s.190

McKinnon, düzenli bir finansal liberalizasyon programında, reform sıralamasının şu şekilde gerçekleşmesini önermektedir:⁶⁵

- i) Mali disiplin sağlanmalı ve bu kesinlikle finansal liberalizasyona geçmeden önce olmalıdır.
- ii) Ulusal sermaye piyasaları dışa açık hale getirilmeli, pozitif reel faiz oranlarına işlerlik kazandırılmalıdır. Bankaların ve diğer finansal kuruluşların deregülasyon temposu, hükümetlerin makroekonomik istikrarı sağlama çabalarına itici güç sağlamalıdır. Fiyat istikrarı sağlanamazsa, reel faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek beklenmedik dalgalanmalar, üzerinde kısıtlama bulunmayan faaliyetleri çok riskli kılacaktır.
- iii) Finansal işlemlerin serbestleştirilmesindeki uygun adımların tespit edilmesi gerekmektedir. Dış ticaret politikasını mantıklı kılmak için, döviz kuru işlemlerinin mutlaka tam kovertibl hale getirilmesi gerekmektedir. Bu noktada çok katı ve çok gevşek kur rejimlerinin doğurabileceği sakıncalara ayrıca özen gösterilmelidir.
- iv) Uluslararası sermaye hareketlerine izin verilmelidir. Sermaye hareketlerine tam serbestlik tanınmadan önce, ulusal sermaye piyasalarının, denge faiz oranı üzerinden düzenli faaliyette bulunması sağlanmalıdır. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği bir ortamda özellikle enflasyon kontrol altında tutulmalı ki, ulusal paranın gerçek değerinden sapması ve paranın devalüe edilmesi gibi zorunluluklarla karşılaşılmasın.

Yukarıda kuramsal çerçevesi çizilen finansal liberalizasyon yaklaşımının öncülerinden McKinnon, teori ile uygulama arasındaki olası çelişkilerin çözümlenmesi için, finansal liberalizasyon uygulamasının “yol haritasını” bu şekilde ortaya koymuştur. Finansal liberalizasyon politikaları, 1980 sonrası dönemde bir çok ülkede uygulanma şansı bulmuştur.

⁶⁵ Ronald I. McKinnon and Huw Pill, “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol: 15, No: 3, 1999, s. 23.

1.4.FİNANSAL LİBERALİZASYON UYGULAMASININ FİNANSAL SİSTEMDEKİ SONUÇLARI

Liberal iktisadi eğilimlerin hakim olduğu 1980 ve sonrası dönem esas itibarıyla, devletlerin ekonomideki faaliyetlerini en aza indirmeye çalıştıkları bir sürece tanıklık etmiştir. Buna paralel olarak da, finansal piyasalarda, uluslararası sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamalar kaldırılmış, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki kısıtlamalar en aza indirilmiş, piyasaya giriş ve çıkışlar daha serbest hale gelmiş ve finansal piyasaların alt bölümleri arasındaki kısıtlamalar gevşeyerek finansal kurumların daha geniş bir yelpazede işlem yapmaları mümkün olmuştur.

Uluslararası bütünleşme sürecine paralel olarak özellikle 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarındaki yabancı yatırımcıların payı artmıştır. Aynı zamanda, yabancı yatırımların genellikle kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmesi, finansal sistem içindeki kurumsal yatırımcıların sayısını ve işlem hacmini önemli oranda artırmıştır. Bu doğrultuda, türev piyasaların önem ve ağırlık kazanması beraberinde yeni finansal araçların geliştirilmesi sonucunu doğurmuştur.⁶⁶

1.4.1.Finansal Yenilikler

Finansal sistemin serbestlik kazanması ve küreselleşmesi, yeni finansal araçları gündeme getirdiği gibi, uygulamada kullanılan finansal araçlara da yeni fonksiyonlar yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler; piyasalarda, ürünlerde, hizmetlerde ve teknolojiye ortaya çıkmıştır. Dünyada paranın veya diğer finansal varlıkların kullanılabilirdiği 150'nin üzerinde finansal araç geliştirilmiştir.⁶⁷

Finansal yenilik, finansal piyasaların tam olmaması ve/veya finansal aracılığın etkin olmaması sonucu doğan kâr elde etme olanaklarından yararlanmak için ortaya çıkan bir ürün ya da süreç olarak tanımlanabilir. Finansal yeniliklerin ürün olarak

⁶⁶ Hakan Baştürk, "Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Araştırma Raporu, No. XIV-9/75-4, Nisan 1999, s. 12.

⁶⁷ Charles Lucas, "Financial Innovation", **IMF: Current Legal Issues Affecting Central Banks**, ed. Robert C. Effors, Vol: 2, 1994, s. 179.

ortaya çıktığı durumlarda, ana faktör enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler olmaktadır. Süreç olarak ortaya çıkan finansal yeniliklerde ise belirleyici faktör teknolojik gelişme olmaktadır. Finansal piyasalarda son yıllarda gözlenen; hayat sigortası, faiz ve döviz swapları, para piyasası yatırım hesapları, faiz oranı ve hisse senedi endeksli futures piyasaları ürün olarak ortaya çıkan finansal yeniliklere örnek olarak verilebilir. Aynı dönemde süreç olarak ortaya çıkan yenilikler için ise; otomatik para çekme makineleri, nokta satış terminalleri, kişisel bilgisayarlarla yapılan finansal işlemler ve elektronik fon transferi sistemi örnek olarak verilebilir.⁶⁸

Ortaya çıkışları itibariyle riskleri önlemek, piyasa katılımcılarını; döviz kurunda, faiz oranında ve mal fiyatlarında meydana gelebilecek risklerden korumak gibi amaçlarla oluşturulmuş olan çok çeşitli finansal yenilikler, finansal küreselleşmeye de hız kazandırmıştır.⁶⁹

Finansal yeniliklerin hızla artmış olması genelde birbirleriyle ilişkili dört temel faktörden kaynaklanmıştır:⁷⁰

- i) Enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı.
- ii) Düzenleyici ortamdaki değişiklikler.
- iii) Teknolojideki gelişmeler.
- iv) Piyasa koşullarındaki değişiklikler.

i). Enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı; Bretton Woods sisteminin yıkılışı sonrası ortaya çıkan faiz ve enflasyon oranlarındaki hızlı dalgalanma, mevcut yatırım araçlarının yeniden değerlendirilmesi sonucunu doğurmuş ve karşılaşılan riskleri en aza indirmek için yeni finansal ürünler geliştirilmiştir. Bu doğrultuda öne çıkan finansal yenilikler şunlardır:⁷¹

- i) Değişken oranlı borçlanma araçlarının oluşturulması.
- ii) Vadeli finansal işlem piyasalarının oluşturulması.
- iii) Borç araçları için “options” piyasalarının oluşturulması.

⁶⁸ Cafer Kaplan, “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, TCMB, Tartışma Tebliği No. 9910, (Nisan 1999), s. 2.

⁶⁹ Merton H. Miller, **Financial Innovations and Market Volatility**, Cambridge: Blackwell Publishers, 1992, s. 12.

⁷⁰ Çiğdem İzgi Koğar, “Financial Innovations and Monetary Control”, **The Central Bank of Republic of Turkey, Discussion Paper No. 9515**, (May 1995), s. 7.

⁷¹ Kaplan, a.g.m., ss. 4-5.

ii). Düzenleyici ortamdaki değişiklikler; Yapılan yasal düzenlemeler, kar oranlarının azalması sonucunu doğurduğu zaman yatırımcılar, bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla finansal yenilik arayışına girişmişlerdir. Örneğin, finansal araçların vergi sonrası getirileri, vergi yasalarından etkilendiği zaman, mevcut yatırım araçlarını yeni düzenlemelere uyumlaştıran, ek vergi yükünden kurtaran B tipi yatırım fonları gibi yeni finansal ürünler ortaya çıkmıştır.

Bankacılık sektörü en yoğun düzenlemelerin yapıldığı sektörlerden birisi olması nedeniyle, yeniliklerin de en yoğun gözlendiği sektör olmuştur. Yasal düzenlemeler sonucu yeni finansal ürünler ortaya çıktığı gibi, finansal yeniliklere karşı da yeni yasal düzenlemeler yapılmıştır.⁷²

Öte yandan, finansal liberalizasyon ile çeşitli piyasalara girişteki engellerin kaldırılmış olması, yatırımcıların bu yeni piyasalara girmelerine olanak sağlayarak, yeni finansal ürünlere ulaşmalarına yol açmıştır.

iii). Teknolojideki gelişmeler; Teknolojideki gelişmeler, finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına yol açmış ve bunların hizmete sunulmasını kolaylaştırmıştır. Teknolojik gelişme, finansal işlemlerin ve hizmetlerin hızını artırmış, maliyetlerini düşürmüş, yatırımcıların yeni alanlara girmelerini kolaylaştırmış ve daha fazla kar olanağı yaratmıştır.

Teknolojik ilerleme öncelikle 24 saat işlem yapılabilmesini mümkün kılan bir iletişim ağını ortaya çıkarmıştır. Bu ağ sayesinde dünyanın en büyük finans merkezleri olan New York, Londra, Tokyo üçgeninde mali işlemler kesintisiz olarak yapılabilir hale gelmiştir. Bu gelişmenin en önemli sonuçlarından biri, gerek kurumsal, gerekse bireysel yatırımcıların dış piyasalarda, geniş bir yelpaze içinde risk çeşitlendirmesi yapabilecekleri yatırım portföyüne sahip olabilmeleridir.

Bilgi işlem ağının finans piyasalarına girmesi, bilgiye ulaşma ve işlem yapma sürecini kısaltarak, yatırım fonlarının akışkanlığını büyük ölçüde artırmış ve bir dizi

⁷² Kaplan, a.g.m., s. 5; İzgi Koğar, a.g.m., s. 7.

yeni finansal ürünün yaratılmasını sağlamıştır. Teknolojik gelişme ile ortaya çıkan finansal yeniliklere üç örnek verilebilir. Bunlar; kredi kartları, menkul kıymetleştirme ve finansal piyasaların uluslararasılaşmasıdır.⁷³

iv). Piyasa koşullarındaki değişiklikler; Piyasa koşullarının genişleme eğilimi içinde olduğu, diğer bir ifadeyle ekonominin büyüdüğü dönemlerde finansal kurumlar, yeni fikirleri uygulamaya sokma konusunda daha istekli olmaktadır. Özellikle 1970'lerde uluslararası bankacılık alanında ortaya çıkan finansal yenilikler, OPEC üyelerinin elde ettiği büyük hacimli petrol karlarının yarattığı uluslararası finansal fonların artışından kaynaklanmıştır.

1980 sonrası dönemde ise; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımların getirileri arasındaki farklılıklardan yararlanmak, uluslararası piyasalara daha kolay ulaşmak ve yatırım maliyetlerini düşürmek gibi amaçlarla gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında görülen önemli artışlar beraberinde finansal yenilikleri de getirmiştir.

Finansal liberalizasyon uygulamasının beklenen sonuçlarından biri, yeni piyasaların ve finansal araçların oluşmasıdır. Finansal liberalizasyon kuramı açısından bu yeniliklerin; tasarrufları teşvik ederken, oluşacak fonları reel sektör yatırımlarına yönlendirmesi beklenmektedir. Başka bir deyişle, finansal yenilikler bir anlamda ekonomik büyümenin de ön koşuludur. Ancak uygulamada finansal yenilikler, finansal varlık fiyatlarındaki değişimlerden kar elde etme amacıyla olan, kısa vadeli işlemleri kolaylaştırmıştır. Finansal liberalizasyona tabi tutulmuş piyasaların en önemli özelliği aşırı likit olmasıdır. Bu yüksek likidite sayesinde, fazla likit olmayan reel sektör yatırımları bile çok kısa vadelerde el değiştiren finansal varlıklara dönüşebilmişlerdir.⁷⁴

Finansal yeniliklerdeki artış; para arzı, para talebi ve aktarım mekanizmasında da değişiklikler yaratmış, para arzı tanımları değişmiştir. Özellikle döviz cinsi yatırım araçlarının yaygınlaşması, para ikamesi olgusuna ve para arzı üzerinde ulusal merkez

⁷³İzgi Koğar, a.g.m., s. 7.

⁷⁴Ilene Grabel, "Fast Money, Noisy Growth: A Noise-Led Theory of Development", *Review of Radical Political Economics*, Vol: 25, No: 1, 1993, s. 8.

bankalarının kontrol gücünün zayıflamasına yol açmıştır. Finansal alanda ikincil piyasaların ortaya çıkması ve hızla gelişmesi ile vadelerin kısalması, likiditeye göre para arzı sınırlarını belirlemede güçlükler yaratmıştır. Finansal yenilikler, rezerv çarpanları ve para arzı üzerinde artırıcı bir etki yaparak hükümetlerin para politikası uygulamalarında güçlükler yol açmış, parasal istikrarsızlığı arttırmış ve para talebi tahminini güçleştirmiştir.⁷⁵

Finansal yeniliklerin piyasalar üzerindeki diğer bir etkisi, finansal piyasaların derinleşme ve genişlemesine yardımcı olması yönünde gerçekleşmiştir. 1970'lerden sonra ortaya çıkan yeni dönemde; finansal yeniliklerin de etkisiyle mevcut piyasalar hızlı bir şekilde büyüyüp derinlikleri artarken aynı zamanda yeni piyasaların oluşumuna zemin hazırlayarak finansal sistemin bir bütün olarak derinleşmesine yol açmıştır.⁷⁶

1.4.2. Finansal Derinleşme

Finansal derinleşme, ekonomideki finansal yenilik sürecinde tasarrufları yatırımlara dönüştüren kanalların yaygınlaşmasını ifade eder. Finansal liberalizasyon kuramına göre, finansal derinleşme sonucunda finansal varlıkların ulusal gelire oranı artacak ve bu varlıkların vade yapıları uzayacaktır. Yükselen faiz oranları, tasarrufları arttırırken, vadelerin uzaması ve çeşitlilik yatırımcılara daha çok seçenek sunarak, yatırımı teşvik edecektir.⁷⁷

Finansal piyasaların gelişmişliği, ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme düzeyi ile ölçülmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliğini bu niteliği ile ölçen ve derinleşme göstergesi olarak adlandırılan ölçüm ise finansal varlıkların GSMH'ye oranı ile, M2Y para arzı büyüklüğünün GSMH'ye oranıdır.⁷⁸

Finansal liberalizasyon sonucu, finansal aracılık hizmetleri yaygınlaşmıştır. Bu doğrultuda, bankacılık sektörü dışında finansal aracılık işlemi yapan birçok kurum

⁷⁵ Kaplan, a.g.m., s.13.

⁷⁶ İzgi Koğar, a.g.m. , ss. 7-8.

⁷⁷ Shaw, a.g.e. s. 9.

⁷⁸ Suna Oksay, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", **Öneri**, (Haziran 2000), s.2.

ortaya çıkmıştır. Bu durum finans piyasalarında derinleşmeyi beraberinde getirmiştir. Portföy yatırımı şeklindeki uluslararası sermaye akımlarının artması nedeniyle uluslararası finansal sistemde banka dışı finansal kurumların önemi artmıştır.⁷⁹ Finansal derinleşme sonucu banka-dışı finansal kurumların çoğalması ile piyasalar daha rekabetçi bir düzene girmişlerdir. Gelişmiş ülkelerde, banka-dışı kurumsal yatırımcıların kontrol ettikleri fon hacmi 1980’de 2 trilyon dolardan, 1995’te 20 trilyon dolara yükselmiştir.⁸⁰

Finansal liberalizasyon uygulamasının öngördüğü, finansal piyasalardaki değişim sürecinin aşamaları, gelişmişlik düzeyleri ve yönetsel koşulları farklılık gösteren ülkeler için aynı değildir. Diğer bir ifadeyle, finansal liberalizasyon süreci, farklı ülkelerde, farklı sorunlarla karşılaşmaktadır. Finansal liberalizasyon, tasarruf ve yatırımları sektörler arasında yeniden dağıtarak finansal derinleşme sağlamasına rağmen aynı zamanda spekülasyon olanakları yaratarak tasarrufların kötüye kullanımına yol açmak suretiyle olumsuzları da beraberinde taşıyabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, finansal liberalizasyon aracılığıyla gerçekleştirilen finansal derinleşme aynı zamanda kamu ve reel sektörün finansman sorunlarını daha da kötüleştirici özellikleri bünyesinde barındırabilmektedir.⁸¹

Gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasalar, idari ve hukuki açıdan sağlıklı düzenlemelere sahip, kurumsal yapıları belirli bir olgunluğa ulaşmış durumdadırlar. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile finansal derinliğin artması ve bunun üretim süreçlerine yansımaları arasında beklenen nedensellik ilişkisi gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, bu ilişkilerin gelişmiş ülkelerdeki netlikte oluşamadığı görülmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde, çoğunlukla kurumsal yapılar henüz şekillenme sürecini tamamlayamamıştır. Özellikle finansal piyasalara dönük idari ve hukuksal altyapı yeterli olgunluğa erişememiştir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerini serbestleştirmeye yönelik hareketler, spekülatif sermaye akımları ve

⁷⁹ Oksay, a.g.m., s.2.

⁸⁰ World Bank, *Entering the 21st Century, World Development Report 1999/2000*, New York: Oxford University Press, 2000, ss. 70-71.

⁸¹ Yılmaz Akyüz, “Financial Liberalization: The Key Issues”, *UNCTAD Discussion Papers*, No: 56, 1993, s. 6.

uygulanan sıcak para politikaları nedeniyle, istenilen sonucu vermemekte ve finansal piyasaları kırılğan hale getirebilmektedir.⁸²

Finansal derinleşme, ekonomiler için uzun dönemde olumlu bir gelişme niteliği taşıırken, kısa dönemde meydana gelen kredi patlamasının yol açacağı gerekli bilgi kaynaklarına ulaşma güçlüğü, sistemin uzun dönemde kırılğanlığını arttırmaktadır. Bütün bunların sonucunda, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların belirli bir derinlik kazandığı görülse bile, kendisinden beklenen işlevleri yerine getiremediği ve kısa vadeli, spekülâtif bir niteliğe büründüğü gözlenmektedir. Nitekim 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler bu durumun bir kanıtı niteliğindedir.

McKinnon ve Shaw'un ana çerçevesini oluşturduğu finansal liberalizasyon yaklaşımı, 1970'lerden itibaren birçok ülkede uygulama alanı bulmuştur. Finansal liberalizasyon programları, gelişmekte olan ülkelerde, yatırım ve tasarruf davranışlarını, kuramsal beklentilerin tersi yönünde, yapısal olarak değiştirmiştir. Özellikle, finansal liberalizasyon ile birlikte öngörülere uygun olarak yükselen faiz oranları, tasarruf ve sabit sermaye yatırımlarını uyarmada başarısız olurken, kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerini arttırarak özellikle gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik yapılarında önemli sorunlar yaratmış, iç ve dış borçlar yüksek düzeylere çıkmış, finansal sistemlerin kırılğanlaşmasına yol açmıştır. 1980'lerin ortasından itibaren serbestleşmeye tabi tutulan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları, dönemsel olarak kriz sürecine girerken, hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etme gereğini duyarak finansal liberalizasyon hipotezinin teorik temellerini aldığı liberal iktisadi yaklaşıma ters düşen uygulamalar gerçekleştirmişlerdir.⁸³

Bu doğrultuda, finansal liberalizasyon uygulamalarının, finansal sistemler üzerinde, finansal yeniliklerin ve derinleşmenin sağlanması şeklinde olumlu etkilerinin yanında, finansal sistemlerin kırılğanlığını arttırmak ve makroekonomik

⁸² Yılmaz Akyüz, "Managing Financial Instability and Shocks", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 219, (Haziran 2004), s. 7.

⁸³ Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 145, (Nisan, 1998), s. 25.

temelleri kötüleştirmek suretiyle finansal krizlere yol açmak gibi olumsuz etkileri de söz konusudur.

1.4.3.Finansal Krizler

Finansal krizler, reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasalardaki çöküşlerdir. Banka veya banka-dışı finansal kesimdeki firmaların borç problemlerini içerir. Bazen bankacılık kesimine ilişkin bir ödeyememe durumundan kaynaklanabilirken bazen de sistem dışı bir gelişme sonucu bankacılık krizine giden yolu açabilir ve çoğunlukla aktif fiyatlarında bir çöküşle belirginleşir.⁸⁴

Finansal kriz kavramı ile genellikle, bankacılık sektörü krizi ve/veya ulusal paranın aniden (sermaye akımlarının yurtdışına yönelmesi ile birlikte), yabancı paralar karşısında yaşadığı büyük değer kaybından kaynaklanan bunalım anlaşılmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde, mali sistemin büyük bir kısmını oluşturan bankacılık sektöründe, toplam öz kaynakların tümüne yakın bir kısmının negatif değere dönüştüğü durumlar bir kriz olarak nitelenebilmektedir.⁸⁵

Mishkin, asimetrik bilgi probleminden hareketle finansal krizi şu şekilde tanımlamaktadır. “Finansal kriz, yanlış seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin yaygınlaşarak finansal piyasaların işleyişini bozmaları sonucu, finansal piyasaların üretken yatırım olanaklarına sahip birey ve firmalara fonlarını etkin bir şekilde aktaramaması durumudur”.⁸⁶

Kriz sürecine dahil olan ülkelerin sergiledikleri temel ortak özellikler; finansal liberalizasyon uygulamalarına geçmiş ve krize girdikleri süreçte sabit döviz kuruna

⁸⁴ Turan Yay, Gülşün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz (haz.), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No: 2001-47, Aralık 2001, s.21.

⁸⁵ Merih Celasun, “Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001”, **Doğu Batı Dergisi**, Yıl: 4, Sayı: 17, (Kasım-Aralık-Ocak 2001-02), s.168.

⁸⁶ Mishkin, a.g.m., s. 3.

dayalı bir politika izliyor olmalarıdır. Bu bağlamda, finansal krizlerin nedenleri üzerine yapılan tartışmalarda genelde dört temel probleme odaklanılmaktadır.⁸⁷

- i) Ulusal finansal sistemlerin zayıflıkları.
- ii) Uygun olmayan borçlanma ve kredilendirme uygulamaları.
- iii) Uyumsuz makroekonomi ve döviz kuru politikaları.
- iv) Piyasalarda likidite darlığı ve güven probleminin yarattığı zorluklar.

Finansal kriz tanımlarının farklı şekillerde yapıyor olmasına rağmen, finansal krizle ilgili en genel sınıflama şu şekildedir; ödemeler dengesi ve döviz krizleri “para krizi” adı altında değerlendirilmekte; bankacılık ve finansal kesim krizleri ise “bankacılık krizi” olarak isimlendirilmektedir.⁸⁸ Bu doğrultuda, finansal kriz ana başlığı altında yer alan ve karşılıklı etkileşim içinde bulunan para ve bankacılık krizlerini tanımlamak anlam ifade etmektedir.

Para krizleri: Para krizleri, döviz kurunda hızlı bir hareket ve sermaye akımında ani bir değişmeyi içerir. Para krizi, ülke parasının değeri üzerine yönelen spekülasyon bir atak sonucu kaçınılmaz hale gelen bir devalüasyonla veya ulusal otoritelerin uluslararası rezervleri ve faiz oranlarını kullanarak ülke parasını savundukları durumda ortaya çıkmaktadır. Ödemeler bilançosu krizleri olarak da isimlendirilen para krizlerinin en net göstergesi, spekülasyonların döviz talebi olan yoğun atakları sonucu döviz rezervlerinde yaşanan ciddi azalışlardır. Para krizlerini, yatırımcıların bireysel çıkarlarını maksimize etme çabalarının doğal bir sonucu olarak da değerlendirmek mümkündür.⁸⁹

Temel makroekonomik bozukluklar ile sabit kur ya da “enflasyon oranı kadar döviz kuru artışı” politikası arasındaki uyumsuzluklar para krizlerine neden olmaktadır. Örneğin, kamu açıklarının merkez bankası kaynakları ile finanse edilmesi sonucu ortaya çıkan likidite genişlemesi, döviz talebi olarak kendini göstermekte ve ülkenin döviz rezervlerinin erimesine neden olmaktadır. Mevcut döviz kuru politikasının sürdürülemeyeceğini gören spekülasyonlar ise ellerindeki yerli

⁸⁷ Lawrence H. Summers, “Building an International Financial Architecture for the 21st Century”, *CATO Journal*, Vol: 18, No: 3, (Winter 1999), s. 323.

⁸⁸ Yay ve diğerleri, a.g.e., s.20.

⁸⁹ Paul Krugman, “A Model of Balance of Payments Crisis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol: 11, No: 3, (August,1979), s. 324; Yay ve diğerleri, a.g.e., ss. 20-21.

parayı dövize çevirerek söz konusu politika başarısızlığını kaçınılmaz kılmaktadırlar. Bu bağlamda, para krizlerinin öncü göstergelerini; yüksek kamu açıkları; parasal tabanın genişlemesi; ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve yüksek cari işlemler açığı şeklinde özetlemek mümkündür.⁹⁰

Bankacılık Krizleri: Finansal sistemin temel fonksiyonu olan, fon toplama ve toplanan fonların ekonomiye aktarılması sürecinde en önemli role sahip olan bankaların sahip oldukları yapı ve işlevleri, tüm finansal sistem için bir gösterge niteliğindedir. Çünkü, bankaların birincil fonksiyonu, iktisadi faaliyetlerin sağlıklı yürüyebilmesi için gerekli fon akışını sağlamaktır. Bu nedenle bankalar, piyasa katılımcıları arasında, belirleyici niteliği en yüksek taraflardan biridir.

Bankacılık krizleri, yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda; mevduatlarının kendilerine ödenemeyeceği düşüncesi nedeniyle tasarruf sahiplerinin bankalardan kaçışları durumunda; hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma veya kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya yoğun miktarda dönmeyen kredilerin varlığı halinde ortaya çıkabilmektedir.⁹¹

Yurtiçi tasarrufların yetersizliği nedeniyle uluslararası fonlara gereksinim duyan gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sistemi, ülkelerin sahip oldukları koşullar gereği, kısa vadeli finansman gereksinimlerini yabancı kaynaklardan ve döviz cinsinden sağlarken, bu fonları ülke içinde uzun vadeli ve yerli para birimi cinsinden kullanarak önemli oranda açık pozisyon ve vade uyumsuzluğu riski ile faaliyetlerini sürdürerek, sistemin kırılganlığını arttırmaktadır.⁹²

Bankacılık krizlerinin meydana gelmesinde, makroekonomik gelişmelerden kaynaklanan istikrarsızlıklar dışında, bankacılık sisteminin yapısından kaynaklanan sorunlar da etkili olmaktadır. Özellikle bankacılık sisteminin kredi arzını önemli oranda sermaye girişlerine bağlı hale getirmesi, sermaye çıkışlarının yaşandığı

⁹⁰ Gülten Demir, *Asya Krizi ve IMF*, İstanbul: Der Yayınları, 1999, s. 66.

⁹¹ Yay ve diğerleri, a.g.e., s. 21.

⁹² Gerard Caprio Jr. and Patrick Honohan, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, No: 4, (Fall, 1999), s. 45.

süreçte kredi arzının otomatik olarak daralmasıyla, finansal sistemi istikrarsızlığa ve kriz oluşumuna açık hale getirmektedir. Diğer yandan, kredi arzının sermaye akımlarıyla bağlantılı hale gelmesi, varlık fiyatlarındaki değişimi arttırmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemde varlık fiyatlarının yükselmesi, sermaye çıkışlarının arttığı dönemde ise varlık fiyatlarının düşmesi, gelişmekte olan ülkelerin gayri menkul ve hisse senedi piyasalarında istikrarsız bir fiyat yapısına neden olmaktadır.⁹³

Mevduat sigortası uygulaması, bankacılık sisteminin riske duyarlılığını azaltarak, geri dönüş riski yüksek yatırım projelerine kredi arzını arttırmaktadır. Bu anlamda mevduat sigortası uygulaması, bankacılık sistemi mali yapısının zayıflamasına neden olan ve finansal kırılganlığı arttıran önemli bir etkidir.⁹⁴ Mevduat sigortası sisteminin uygulandığı durumlarda, bankalar ve yatırımcılar devletin koruma şemsiyesi altında çok fazla ayırım gözetmeden yüksek riskler alarak fonlarını değerlendirme yolunu seçmektedirler.⁹⁵

Özellikle finansal sistemin yoğun müdahaleler yaşadığı ve baskı politikalarının hakim olduğu finansal liberalizasyon öncesi dönemdeki eski tip krizlerde sorun daha çok, aşırı artan dış borçlar ve ödemeler dengesine ilişkin olarak ortaya çıkmaktaydı. 1990'larda teknolojik koşullardaki gelişmeler ve finansal liberalizasyonun yol açtığı ortam, para ve bankacılık krizlerinin birbirlerinden bağımsızlığını ortadan kaldırmış, karşılıklı ilişkili hale getirmiştir. İzlenen süreçte para krizleri, bankacılık krizlerinin bir devamı olarak gözlenmektedir. Bu bağlantı, yoğun kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile birlikte, serbestleştirilmiş ulusal finansal sistemlerin döviz cinsinden yükümlülüklerinin varlığı nedeniyle pekişmiştir.⁹⁶

Bankacılık ve para krizlerinin karşılıklı etkileşimi sonucu birlikte ortaya çıktığı durum, "ikiz krizler" olarak adlandırılmaktadır. Karşılıklı ilişkili bu "ikiz krizler"

⁹³ Aslı Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache, "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers*, Vol: 45, No: 1, 1998, s. 83; Mishkin, a.g.m. s. 8.

⁹⁴ Demirgüç-Kunt and Detragiache, a.g.m., s. 83.

⁹⁵ Anders Velasco, "Financial Crises and Balance of Payments Crises", *Journal of Development Economics*, Vol: 27, 1987, s. 265.

⁹⁶ Paolo Pesenti and Cedric Tille, "The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction", *Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) Economic Policy Review*, (September 2000), ss. 6-7.

sürecinde yaşanan sorunlar karmaşıklaşmakta, krizden çıkış süreci de daha karmaşık ve maliyetli bir hal almaktadır.⁹⁷

Para krizleri ile bankacılık krizleri arasında bir çok karşılıklı etkileşim mekanizması vardır. Döviz kurunun sabitlenmesi veya reel değerinin altında tutulmaya çalışılması, bankacılık sektörünü krize daha açık hale getirirken, bankacılık krizlerinden korunma mekanizmalarından biri olan ve “son borç mercii” adı verilen; bir kurumun yaşanan likidite sıkıntısı kaynaklı finansal kargaşayı çözücü likidite sağlama işlevini yerine getirmesi olgusu, döviz kuru üzerinde artan bir baskıya neden olmaktadır. Merkez bankası, kırılgan hale gelmiş bir bankacılık sisteminde spekülasyonun başlaması ile ya son borç mercii işlevini yerine getirerek piyasaya likidite sağlayarak bankaları kurtarmakta ya da sabit döviz kurunu sürdürebilmek adına bankacılık krizini göze almaktadır. Merkez bankasının bankacılık krizi riskini ortadan kaldırmak için piyasaya sunacağı likidite, döviz rezervleri üzerindeki baskıyı arttırmakta ve spekülasyonun güçlenerek devamına zemin hazırlayarak olası bir para krizini öne almış olmaktadır. Diğer yandan, döviz kurunun baskı altına alınması, bankaları, açık pozisyonlarını arttırma yolunda teşvik edici bir unsur haline gelerek döviz krizi riskini arttırmaktadır.⁹⁸

Bunun yanı sıra, sabit döviz kuru politikası gelişmekte olan ülkelerde, enflasyonist ortamın da etkisiyle bankacılık-dışı kurum ve kuruluşların sahip oldukları döviz cinsinden borçlarının, borç portföylerinde önemli bir yer tutmasına yol açtığından sistemin kırılganlığını arttırmaktadır. Bu işleyiş içerisinde para krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki mekanizma işlemekte ve duyarlılık artmaktadır. Şüphesiz, bankacılık krizleri üzerinde, döviz kurunun sabitlemesinin yol açtığı para krizlerinin etkisi olduğu gibi, aynı zamanda bankacılık krizleri de para krizlerini tetikleyebilmektedir. Bu tarz bir etkileşim mekanizması, mevduat sigortası uygulaması kanalıyla ortaya çıkabilmektedir.⁹⁹

⁹⁷ Graciela Kaminsky and Carmen Reinhart, “The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems”, *American Economic Review*, Vol: 89, No: 3, (June 1999), s. 481.

⁹⁸ Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 482.

⁹⁹ Gökhan Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, İstanbul: Der Yayınları, 2002, s. 103.

1970-1995 döneminde ampirik olarak incelenen yirmi ülkede, yirmi altı bankacılık ve yetmiş altı para krizi sonucunda, bankacılık krizlerinin yüzde elli altısının ardından üç yıl içerisinde para krizi ortaya çıkarken, aynı süre içerisinde, para krizlerinin yüzde on ikisinin ardından bankacılık krizleri ile karşılaşıldığı gözlemlenmiştir.¹⁰⁰ Bankacılık krizlerinin 1990'lı yıllarda uluslararası finansal sistemin istikrarını küresel boyutta ve ciddi biçimde tehdit ettiği gözlenmiştir. 1980 yılından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan doksan üç farklı ülkede, değişik boyutlarda yüz on iki sistemik bankacılık krizi olayı gerçekleşmiştir.¹⁰¹

1990'lı yıllarda yaşanan çok sayıdaki kriz; krizleri açıklama gayretindeki bir çok kriz modelinin oluşturulmasını beraberinde getirmiştir. Yaşanan her yeni krizle birlikte önceden oluşturulmuş modellerin açıklayıcılığını kısmen de olsa yitirmesi karşısında yeni kriz modelleri ile yaşananlara teorik çerçeveler oluşturma çabaları yoğunluk kazanmıştır. Finansal krizlere yönelik modeller iki ana başlık altında ele alınıp incelenebilir. Birinci kategoride yer alan modeller özünde, Krugman'ın, krizleri rezerv kayıplarına neden olan ödemeler dengesi sorunu olarak değerlendirdiği, ödemeler dengesi krizlerini ise sabit döviz kuru koşullarında otoritelerin genişleyici para politikasının bir sonucu olarak algıladığı görüşlerine dayanmaktadır. İkinci kategoride yer alan modeller ise temelde, finansal krizlere yol açan spekülasyon atakların, özel kesimin öngörülleri ve beklentileri sonucu oluştuğunu savunan Obstfeld'in görüşlerine dayanmaktadır.

Aşağıda genel hatları ile ortaya konulan temel kriz modellerinin en önemli özelliği, birbirinin yerini alan değil, birbirini tamamlayan modeller olmalarıdır.¹⁰²

Birinci nesil kriz modelleri: Para krizleri konusundaki tartışmaların başlangıç noktasını Paul Krugman'ın 1979 yılında yayınlanan makalesi temsil etmektedir.¹⁰³ Krugman, "Kanonik Kriz Modeli" adını verdiği çalışma kapsamında, para krizlerinin, para basarak finanse edilen bütçe açıkları gibi ekonomi politikalarındaki

¹⁰⁰ Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 483.

¹⁰¹ Edward J. Kane and Aslı Demirtüç-Kunt, "Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?", *NBER Working Paper*, No: 8493, 2001, s. 2.

¹⁰² Yay ve diğerleri, a.g.e., s. 23.

¹⁰³ Paul Krugman, "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol: 11, No: 3, (August,1979), ss. 311-325.

temel dengesizlikler ile döviz kurunu sabit tutma gibi hedefler arasındaki tutarsızlıklardan kaynaklandığını iddia etmektedir. Söz konusu tutarsızlığın krize girmeden sürdürülebilmesini sağlayacak rezerv büyüklüğünün olamayacağı ileri sürülmektedir. Krugman'a göre, sabit döviz kuru sisteminde, bekleyişlerdeki değişimler kısa dönemde doğrudan doğruya uluslararası rezervleri etkilemektedir. Standart olarak tanımlanabilecek bir kriz, uluslararası rezervlerin azalmaya başladığı noktada gerçekleşmektedir. Diğer bir ifadeyle, spekülâtif ataklar, spekülâtörlerin sabit kurdan vazgeçileceğini tahmin ettikleri şartlarda, yerli paradan hızla çıkışa geçtikleri aşamada başlamaktadır. Spekülâtörlerin sabit kurun geleceği ile ilgili olumsuz bekleyişlerini şekillendiren temel faktörler ise; yüksek ve artan bütçe açıkları; yüksek parasal artış oranları; yüksek enflasyon; aşırı değerli döviz kuru; cari işlem açıklarındaki ciddi büyümeler; uluslararası rezervlerde düşüşler; yüksek faiz oranları ve siyasi istikrarsızlıklardır.¹⁰⁴

Krugman'ın analizinde kriz oluşumuna neden olan temel sorun, politika yapıcılarının başarısızlıklarından kaynaklanan kamu kesimi dengesizliğidir. Ancak 1990'lı yılların başında spekülâtif atakla karşılaşan İsveç, İngiltere gibi Avrupa ülkelerinde ve Güney Kore, Tayvan gibi Asya ülkelerinde kamu kesimi dengesizliği sorunları bulunmamaktaydı. Bu ilk nesil modeller, 1980'lerdeki Latin Amerika krizleri ve 1994 Meksika krizini açıklayabilme gücüne sahip olmuşlardır. Ne var ki, bu modellerin, sabit kur rejiminin çöküşünü, döviz rezervlerine ve kamu açıklarına dayandırmaları, 1992 Avrupa Para Sistemi krizini açıklamakta yetersiz kalmalarına neden olmuştur. Bu tespitten sonra, söz konusu ülkelerde gerçekleşen krizleri Krugman tarzı uluslararası rezerv kayıplarıyla sonuçlanan spekülâtif ataklarla açıklamak mümkün olmamıştır. Bu nedenle, Krugman'ın modeli ve bu çerçevede geliştirilen kanonik modeller bir çok yönden eleştirilmişlerdir. Dolayısıyla, farklı gerekçelerle ortaya çıkan krizleri açıklayabilen yeni modellerin geliştirilmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Bu yeni modellere, "ikinci nesil kriz modelleri" isminin verilmesinin altındaki gerekçe bu yaşanan süreç olmuştur.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Muammer Akdiş, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2000, s. 122.; Yay ve diğerleri, a.g.e., s. 23; Pesenti and Tille, a.g.m., ss. 4-5.; Dış Ticaret Müsteşarlığı, **Dünya Ekonomileri Bülteni**, Sayı: 13, (Nisan, 1998), ss. 12-13.

¹⁰⁵ Nejla Adanur Aklan, "Finansal Krizlerin Anatomisi", **Öneri**, Cilt: 5, Sayı: 19, (Ocak, 2003), s. 158; Karabulut, a.g.e., s. 101.

İkinci nesil kriz modelleri: İkinci kategoriye oluşturan teorik kriz modelleri, spekülâtif atakların piyasa katılımcılarının öngörülerini sonucu oluşturduğunu savunan Maurice Obstfeld'in görüşlerine dayanmaktadır. Obstfeld, sabit kur rejimini sürdürmenin, eğer kamuoyu gelecekte para biriminin devalüe edileceğine inanmış ise maliyetli olacağı görüşündedir. Obstfeld, finansal krizlere yol açan spekülâtif atakların özel kesimin öngörülerini sonucu oluşturduğunu savunmuştur. Buna göre, özel kesimin, sabit kur sisteminin çökmesinden sonra para politikalarının genişleyici olacağına dair beklentileri arttığında spekülâtif ataklar başlamaktadır.¹⁰⁶

İkinci kategoriye oluşturan modeller, piyasa beklentileri ile hükümetlerin çelişen amaçlarının yarattığı dinamik etkileşim mekanizmalarının; uluslararası rezervler yeterli olsa bile krize yol açabileceği olasılığı üzerinde odaklanmaktadır.¹⁰⁷ Hükümetler, kuru savunmanın faydasıyla, bu savunmanın yol açacağı yüksek faizlerin finansal sisteme vereceği zararı ve yaratacağı diğer makroekonomik istikrarsızlıkları kıyaslarlar. Diğer bir ifadeyle, ikinci nesil kriz modellerinin odağında, sabit döviz kurunun sürdürülmesinin fayda-maliyet analizi yatmaktadır.¹⁰⁸ Bu modele göre hükümetler, döviz kuru paritesini korumanın faydasıyla, maliyetini karşılaştırarak bir karar alacaklardır.

Devalüasyon beklentileri, iktisadi birimlerin ulusal paradan çıkararak, yabancı paraya yönelmelerine neden olmaktadır. Yabancı paraya yönelme, merkez bankasının döviz rezervlerini tüketerek, otoriteleri sabit kurdan uzaklaşmaya zorlamaktadır. Bu aşamadan sonra, genişleyici para politikaları izlenerek, ulusal paranın değer kaybı hızlandırıldığında, spekülâtorlerin görüşleri doğrulanmış olmaktadır.¹⁰⁹

İkinci nesil modellerin üzerinde birleştikleri en önemli nokta, temel makroekonomik göstergelerde herhangi bir kötüleşme gözlenmediği, hükümetlerin

¹⁰⁶ Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "The Miracle of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, No: 4, 1995, s. 75.

¹⁰⁷ Rudiger Dornbusch, "Collapsing Exchange Rate Regimes", *Journal of Development Economics*, Vol: 27, No: 1-2, (October 1987), s. 72.

¹⁰⁸ IMF, *World Economic Outlook 1999, World Economic and Financial Surveys*, (May, 1999), s. 3. (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/index.htm)

¹⁰⁹ Gülçin F. Özkan and Alister Sutherland, "A Currency Crisis Model With an Optimizing Policymaker", *Journal of International Economics*, Vol: 44, No: 2, 1998, s. 341.

sabit kuru sürdürmeye yetecek kadar rezerve sahip oldukları durumlarda da spekülâtif atağın olabileceği ve bu atak sonucu sabit kur rejiminin çökebileceğidir. Eğer güçlü makroekonomik göstergelere rağmen yatırımcılar, hükümetin sabit kurdan vazgeçeceğini bekliyorlarsa, bu inanca dayanarak, hükümeti sabit kur uygulamasını kaldırmaya zorlayabilirler. Çünkü, devalüasyon beklentileri, sabit kuru sürdürmenin maliyetini arttıracaktır.¹¹⁰

Dolayısıyla bütün şartlar aynıyken, piyasa katılımcılarının beklentilerindeki ani ve keyfi değişimler bir ekonomide parasal istikrarı bozucu etkiler yaratabilmektedir. Beklentilerdeki değişim, bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli rol oynayabilmekte ve aynı zamanda ekonomilerde çoklu dengenin olasılık dahilinde olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, ikinci nesil kriz modelleri, çoklu dengenin varlığını kabullendiklerinden, bu modellere aynı zamanda “çoklu denge modelleri- multiple equilibria” de denilmektedir. Ekonomilerde gözlenen çoklu dengenin temel nedeni piyasaların belirli sonuçların beklentisi içinde çalışıyor olmasıdır. Krizi yaratan, beklentinin gerçekleşmesi olgusudur. Geleceğe dönük beklentilerin şekillendirdiği işleyiş, beklentilerin gerçekleşmesi ile sonuçlanır, diğer bir ifadeyle kendiliğinden oluşur. Bu doğrultuda ikinci nesil kriz modellerine aynı zamanda “kendini doğrulayan kriz modelleri – self-fulfillment” de denilmektedir.¹¹¹

Kendini doğrulayan (kendi kendini besleyen) panik sürecinin bir açıklaması da, dış yatırımcıların “sürü – herding” davranışlarıdır. Yabancı yatırımcılar için, diğer ülke ekonomileri ile ilgili bilgi toplamak ve analiz geliştirmek maliyetli ve zaman alıcı olabilmektedir. Uluslararası portföy yöneticileri bu nedenle birbirlerini ve özellikle daha fazla bilgiye sahip olduğuna inandıkları piyasa oyuncularını yakından izleyerek finansal fonlarını yönlendirmektedirler. Uluslararası yatırımcıların, çok iyi tanımadıkları ülkelerde, kaybı da göze alarak, olumsuz bir duyumdan sonra aniden topluca çıkış yapmalarının ardında yatan neden bu sürü davranışlarıdır. Uluslararası yatırımcıların kendilerine özgü bir davranış biçimi sergilemelerinin diğer bir sonucu da, bir ülkede ortaya çıkan finansal krizin çok kısa zamanda diğer ülkelere yansması

¹¹⁰ Özkan and Sutherland, a.g.m., ss. 341-342.

¹¹¹ Pesenti and Tille, a.g.m., s.5.

veya bulaşmasıdır. Bu tür bir bulaşma, uluslararası finans ve ticaret kanallarından hızla yayılarak çok olumsuz etkiler yaratabilmektedir.¹¹²

Obstfeld'e göre, tasarruf sahipleri paranın değer kaybını göz önüne alarak, borç verecekleri fonları için daha yüksek faiz oranı talep edecekler ve bu da borç yükünü fazlasıyla arttıracaktır. Aynı zamanda borçlanma vadeleri de kısılacığından bu süreç hükümetin nakit akışını bozacağı gibi üretim ve istihdam düzeylerini düşürecek, kaybolan rekabet gücünün telafisi için devalüasyon kaçınılmaz hale gelecektir. Buna göre, piyasa katılımcıları sabit kur sisteminin çökmesinden sonra genişleyici para politikalarının uygulanacağına dair beklentilerini arttırdığında, spekülasyon atakları başlayacaktır.¹¹³

İkinci nesil modellerin sonuçlarına göre; spekülasyoncular bazı makroekonomik göstergelerin kötüleşmesinin, hükümet tarafından kabul edilemez boyutlara ulaştığına inandıklarında harekete geçerler. Modeller, hükümetin sabit döviz kurundan vazgeçmesinin nedenini iç ve dış faiz oranları arasındaki farka bağlamaktadırlar. Bu noktada sermaye hareketleri önem kazanmaktadır, çünkü sermaye hareketleri kısıtlandıkça iç ve dış faiz oranları arasındaki fark büyümektedir. Öte yandan, modellerin bir kısmında, belirsizlik ve kriz anı arasındaki süreçte merkez bankası rezerv miktarının kestirilememesinin krizin gerçekleşme zamanını değiştirebileceği vurgulanmaktadır. Merkez bankası rezervlerinin belirsizliği, ilk modellerdeki mükemmel öngörü varsayımını da geçersiz kılmaktadır. Belirsizlikle birlikte kriz anı tesadüfi hale gelmektedir.¹¹⁴

Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin temel öngörülleri doğrultusunda kriz sürecine nasıl yaklaştıkları Tablo:1.1.'de özet olarak verilmektedir. Her iki modelin temel ayırım noktaları; ilk nesil modeller, krizleri kaçınılmaz ve tahmin edilebilir olgular olarak ele alırken, ikinci nesil modeller, krizlerin tesadüfi ve tahmin edilmesinin mümkün olmadığını ileri sürmektedirler. Birinci nesil modellere göre

¹¹² Celasun, a.g.m., ss. 172-173.

¹¹³ Maurice Obstfeld, "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises", *American Economic Review*, Vol: 76, No: 1, 1986, s. 73.; Obstfeld and Rogoff, "The Miracle of Fixed Exchange Rates", s. 75.; Dış Ticaret Müsteşarlığı, a.g.y., s. 15.

¹¹⁴ Pierre-Richard Agenor, Jagdeep S. Bhandari and Robert Flood, "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises", *IMF Staff Papers*, Vol: 39, No: 2, (June 1992), s. 358.

kişisel beklentiler krizleri derinleştirirken, ikinci nesil modellere göre kişisel beklentilerin olgunlaştırdığı kendini doğrulama niteliği kriz oluşumuna doğrudan etki etmektedir. Son olarak, birinci nesil modellere göre hükümetlerin izlediği ekonomik politikalar kötü makroekonomik koşullara ve bu koşullarda krize neden olurken, ikinci nesil modellerde hükümetler var olan koşullar altında en uygun politikayı seçmeye çalışırken krizle karşılaşabilirler.¹¹⁵

Tablo: 1.1. Kriz Modellerinin Karşılaştırılması

Birinci Nesil Modeller	İkinci Nesil Modeller
- Krizler kaçınılmazdır.	- Krizler tesadüfidir.
- Krizler önceden tahmin edilebilir.	- Krizler önceden tahmin edilemezler.
- Kişisel beklentiler krizleri derinleştirir.	- Kişisel beklentiler kendiliğinden oluşarak krize giden süreçte etkin olurlar.
- Kötü makroekonomik koşullar krize neden olurlar.	- Kötü makroekonomik koşullar kendiliğinden oluşuma yol açarlar.
- Hükümet politikaları kötü koşulları getirir.	- Hükümetler belirli koşulların getirdiği politikalar arasından seçim yaparlar.

Kaynak: Pablo Bustelo, Clara Garcia and Iliana Olivie, “Global and Domestic Factors of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999)”, ICEI (Instituto Complutense De Estudios Internacionales) Working Paper, No: 16, (November 1999), s. 50.

Diğer bir grup modelde ise, özellikle Asya ülkelerinin yaşadığı finansal krizlerde, krizi tetikleyen ana unsurun yaşanan banka panikleri olduğu üzerinde durulmaktadır. Asya krizinin banka paniklerinin bir ürünü olduğunu öne süren çalışmaların en önemli ikisi, Steven Radelet ve Jeffrey Sachs ile Roberto Chang ve Andres Velasco'nun yaptığı çalışmalardır. Bu modellere göre Asya krizinde, krize giren ülkelerin makroekonomik işleyiş üzerinde çok bariz bir hataları olmamasına karşın, uluslararası yatırımcıların kendi kendini doğrulayan kötümser beklentilerinin yol açtığı banka panikleri ve sürü davranışlarının bir sonucu olarak finansal kırılganlıkları artarak krizle karşılaşmışlardır.¹¹⁶

¹¹⁵ Pablo Bustelo, Clara Garcia and Iliana Olivie, “Global and Domestic Factors of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999)”, ICEI (Instituto Complutense De Estudios Internacionales) Working Paper, No: 16, (November 1999), ss. 50-51.

¹¹⁶ Mehmet Takan, **Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yönetim**, 2.b., Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, (Kasım, 2002), s. 701.; Steven Radelet and Jeffrey Sachs, “The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Propects”, **Working Paper: Harvard Institute for International Development**, (March 1998).; Jeffrey Sachs and Steven Radelet, “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, **NBER**

Bu tür modellerde vurgu yapılan diğer bir olgu da, hükümetler tarafından gizli veya açık olarak desteklenen sektör ve firmalara, piyasa koşullarının gerektirdiğinden farklı miktar ve faiz oranlarında kredi kullandırılması sonucu oluşan aşırı borçlanmanın ve fonlanmamış yükümlülüklerin aslında gizli devlet borcuna dönüşeceği. Bu durumda, temel makroekonomik göstergelerdeki sağlıklı bir yanılısama halini almakta; hükümetler fiilen dikkatsiz ve sürdürülemez harcamalara katlanmak durumunda kalmaktadırlar.¹¹⁷

Yukarıda, finansal liberalizasyon uygulamalarının, finansal sistemlerde yarattığı yenilik ve derinleşme gibi olumlu etkiler yanında, finansal kırılma ve krizler gibi olumsuz etkilere de yol açtığı vurgulanarak, etkileşimlerin teorik çerçevesi oluşturulmuştur. Finansal liberalizasyon hipotezi, gerek kuramsal çerçevesinde yer alan temel varsayımları, gerekse uygulandığı ekonomilerde yol açtığı temel makroekonomik etkileri nedeniyle küresel anlamda iktisadi tartışmaların odağını oluşturmuştur. Bu bağlamda, finansal liberalizasyon hipotezine, farklı iktisadi yaklaşımların getirdiği temel eleştirileri ele almak anlamlı olacaktır.

1.4.4. Finansal Liberalizasyon Kuramına Yöneltilen Eleştiriler

Finansal liberalizasyon yaklaşımının, gelişmekte olan ülkelere önerdiği kalkınma modeli; daraltıcı para ve maliye politikalarına dayanan, yüksek finansal getiri ve devalüasyon riskinden arındırılmış bir döviz kuru sistemini amaçlayan, dışa açık bir iktisadi yapıyı öngörmektedir. Bu yapı altında merkez bankaları bağımsız kılınarak, sadece fiyat istikrarının sağlanması ve ulusal paranın değerinin korunmasıyla görevlendirilmekte; ekonomik büyümenin sağlanması, gelir dağılımı dengesinin iyileştirilmesi gibi diğer makroekonomik amaçlara yönelik müdahale olanakları kısıtlanmaktadır.¹¹⁸

Working Paper, No: 6680, (August 1998).; Roberto Chang and Andres Velasco, "The Asian Liquidity Crisis", **NBER Working Paper**, No: 6796, (November 1998).; Roberto Chang and Andres Velasco, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy", **NBER Working Paper**, No: 7272, (July 1999).

¹¹⁷ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis", **European Economic Review**, Vol: 43, No: 7, (June 1999), s. 1213.

¹¹⁸ Yeldan, a.g.e., s. 141.

Finansal liberalizasyon ve piyasaların bütünleşmesi olgusu, hükümetler üzerindeki sistemik baskıları arttırmıştır. Bu baskıların en net görüntüsü finansal piyasalarda izlenmektedir. Sermayenin elde ettiği hareket yeteneği, hükümetlerin karar alma ve uygulama alanlarını giderek daraltmıştır. Diğer yandan finansal piyasalar, ulusal büyüme ve kalkınmaya kaynak yaratacağı yerde, reel sektördeki kimi kaynakları da spekülâtif yatırımlara yönlendirerek hükümetlere ilave yük getirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları politikalar aynı zamanda üyesi oldukları çok taraflı kurum ve kuruluşlar ile ülkede önemli miktarda yatırım yapmış sermaye gruplarının baskısına tabidir.¹¹⁹

Finansal liberalizasyon politikalarını uygulamaları konusundaki örtük veya açık teşvikler sonucu pek çok ülke gerekli donanım ve düzenlemeye sahip olup olmadıklarını gözetmeden ulusal kambiyo rejimlerini serbestleştirmek suretiyle, bağımsız nitelikte bir para, döviz kuru ve faiz politikası izleyebilme olanağını yitirmişlerdir. Bu doğrultuda, ülkelerin kendi çıkarları ve iradeleri çerçevesinde özgün kalkınma hedefleri saptayabilme şansları ortadan kalmıştır. Yatırımcıların sürü bilinci çerçevesindeki rasyonel olmayan davranışları, aşırı derecede yüksek faiz oranlarına ve iktisadi faaliyetlerin, reel yatırımlardan giderek spekülâtif finansal hareketlere yönelmesine neden olmuştur.¹²⁰

Finansal liberalizasyon teorisine en kapsamlı eleştiriler yapısalcı okuldan gelmiştir. Yapısalcılar, neo-klasik tezlerin aksine, finansal liberalizasyonun stagfasyona ve borç verilebilir fonlarda azalmaya yol açtığını, dolayısıyla büyümeyi engelleyeceğini öne sürmüşlerdir. Buna karşın, Keynesyen iktisatçılara göre doğru zamanlama, sıralama ve uygulamadan bağımsız olarak devreye sokulan finansal liberalizasyon; kaynakları, spekülâtif faaliyetlere yönlendirerek çarpık bir büyümeye neden olmaktadır.¹²¹

¹¹⁹ Akyüz, a.g.m., ss. 14-15.

¹²⁰ Ilene Grabel, "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, Vol: 9, No: 2, 1995, s. 128.

¹²¹ Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri", **Türk-İş Ekonomide Durum**, (Kış 1997), s. 152.

1.4.4.1.Finansal Liberalizasyon Kuramına Yapısalcı Yaklaşım

Finansal liberalizasyon yaklaşımına eleştirilerini sistemli bir şekilde geliştirenlerin öncüsü yapısalcı okuldur. Sveder vanWijnbergen ve Lance Taylor öncülüğündeki yapısalcı iktisatçılar genel olarak gelişmekte olan ülkelerin geri kalmasının temel nedenlerine vurgu yapmakta ve öncelikli olarak bu ülkelerde piyasaların verimli bir şekilde çalışmamasını ana gerekçe olarak öne çıkarmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda uygulanmakta olan sabit döviz kuru rejimlerini, en azından kısa dönemde, bu piyasaların etkin çalışmadığının göstergesi olarak ileri sürmektedirler. Eleştirilerinin odak noktasını, neo-klasiklerin temel varsayımı olan piyasaların etkin çalıştığı ön koşulunun gelişmekte olan ülkeler için geçerli olamayacağı görüşü oluşturmaktadır.¹²²

S. vanWijnbergen'in finansal liberalizasyon modeline getirdiği eleştirilerin temel tezi, banka kredi faizlerinin artmasının ve bunun sonucunda ortaya çıkan bankacılık kesimi dışındaki finansal aracılık kurumlarının oluşturduğu piyasalardaki reel faiz oranları artışının, fiziksel sermayenin maliyetini artırarak yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi azaltacağı şeklindedir. Firmaların işletme sermayesi gereksinimini büyük oranda borç finansmanı ile sağladığı bir ortamda, kredi faiz giderleri toplam üretim maliyeti içinde önemli bir paya sahiptir. Bu durumda, faiz oranlarındaki önemli bir artış, arz şoku niteliğinde olup fiyatları yukarı doğru itecektir. Talep yönünde ise azalan reel ücretler ve artan borçlanma maliyeti, toplam talebi azaltarak üretimin azalmasına yol açacaktır.¹²³

S. vanWijnbergen'e göre, bir ekonomide toplam talep ve toplam arz birlikte daralma gösterdiğinde enflasyon oranının ne olacağı, arz ve talepteki göreceli değişim miktarına bağlıdır. Eğer toplam arzda, toplam talepteki azalışın daha fazla

¹²²Sveder vanWijnbergen, "Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea", *Journal of Development Economics*, Vol: 10, No: 2, (April 1982), ss. 133-169; Sveder vanWijnbergen, "Interest Rate Management in LDC's", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 3, (September 1983), ss. 433-452; Sveder vanWijnbergen, "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy", *Journal of Development Economics*, Vol. 13, No. 1-2, (August-October 1983), ss. 45-65; Lance Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, New York: Basic Books, 1983.

¹²³ vanWijnbergen, "Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea", s. 134.

bir azalış olursa fiyatlar genel seviyesi artacaktır. Dolayısıyla, IMF'nin önerileri doğrultusunda sıkı para politikalarının uygulandığı ve reel faiz oranlarının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, enflasyon oranlarının artması ve ekonomik büyüme hedeflerinin gerçekleşmemesi, bu ekonomilerde toplam arz etkisinin ağır bastığının bir göstergesidir. Bu nedenle, bu ülkelerde reel faiz oranlarındaki artışın stagflasyonist bir etki yaratma olasılığı oldukça yüksektir.¹²⁴

Gelişmekte olan ülkelerde arz esnekliğinin düşük olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Mevcut darboğazlar dikkate alındığında, yüksek borçlanma maliyetlerinin arz yönlü enflasyonist etkileri, talep yönlü deflasyonist etkilere baskın çıkacak ve stagflasyonist bir süreç başlayacaktır.¹²⁵

Neo-klasik yaklaşıma göre, finansal liberalizasyonun başarılı olması, tasarrufların üretken olmayan aktiflerden banka mevduatlarına yönelmesine bağlıdır. Yapısalcılar ise, riskten kaçınan yatırımcıların söz konusu portföy değişimini gerçekleştirmemeleri durumunda, finansal liberalizasyonun yatırımları ve büyümeyi uyarda başarısız olacağını ileri sürmektedirler. Bunun ötesinde, yapısalcılara göre, gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sistemi içindeki kredi mekanizmaları, rezerv karşılıklarının getirdiği daralma ve maliyet artışı nedeniyle, banka-dışı piyasalar kadar etkin bir finansal aracılık yapamazlar. Finansal liberalizasyon kuramında artan faizlerin sonucu olarak portföyün, banka-dışı sektördeki aktiflerden, bankacılık sistemi içindeki aktiflere yeniden dağıtıldığı varsayılmaktadır. Buna göre finansal liberalizasyon, neo-klasik teori ile çelişen iki olumsuz etkiye sahiptir. Birincisi, portföyün banka-dışı kesimden, bankacılık sektörüne kayması sonucunda borç verilebilir toplam fonlar azalacaktır. İkinci olarak, finansal liberalizasyondan sonra banka-dışı kesimde mevduat tabanı daralacağından kredi faizleri artacaktır. Sonuç olarak, banka-dışı kesimde hem faizlerin yükselmesi hem de borç verilebilir fonların

¹²⁴ van Wijnbergen, "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy", s. 56.

¹²⁵ Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri", ss. 25-26; Şevki Özbilen, "Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sistemlere Etkileri", **Finans Dünyası**, Sayı 132, (Aralık 2000), ss. 10-11.

azalması, stagflasyonist süreci hızlandıracaktır.¹²⁶

1.4.4.2.Finansal Liberalizasyon Kuramına Neo-Keynesyen Yaklaşım

Finansal liberalizasyon kuramına ve bu kuram çerçevesinde gerçekleştirilen uygulamalara en kapsamlı eleştiriler Neo-Keynesyen iktisatçılar tarafından getirilmiştir. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasalar iki açıdan mal piyasalarından farklıdır. Mal piyasasında satıcının malı teslimi ve alıcının ödemesi eş-anlı olarak yapılır. Buna karşılık finansal piyasalarda, kredi bugün verilirken, krediyi kullanan geri ödemesini gelecekte yapacaktır. Bu noktada, borçlunun borcunu ödeyeceğini garanti altına alan objektif bir kriter bulunmamaktadır. Borcun vadesi dolduğunda borçlunun ödemek durumunda olduğu miktar ile ona kredi olarak verilen miktar arasındaki fark, borcun geri ödenip ödenmeyeceği ile ilgili belirsizliğin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Ancak söz konusu belirsizlik, finansal piyasaların arz ve talep kesimlerinde simetrik nitelikte değildir. Borçluların, kendi projelerinin beklenen getirisi ve riski konusunda tam bir bilgiye sahip oldukları, ancak kredi verenlerin her bir borçluya ait bilgilerin tamamına sahip olamamaları olasılık dahilindedir.¹²⁷ Aynı şekilde bir firma yöneticisi, firmanın durumunun ne olduğu konusunda pay sahiplerine veya firmaya yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıya göre daha çok bilgiye sahiptir.¹²⁸

Finansal liberalizasyon sürecinde kredi hacminin artması hedeflenen bir sonuçtur. Oysa ki kredi verme sürecinde yapılması gerekli incelemelerde, bankacılık sektörü düzenlemelerindeki eksiklikler ve kredi hacminin aşırı genişlemesinden kaynaklanan bir inceleme eksikliği söz konusu olduğunda, bankaların kredi portföylerindeki düşük kaliteli kredi miktarının artışı beklenen bir gelişmedir. Öte yandan, beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin, yüksek borçlanma maliyeti karşısında gerçekleşme olanakları daralmaktadır. Bu durumda “ihtiyatlı” projeler

¹²⁶ Ilene Grabel, “Assessing the Impact of Financial Liberalization on Stock Market Volatility In Selected Developing Countries”, *Journal of Development Studies*, Vol: 31, No: 6, 1995, ss. 903-917.; Basant K. Kapur, “Formal and Informal Financial Markets and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy In Less Developed Countries”, *Journal of Development Economics*, Vol: 38, No: 1, (January 1992), ss. 63-77.

¹²⁷ Esen, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri”, s. 26; Özbilen, “Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sistem Etkileri”, s. 12.

¹²⁸ Merih Paya, *Makro İktisat*, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1997, s. 346.

yüksek faiz oranları nedeniyle devre dışı kalmaktadır. Asimetrik bilginin varlığı nedeniyle kredi verenler, düşük ve yüksek riskli projeleri ayıramayınca, havuzdan rastgele bir seçim yapmak zorunda kalmakta; sonuçta bankacılık sektörü bilançolarında gereğinden yüksek riskli, kötü kredi hacmi son derece artmaktadır.¹²⁹

Neo-Keynesyen iktisatçılar, finansal liberalizasyon kuramına yönelik eleştirilerini, finansal serbestleşmenin piyasalarda yol açtığını düşündükleri “asimetrik bilgi”, “yanlış seçim” ve “ahlaki tehlike” olguları çerçevesinde şekillendirmişlerdir.

1.4.4.2.1. Asimetrik Bilgi

Asimetrik bilgi, herhangi bir piyasada, işlemleri en doğru ve en sağlıklı şekilde gerçekleştirmeyi sağlayacak yeterli bilgiye sahip olmama durumudur.¹³⁰ Diğer bir ifadeyle, asimetrik bilgi, finansal piyasalarda dolaşan bilginin mükemmel olmadığını; ekonomik birimler arasında bilginin eşit olarak dağılmadığının bir ifadesidir. Örneğin, borç alanın, finansmanını sağlamaya çalıştığı projenin beklenen getirisi hakkında borç verene göre daha sağlıklı bir bilgiye sahip olması, bir asimetrik bilgi sorunudur.

Asimetrik bilgi kavramındaki bilgi kıtlığı, borç verenin maliyeti olarak öne çıkmaktadır. Kredilendirme sürecinde borç veren için iki tercih söz konusudur: ya borç alanın projesinin sahip olduğu beklenen getiri hakkında daha fazla bilgiye ulaşmak için ilave para harcaması gerekecektir. Ya da, ilave bir maliyeti göze almayıp doğrudan yüksek riske katlanacaktır. Borç verenler genelde piyasadaki mevcut bilgi ile yetinmek yoluyla ikinci tercihe daha yakındırlar. Aksi takdirde ilave bilgi sahibi olmak için fonlarından elde edecekleri geliri başkaları ile paylaşmak zorunda kalacaklardır. Sonuçta, ilave bilgi elde etmek için sınırlı miktarda bir sermaye yatırılacağından, satın alınan malın ortalama kalitesi düşük olacaktır.¹³¹

¹²⁹ Mishkin, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies”, s. 39.

¹³⁰ Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset, 2003, s. 220.

¹³¹ Bustelo vd. , a.g.m., s. 69.

George Akerlof, ikinci el otomobil piyasalarında asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan durumun finansal piyasalar için de geçerli olduğunu öne sürdüğü makalesinde, Gresham Kanunu'na benzer bir sonuç ortaya koyarak ikinci el otomobil piyasalarında çürük limona benzettiği kötü durumdaki ikinci el arabaların iyi arabaları; finansal piyasalarda da kötü kalitedeki yatırımların iyi kaliteli yatırımları dışlayacağını ileri sürmüştür.¹³² Diğer bir ifadeyle, kredi piyasalarındaki riskli ve geri ödeme yeteneği az yatırımcılar, riski az ve geri ödeme yeteneği fazla olan yatırımcıları piyasa dışına itecektir.

Kalitenin belirsizlikle ilişkilendirilmesi esasına, diğer bir ifadeyle asimetrik bilgiye dayalı olan Akerlof'un "limon piyasası modeli"nde, satıcıların piyasaya sundukları kullanılmış arabaların kalitesini bildikleri, fakat alıcıların bu konuda bir bilgilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda, alıcı ortalama bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapmak ve ödeyeceği fiyatı ona göre belirlemek zorundadır. Bu fiyattan satış yapmak isteyenler ise, iyi kaliteli araba satıcılarını piyasa dışında bırakacak şekilde sadece kötü kaliteli araba (çürük limon) satan satıcılar olacaktır. Bu bir piyasa başarısızlığıdır ve iyi kaliteli mal satıcıları ile kötü kaliteli mal satıcıları arasındaki dışsallıktan kaynaklanmaktadır.¹³³ Akerlof'un asimetrik bilgi yaklaşımı, zaman içinde, menkul kıymetlerin içinde de riskli-kötü kaliteli olanları (çürük limon) bulunabileceği savıyla finansal piyasa analizlerine girmiştir. Çünkü finansal piyasalardaki işleyişte ortaya çıkan sorunlarla, ikinci el otomobil piyasasındaki sorunlar benzeşmektedir.

Neo-Keynesyen asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal piyasalardaki bir karmaşanın toplam ekonomik faaliyetlerde yol açtığı istikrarsızlığı açıklama çabalarına çerçeve oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, Frederic S. Mishkin, finansal krizleri açıklamada, asimetrik bilgi kavramını ön plana çıkarmıştır. Mishkin, asimetrik bilgi kavramını işlevsel kılan ana faktörün, söz konusu kavramın finansal yapının temel unsurlarını

¹³² George A. Akerlof, "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol: 84, (August 1970), ss. 488-500.

¹³³ Hal R. Varian, *Intermediate Microeconomics A Modern Approach*, Third Edition, New York: W. W. Norton and Co. Publishers, 1993, s. 603-604.

açıklama yeteneği olduğunu belirtmektedir. Mishkin'e göre mevcut finansal yapının temel unsurları şunlardır:¹³⁴

- i) Piyasaya hisse senedi sürmek, firmaların faaliyetleri için öngördükleri birincil finansman yöntemi değildir.
- ii) Sadece büyük, güvenilir firmalar projelerini finanse etmek için hisse senedi ve tahvil arz ederler.
- iii) Finansal sistem, sektörler içinde en ağır düzenlemeye tabi olmaktadır.
- iv) Finansal aracılık, fonların üretken yatırım olanaklarına yönlendirilmesi için birincil yöntemdir.
- v) Firmalar için dışsal fonların en önemli kaynağı bankalardır.

Bu yaklaşıma göre, asimetrik bilgi olgusunun finansal piyasalarda yarattığı sorunlar, finansal sistemin, mevcut fonları üretken yatırım alanlarına yönlendirmedeki etkinliğini yitirmesine neden olmaktadır.¹³⁵

Finansal piyasalarda asimetrik bilgidен, şartlara bağlı olarak işleyen piyasaların yeterince olgunlaşmamasından, önyargılı işlemlerden kaynaklanan piyasa başarısızlıkları bulaşıcıdır. Bu olguların yol açtığı sonuçlar şunlardır:¹³⁶

- i) Asimetrik bilgi, örtük kamu güvencesiyle birleştiğinde ahlaki tehlike, yanlış seçim ve riskli projelere aşırı derecede borç verme sonuçlarını getirir.
- ii) Kısa vadeli yükümlülüklerle, uzun vadeli varlıklar arasındaki uyumsuzluk (vade çakışmaması), finansal aracılardan, bankaların ani geri ödeme taleplerine ve mali paniğe karşı zayıf yakalanmalarına yol açar; bu özellikle son çare olarak başvurulacak bir uluslararası nihai borç vericinin bulunmadığı sınır ötesi işlemlerde ciddi bir sorun yaratmaktadır.
- iii) Piyasalar, para yöneticilerinin performans yeteneğini doğrudan ölçemediğinde, bu yöneticiler çoğunlukla sürü davranışı

¹³⁴ Frederic S. Mishkin, "Preventing Financial Crises on International Perspective", **NBER Working Paper**, No. 4636, 1998, s. 5.

¹³⁵ Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", s. 3.

¹³⁶ Dani Rodrik, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler**, İstanbul: Sabah Kitapları, 1999, ss. 35-36.

gösterdiklerinden sonuçta ortaya aşırı belirsizlik ve sorunun yayılması etkileri çıkmaktadır.

- iv) Varlık değerleri, gelecekteki getiriler hakkındaki beklentilere göre belirlendiğinden, varlık fiyatları dinamiği son derece geniş bir alanda dalgalanabilmekte ve aşırı spekülasyonlar yaratabilmektedir.

Neo-Keynesyen iktisatçılar tarafından finansal piyasalarda kırılmalığa ve etkinlikten uzaklaşmaya yol açan asimetrik bilgi olgusunun, menkul kıymetler ve kredi piyasalarındaki etkileri şu şekildedir:

i). Menkul kıymet piyasalarında asimetrik bilgi sorunu; Potansiyel bir menkul kıymet yatırımcısı, beklenen kazançları yüksek ve riskleri düşük olan iyi firmaların hisse senetleri ile beklenen kazançları düşük ve riskleri yüksek olan kötü firmaların hisse senetlerini birbirinden ayıramayabilir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımcısı, iyi firmaların hisse senetlerinin yüksek fiyatı ile, kötü firmaların hisse senetlerinin düşük fiyatı arasında ki ortalama bir fiyattan hisse senedi almak isteyecektir. Diğer bir ifadeyle, menkul kıymet arz eden firmaların ortalama kalitesini yansıtan bir fiyatı ödemek isteyecektir. Ancak, iyi firmaların yöneticileri, menkul kıymetlerini bu fiyattan satmaya razı olmayacaklardır. Alıcının teklif ettiği fiyat, firma menkul kıymetlerinin olması gereken gerçek değerinin altında olacağından ve bu fiyat, firma yöneticileri tarafından iyi bilinen firmanın gerçek durumu ile örtüşmediğinden teklif edilen fiyattan satış mümkün olmayacaktır. Bu durumda, piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece kötü durumdaki firmalar olacaktır. Çünkü alıcının teklif ettiği fiyat, kötü firmaların menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerinde olacaktır. Ne var ki, kötü firmaların yöneticilerinin, menkul kıymetlerini satmak için aşırı ısrarcı olmaları, potansiyel yatırımcılara bu menkul kıymetlerin gerçek değerleri hakkında işaretler verecek ve onlar da bu piyasada yatırım yapmaktan vazgeçecektir.¹³⁷ Öte yandan, asimetrik bilginin olduğu bir finansal piyasada girişimcilerin, yatırımlarını hisse senedi satmak yoluyla finanse etmeleri ise, piyasalarda firmaların mali durumlarının kötü olduğu izlenimi yaratması nedeniyle zorlaşmakta ve düşen piyasa değeri nedeniyle yüksek

¹³⁷ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fifth Edition, New York: Addison-Wesley Publishing Co., 1998, s. 202.

maliyetli olmaktadır.¹³⁸ Sonuç olarak, asimetrik bilgi olgusu, menkul kıymet piyasası işleyişinde aksamalara ve çok az sayıda firmanın sermaye temini için menkul kıymet ihraç edebilmesine neden olmaktadır.

ii). Kredi piyasasında asimetrik bilgi sorunu; Kredi piyasasında asimetrik bilgiye ilişkin iki tür sorun öne çıkmaktadır. İlk olarak, kredi sözleşmesinin yapılması öncesinde borç verenlerin, borç alanlara ilişkin gerekli bilgileri fark edememesi nedeniyle ortaya çıkan yanlış seçim sorunudur. Girişimci projesinin beklenen getirisini bilmekte, fakat banka projenin beklenen getirisi hakkında sağlıklı bir bilgiye sahip olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, banka iyi ve kötü kredi risklerini birbirinden ayıramamaktadır. İkinci olarak, kredi verildikten sonra bankanın, borç alanın faaliyetlerini gözlemleyememesi ile ilgili olarak beliren ahlaki tehlike sorunu söz konusu olmaktadır. Bu sorunun temel kaynağı, borç alanların kredileri riskli ama getirisi yüksek projelerde kullanma eğiliminde olabilmeleridir.¹³⁹

Neo-Keynesyen iktisatçılara göre finansal piyasaların içine düştükleri istikrarsız ortamda önemli oranda pay sahibi olan asimetrik bilgi olgusu, beraberinde “yanlış seçim”, “ahlaki tehlike” ve “kredi tayinlaması” gibi üç temel soruna yol açmaktadır.

1.4.4.2.2. Yanlış Seçim (Adverse Selection)

Yanlış seçim olgusu, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup, eksik bilgilenmeden kaynaklanmaktadır. Eksik bilgilenme, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği bilgidir. Diğer bir ifadeyle, yanlış seçim olgusu, borç verenlerin belirli ekonomik koşullar altında kendilerine yüksek faiz ödeme taahhüdünde bulunanlara ellerindeki eksik bilgi sonucu fonlarını kullandırmaları durumudur.¹⁴⁰

¹³⁸ Bruce Greenwald, Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations”, **American Economic Review**, Vol: 74, No: 2, 1984, s. 196.

¹³⁹ Mishkin, a.g.e., ss. 201-202.

¹⁴⁰ Varian, a.g.e., s. 607.

Stiglitz ve Weiss modellerinde, yanlış seçim sorununu borç verenler açısından incelemişler, düşük ve yüksek riskli yatırımcıları birbirinden ayırt etme aracı olarak da faiz oranlarını kullanmışlardır. Modelin temel tespitlerine göre; bankalar borç verdikleri kişilerin hareketlerini kesin olarak gözlemleyememektedirler; faiz oranları ile yatırımın başarı şansı arasında ters bir ilişki vardır; yatırımcıların yüksek riskli kişiler olması bankanın getirisini azaltmaktadır.¹⁴¹

Veri nominal faiz oranında iki alternatif proje olması durumunda, risk karşısında yansız olan firma iki proje arasında kayıtsız kalacak fakat faiz oranında artış olduğunda firma, riski ve iflas etme olasılığı daha yüksek projeyi seçerek tepki gösterecektir. Diğer taraftan, eğer firma aynı ortalama getirili projeler karşısında kayıtsız ise banka daha güvenli projeye kredi vermeyi tercih edecektir. Bundan dolayı ortalama düzeyi üzerindeki faiz oranı, genellikle riski yüksek olan borçlular açısından çekici olacağından, bankanın gelecekteki getirileri azalacaktır.¹⁴²

1.4.4.2.3. Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)

Ahlaki tehlike, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan, saklı faaliyetten kaynaklanan ve borç alanın, borcu ödemesini zorlaştıracak her türlü faaliyet olarak tanımlanabilir.¹⁴³

Faiz oranı, projenin riskini yansıttığından, eksik bilgi sahibi borç verenler fonlarını borcu geri ödeyememe riski yüksek kötü kaliteli projelere kullanırlar. Eğer finansmanı sağlanan projenin getirisi; finansman maliyetini aşarsa elde edilen kâr, borç alan ve borç veren arasında paylaşılacaktır. Aksine, proje batarsa ya da beklenen getiri sağlanamazsa, ortaya çıkan zarar önemli oranda borç verenin üzerine kalacaktır. Çünkü borç alanın kredi alırken karşılık olarak verdiği teminatlar firmanın batması sonucu değerini önemli oranda yitirmiş olacağından borç verenin zararını tazmin etmesi pek mümkün olmayacaktır. Kredi ilişkisinde asimetric bilgi sonucu ortaya çıkan bu durum ahlaki tehlikenin artmasına yol açacaktır. Bu noktada

¹⁴¹ Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol: 71, No: 3, 1981, s. 395.

¹⁴² Stiglitz and Weiss, a.g.m., s. 401.

¹⁴³ Varian, a.g.e., s. 609.

ahlaki tehlikeye yol açan olgu, borç alanların yüksek kaliteli, göreceli düşük risk ve beklenen getiri taşıyan projelere yönelmemesi şeklinde ortaya çıkacaktır. Çünkü borcu ödeyememesi durumunda bundan kaynaklanan maliyetlere katlanması gerekmiyorsa borç alan yatırımcı daha yüksek riskli ve yüksek beklenen getiri içeren projeleri tercih edecektir.¹⁴⁴

Ahlaki tehlike, borç verenin bakış açısıyla, borç alanın istenmeyen faaliyetlere girmesi yönünde teşviklere sahip olmasıdır. Krediyi alan kişi, bunu getirisi ve riski yüksek bir projeye de yatırabilir. Bu durumda iki olasılık söz konusudur. Yatırımcı bu projeye yatırdığı parayı ya fazlasıyla geri alacak ya da tümüyle kaybedecektir. Birinci olasılıkta, yatırımcı projeye koyduğu paranın çok üzerinde bir kazanç sağlamış olacaktır. Ancak borç verene ödenecek miktar sabit olduğundan bu tek taraflı bir kazançtır. Projenin başarısız olması halinde ise, alınan kredinin geri ödenmeme riski vardır. Yatırımcıların bu tür davranışları, borç verenlerden borç alanlara servet transferi anlamına gelmektedir.¹⁴⁵

Mishkin'e göre, borçlu firmanın net değeri arttığında ahlaki tehlike sorunu zayıflayacak, borçlu firmanın net değeri azaldığında ise ahlaki tehlike sorunu artacaktır. Diğer bir ifade ile, firmanın net bilanço değerinin azalması, yanlış seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını arttıracaktır. Çünkü, her yeni proje yatırımı için firma borçlanırken, borç verenin parasının yanı sıra firma kendi öz kaynaklarını da riske etmektedir. Bu nedenle, kredi kullanan firmanın net değeri arttıkça her yeni yatırım aşamasında kendi öz kaynaklarını artan oranda riske etmiş olacaktır. Sonuç olarak, yüksek net bilanço değerine sahip firmalar kendi riske ettikleri miktarların artması nedeniyle yatırımlarında daha dikkatli davranacaklar, bu doğrultuda yanlış seçim ve ahlaki tehlike sorunları azalacaktır.¹⁴⁶

Gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak gözlenen mevduat sigortası sistemi, yatırımcı ve aracılara yüksek riskli yatırımlara yönelme şansı vermektedir. Ahlaki tehlike ana başlığı altında tanımlanan çeşitli suiistimallere yol açıcı bu durum, fon

¹⁴⁴ Frederic S. Mishkin, "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Paper*, No. 6390, (January 1998), ss. 2-3.

¹⁴⁵ Mishkin, a.g.e., s. 201.

¹⁴⁶ Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", ss. 3-4.

kullanma maliyetlerinin artışına neden olduğu gibi finansal piyasaları, ekonomik istikrarı tehdit eden bir yapıya dönüştürmekte, aşağıda sıralanan krizlerin öncü göstergelerini harekete geçirmektedir:¹⁴⁷

- i) Finans sektör bilançolarının bozulması.
- ii) Piyasa faiz oranlarının yükselmesi.
- iii) Piyasadaki belirsizliğin önemli oranda artması.
- iv) Reel sektördeki firma bilançolarının bozulması ve piyasa net değerlerinin etkilenmesi.

1.4.4.2.4. Kredi Tayınlaması

Asimetrik bilgi problemi, kredi piyasasında kendisini kredi tayınlaması olarak göstermektedir. Kredi tayınlaması, kredi piyasasında talebin arzı aşması, diğer bir ifadeyle borç almak isteyenlerin cari faiz oranından istedikleri kadar borç alamamaları şeklinde tanımlanmaktadır.¹⁴⁸

Stiglitz ve Weiss kredi tayınlamasını, benzer özelliklere sahip borçlanmak isteyen yatırımcılardan bir kısmının borç alıp, diğer kısmının ise daha yüksek faiz ödemeye razı olmaları durumunda dahi borç alamaması ve yine benzer özelliklere sahip borçlanmak isteyen yatırımcıların kredi alabilmelerinin ancak veri kredi arz miktarında meydana gelecek bir artış sonucu gerçekleştiği durum olarak tanımlamaktadırlar.¹⁴⁹

Shaw ve McKinnon'a göre kredi tayınlamasının nedeni hükümet müdahaleleridir. Çünkü, finansal sistemin etkinliği açısından sahip olması gereken fonksiyonlardan biri de, firmaların yatırım davranışları hakkında doğru ve eksiksiz bilgiyi toplayıp yatırımcıya aktarmak suretiyle fonların en verimli yatırımlarda değerlendirilmesini sağlamaktır. Buna karşın, finansal sistem üzerindeki hükümet müdahalelerinin, finansal sistemin işleyişinde asimetrik bilgiye yol açtığı koşullarda, yatırımcı firma

¹⁴⁷ Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Economies", s. 3.

¹⁴⁸ İzak Atıyas, Hasan Ersel ve Emin Ertürk, "Türk Bankalarında Müşteri Deseni ve Kredi Tayınlaması", *TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Toplu Sayı, No. 2, 1993, s. 2.

¹⁴⁹ Stiglitz and Weiss, a.g.m., s. 394.

hakkındaki bilgi eksikliği nedeniyle kredi veren kuruluşların kredi tayinlemesine başvuruları söz konusu olmaktadır.¹⁵⁰

Borç verenlerin piyasayı dengeye getirmek için faiz oranlarını yükseltmek yerine, verdikleri kredi miktarını kısıtlamalarının nedeni, yanlış seçim ve ahlaki tehlike problemleridir. Yanlış seçimde borç verenlerin faiz oranlarını yükseltmeyip kredi tayinlemesini tercih etmelerinin nedeni, faiz oranı arttıkça daha çok sayıda riskten kaçınan bireyin borçlanma havuzundan çıkacak olmasıdır. Ahlaki tehlikede ise, faiz oranı arttıkça yatırımcıların riskli projelere girme yönündeki teşviklerinin artacağı düşüncesiyle kredi tayinlemesi yapılmaktadır.¹⁵¹

Makroekonomik belirsizliklerin fazla olduğu ekonomilerde siyasi karar birimleri, bankacılık risklerini en aza indirmek amacıyla, zorunlu karşılık oranlarını arttırdığında, bankaların kâr oranlarının düşmesine paralel olarak kâr maksimizasyonunu sağlayan optimum faiz oranı da düşecektir. Artan zorunlu karşılık oranları ile azalan optimum faiz oranları, belirsizlik koşullarında finansmanı yapılan projelerin beklenen getirilerindeki aşırı dalgalanmalar sonucu daha da düşebilmektedir. Sonuç olarak, belirsizlik ortamlarında kredi tayinlemesi kaçınılmaz hale gelebilmektedir.¹⁵²

Öte yandan, bankalar açısından verdikleri borçların karşılığında yeterli teminat aldıkları varsayımı altında, borcun geri dönmemesi endişesi ile kredi tayinlemesine gitmek anlamsız görünse bile, herhangi bir kriz anında teminat değerlerinin de dibe vuracağı çok açıktır. Ayrıca, bankacılık piyasasındaki aşırı rekabet de verilen kredi karşılığında her zaman sağlam ve iyi teminatlar alınmasını güçleştirmektedir.¹⁵³

¹⁵⁰ Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, *Macroeconomics*, Sixth Edition, New York: McGraw-Hill Inc., 1994, s. 128.

¹⁵¹ Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge M. A.: MIT Press, 1989, ss. 479-480.

¹⁵² Delano Villanueva and Abbas Mirakhor, "Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization and Bank Supervision in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, Vol: 37, No: 3, 1990, s. 517.

¹⁵³ Udo Schmidt-Mahr, "Rationing Versus Collateralization in Competitive and Monopolistic Credit Markets With Asymmetric Information", *European Economic Review*, Vol 41, 1997, s. 132.

Bankacılık sistemi, bilgi üretimi açısından hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli bir role sahiptir. Kredi tayinlmasına gidilmesi sonucu bankacılık faaliyetlerinde ve aracılık hizmetlerinde ortaya çıkacak bir azalma, sistem içinde bilgi üretimini kısıtlayacağından asimetrik bilgiyi arttıracak ve bu yolla yanlış seçim ve ahlaki tehlike çoğalacaktır.¹⁵⁴

Sonuç olarak, asimetrik bilginin ve bunun bir sonucu olan kredi tayinlmasının var olduğu koşullarda finansal sistem etkinlikten uzak çalışmakta ve piyasada yatırım yapmak için yeterli fon bulunsa bile bu fonlar yatırımcılara ulaşamayabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, girişimcilerin yatırım yapmaları, ödeyecekleri faiz oranı yerine kredi bulabilme olanaklarına bağlı hale gelmektedir.

1.4.4.3.Finansal Liberalizasyon Kuramına Post-Keynesyen Yaklaşım

Post-Keynesyen yaklaşıma göre, neo-klasik finansal gelişme modelleri, faiz oranlarındaki değişmelerin ekonomik birimlerin finansal yapıları üzerindeki olası etkilerini ihmal etmekte, faiz oranı değişmelerinin yol açabileceği finansal istikrarsızlıkların ekonomik büyüme sürecinde neden olabileceği sorunları göz ardı etmektedirler.¹⁵⁵

Post-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasaların arz ve talep tarafında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak oluşur. Beklentilerin içsel olması, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanır. Bu bağlamda, rasyonel iktisadi birimlerin kararları sağ duyularından etkilenir. Beklentilerin uyardığı ve rekabetin getirdiği baskılar sonucunda, riski yüksek yatırımlar bazı dönemlerde rasyonel olarak algılanabilir. Bu durum aynı zamanda kendini besleyen bir süreçtir. Riski yüksek projelerden beklenen kârlar gerçekleştikçe gelecek konusunda daha olumlu beklentiler ortaya çıkar ve bunun bir sonucu olarak güvenlik marjları daralır.¹⁵⁶

¹⁵⁴ Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", s. 4.

¹⁵⁵ Rogerio Studart, "Financial Repression and Economic Development: Towards a Post-Keynesian Alternative", *Review of Political Economy*, Vol: 5, No: 3, 1993, s. 284.

¹⁵⁶ Studart, a.g.m. , s. 283.

Beklentilerin uyardığı ve rekabetin zorladığı piyasa dinamiklerinin en somut göstergesi, iktisadi konjonktürün farklı aşamalarında, farklı finansman biçimlerinde kendini gösterir. Ekonomik genişleme yaşanan dönemlerde iktisadi birimler, spekülâtif finansmana daha fazla yönelirler. Diğer bir ifadeyle, konjonktürün genişleme sürecinde uzun vadeli projeler, kısa vadeli finanse edilirler. Çalışmanın önceki kısmında değinilen ve Hyman Minsky tarafından “ponzi finansmanı” olarak adlandırılan; kredilendirmede ortaya çıkan bu vade çakışmaması (maturity mismatch) olgusu kredi arzında yaşanacak bir dalgalanma sonrası borçlular ve dolayısıyla finansal sistemin bütünü için ciddi zorlukların yaşanmasını beraberinde getirecektir. Bu tarz finansman, iktisadi birimleri faiz şoklarına ve kredi olanaklarındaki değişmelere karşı daha duyarlı yapar. Sonuçta finansal sistem giderek daha kırılabilir olur.¹⁵⁷

Kredilendirme mekanizmasının yoğunlukta olduğu finansal sistemlere sahip gelişmekte olan ülkelerde, sistemin etkin olarak işlemesi amacıyla devlet kontrolünde belirli kurumsal düzenlemelere gereksinim vardır. Post-Keynesyen görüşe göre, finansal sistemlerin sağlıklı işlemesi adına önemli bir gösterge olan istikrarlı ve görece düşük faiz oranlarının sürdürülebilirliği için belirli orandaki finansal baskı rasyonellik arz etmektedir.¹⁵⁸ Post-Keynesyen yaklaşımın, piyasaların kırılabilirliğini önlemek adına finansal piyasalara belirli oranda finansal baskı uygulanması önerisini, finansal liberalizasyon yaklaşımının temel istikrarsızlık kaynağı olarak kabul etmesi, iki yaklaşım arasındaki ana ayrım noktasını oluşturmaktadır.

1.5. FİNANSAL LİBERALİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Finansal liberalizasyonun, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki makroekonomik etkilerinin temel belirleyicileri; ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirmeleri sonucu uluslararası sermaye akımlarında gözlenen önemli

¹⁵⁷ Ilene Grabel, “Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies”, prepared for a conference on “Financialization of the Global Economy”, PERI (Political Economy Research Institute), Amherst, Massachusetts: University of Massachusetts, (December 7-8, 2001), s. 7.

¹⁵⁸ Stüdtart, a.g.m., s. 295.

değişimler ve bunun yanında geliştirmekte olan ülkelerin sahip oldukları finansal sistemlerin genel özellikleri olmuştur. Bu nedenle, finansal liberalizasyonun geliştirmekte olan ülkelerdeki makroekonomik etkilerini belirlemek için öncelikli olarak bu ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarının niteliği, miktarı ve artış nedenlerinin ele alınması, devamında ise geliştirmekte olan ülkelerdeki finansal sistemlerin genel özelliklerinin ortaya konulması aracılığıyla finansal liberalizasyonun makroekonomik etkilerinin belirlenmesi anlamlı olacaktır.

1.5.1.Geliştirmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Akımlarının Miktarı, Bileşimi ve Artış Nedenleri

i). Uluslararası Sermaye Akımlarının Artış Nedenleri:

Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte yaşanan süreçte, geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında önemli artışlar gözlenmiştir. Özellikle 1980 sonrası dönemde; gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelerdeki yatırımların getirileri arasındaki farklılıklardan yararlanmak, uluslararası piyasalara ulaşmak ve yatırım maliyetlerini düşürmek gibi amaçlarla geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında, finansal liberalizasyon sürecinin başlangıcından 1997'ye kalan olan dönemde önemli artışlar olmuştur. Sermaye akımlarında gözlenen bu artışın temel kaynakları; genel iktisadi eğilimlerde ve konjunktürde yaşanan değişim ile teknolojik gelişmeler olmuştur. Ne var ki, sermaye akımlarındaki artış istikrarlı bir seyir izlememiştir. Sermaye akımları, finansal krizler ile karşılıklı etkileşimde bulunarak, önemli dalgalanmalara neden olmaları sonucu, küresel anlamda makroekonomik olumsuzlukların kaynağı olmuşturlardır.

Geliştirmekte olan ülkelerin 1980'li yıllara kadar sahip oldukları düzenlemeye dayalı finansal yapı; esnek döviz kuru sistemine geçiş, faiz oranlarının yükselmesi, dış ticaret finansmanının önem kazanması gibi etkenlere bağlı olarak zorlanmaya başlamıştır. Bu dönemde; ulusal ekonomilerin dünya piyasaları ile bütünleşmesinin hız kazandığı bir sürece şahit olunmuştur. Bu bütünleşme süreci içinde ülkelerin ödemeler bilançosundaki sermaye hesabı kalemi, uygulamaya sokulan finansal liberalizasyon politikaları nedeniyle artık cari işlemler dengesinin tamamlayıcısı ve

dış ticaretin finansmanı gibi işlevlerden ziyade kendi dinamikleri çerçevesinde hareket eder olmuştur.¹⁵⁹ Dani Rodrik ve Anders Velasco 1988-1998 dönemi için 32 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında, bu ülkelerin uluslararası ticaret hacmi ile yine bu ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye akımları arasında hiçbir ilişki bulunmadığını tespit etmişlerdir.¹⁶⁰

Özünde piyasa başarısızlıklarını ve devletin iş sahası yaratmadaki rolünü vurgulayarak, düşük faiz oranı politikaları aracılığı ile finansal piyasalara müdahale etmek suretiyle yatırımların artmasını öngören Keynesyen yaklaşım, 1980'lerde yerini liberal içerikli serbest piyasa yaklaşımına bırakmıştır. Bu doğrultuda, ABD Hazinesi, IMF ve Dünya Bankası arasında varılan bir anlaşma olan "Washington Uzlaşması"; gelişmekte olan ülkeler için "doğru" politikalar üzerine kurulu, serbest piyasa yaklaşımı doğrultusunda ekonomik büyüme ve istikrara farklı bir bakış açısı getiren bir düzenleme demeti olarak etkinlik kazanmıştır.¹⁶¹

Washington Uzlaşması özünde; " IMF'nin uzun süredir uygulamada tuttuğu makroekonomik istikrar politikaları; Reagan döneminde ABD'nin etkisiyle Dünya Bankası'nın gündeme getirdiği finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve Thatcher döneminde İngiltere'nin özelleştirmeyi ön planda tutan iktisat politikalarının birlikteliğinden oluşan liberal karakterli bir ilkeler bütünüdür".¹⁶²

IMF'nin kredi ilişkisi içinde olduğu ülkelere önerdiği politika reçetelerinin iskeletini oluşturan "Washington Uzlaşması"nın temel ilkeleri şunlardır:¹⁶³

- i) Mali disiplin.
- ii) Kamu harcamalarının kısılması.
- iii) Vergi reformu.
- iv) Faizlerin piyasada belirlenmesi.
- v) Rekabetçi kur politikası.

¹⁵⁹ McLean and Shrestha, a.g.m., s. 5.

¹⁶⁰ Dani Rodrik and Anders Velasco, "Short-Term Capital Flows", **Annual World Bank Conference on Development Economics 1999**, (December 2000), s. 61.

¹⁶¹ Stiglitz, **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, s. 37.

¹⁶² Lance Taylor, "Editorial: The Revival of the Liberal Creed-The IMF and the World Bank in a Globalized Economy", **World Development**, Vol: 25, No: 2, 1997, s. 147.

¹⁶³ John Williamson, "What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?", **The World Bank Research Observer**, Vol: 15, No: 2, August 2000, ss. 252-253.

- vi) Serbest ticaret rejimi.
- vii) Yabancı sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi.
- viii) Düzenlemelerin azaltılması (deregülasyon).
- ix) Mülkiyet haklarının güvence altına alınması.
- x) Özelleştirme.

“Washington Uzlaşması” politikalarının yaşama geçirilme aracı yapısal uyum politikaları olmuştur. Bu süreçte belirleyici olan temel uygulama, IMF ve Dünya Bankası'nın geliştirmekte olan ülkelere açacakları kredileri, finansal liberalizasyon yönünde atılacak adımlara bağlamış olmalarıdır.¹⁶⁴ Nominal faiz oranına, piyasada oluşan denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskıya son verilerek, faiz oranlarının serbestleştirilmesine ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasına dayanan finansal liberalizasyon politikaları, istikrar ve yapısal uyum sürecinin önemli bir parçasını oluşturmuştur.¹⁶⁵ Bu düzenlemeler çerçevesinde 1990'larda geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının artışında pek çok ülkenin, IMF ve Dünya Bankası'nın finansal desteği karşılığı yürütmekte oldukları yapısal uyum programları ve kamu finansal kurumları ile kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi önemli pay sahibi olmuşlardır.¹⁶⁶

Diğer yandan, geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki artışın ardında; gelişmiş ülkelerden kaynaklanan “itme etkisi” ve geliştirmekte olan ülkelerin yarattığı “çekme etkisi”nin de rolü vardır. Sözü edilen bu etkiler, her iki ülke grubunun konjonktürel olarak içinde buldukları iktisadi koşulların birer sonucudur. İtme etkisi, gelişmiş ülkelerdeki tasarrufların, söz konusu ülkelerdeki kârlılık oranlarının düşmesine bağlı olarak yeni yatırım projeleri arayışında olmalarından kaynaklanırken; çekme etkisi, geliştirmekte olan ülkelerin finansal liberalizasyon

¹⁶⁴ Ilene Grabel, “Portfolio Investment”, *Foreign Policy In Focus*, Vol: 3, No: 13, (May 1998), s.1.

¹⁶⁵ Michel Chossudovsky, “Yapısal Uyumdan Yoksulluğa Karşı Mücadeleye: Uluslararası Para Fonu'nun Yıkıcı İnatçılığı”, (çev.) Melek Fırat, *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, Cilt. 16, Sayı. 148, (Ekim 1992), s. 8.

¹⁶⁶ Malcolm Knight, “Developing Countries and the Globalization of Financial Markets”, *IMF Working Paper* No. 98/ 105, (July 1998), s. 7.

sonucu sahip olmaya başladıkları niteliklerin, bu ülkeleri yabancı sermaye açısından cazip hale getirmesidir.¹⁶⁷

Bu bağlamda üç temel itme etkisinden söz edilebilir. İlk olarak, en gelişmiş ülkelerin 1970'lerle birlikte finansal liberalizasyon sürecine girmiş olmalarının yanı sıra Bretton Woods sistemi sonrası döviz ticareti ve türev araçların oluşumu hızlanmıştır. İkinci olarak, gelişmiş ülkelerdeki ekonomik büyümenin yavaşlamasının, bu ülkelerdeki karlı yatırım olanaklarını azaltmış olması söz konusudur. Üçüncü itici etki ise, kurumsal yatırımcıların öneminin artmasına bağlı olarak çeşitlenen yatırım portföylerine, gelişmekte olan ülkelere ait finansal varlıkların da katılması sonucu gelişmiş ülkelere sermaye çıkışının artmasıdır.¹⁶⁸

Gelişmekte olan ülkeleri, uluslararası sermaye akımları açısından cazip kılan çekme etkisi olarak adlandırılacak olguların başında, bu ülkelerin hemen tamamının finansal liberalizasyon sürecine dahil olmalarının yatırımcılara sunduğu avantajlar gelmektedir. Bunun dışında, bu süreçte, gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları istikrar ve yapısal uyum politikaları sonucu ulaştıkları dış borç yeniden yapılandırma kolaylıkları ve daha uygun makroekonomik göstergeler, bu ülkelerin güvenilirliğini artırarak, yatırım açısından çekici konuma getirmiştir.¹⁶⁹

Gelişmekte olan ülkelerin uygulamış oldukları finansal liberalizasyon programlarının etkisiyle söz konusu ülkelere yönelen kısa vadeli sermayenin artmasında, gelişmiş ülkelerde izlenen gevşek para politikaları ile düşük faiz oranları ve bunun bir sonucu olarak uluslararası faiz oranlarının düşmesi ayrıca önem taşımaktadır.¹⁷⁰ Tablo 1.2'de görüldüğü üzere gelişmiş ülkelerdeki kısa ve uzun vadeli nominal faiz oranları, 1990 yılından itibaren 1995 ve 2000 yılları haricinde sürekli ve önemli oranda azalmıştır.

¹⁶⁷ Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol: 10, No: 2, (Spring, 1996), s. 126.

¹⁶⁸ Calvo, Leiderman and Reinhart, a.g.m., ss. 126-127.

¹⁶⁹ Bustelo ve diğerleri, a.g.m., s. 66; Calvo, Leiderman and Reinhart, a.g.m., s.127.

¹⁷⁰ Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart, "Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, Vol: 40, No: 1, 1993, s. 108.

Tablo: 1.2. Gelişmiş Ülkelerdeki Nominal Faiz Oranları
(Yıllık %)

	Kısa Vadeli Faiz Oranları	Uzun Vadeli Faiz Oranları
1985	8,5	9,9
1986	7,0	7,9
1987	6,5	8,2
1988	6,9	8,2
1989	8,5	8,4
1990	9,1	9,2
1991	8,0	8,4
1992	6,7	7,7
1993	5,4	6,6
1994	4,9	7,1
1995	5,2	6,8
1996	4,3	6,1
1997	4,1	5,5
1998	4,1	4,5
1999	3,4	4,7
2000	4,4	5,0
2001	3,2	4,4
2002	2,0	4,2

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (April, 2004), Tablo: 16, s. 211; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (October, 1997), Tablo: A18, s. 171; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (May, 1993), Tablo: A18, s. 151.

1970'lerin ortalarında yaşanan petrol krizi sonrasında petrol fiyatlarında gözlenen aşırı artışlardan kaynaklanan OPEC üyesi ülkelerin gelirlerindeki büyük artışların uluslararası finansal sisteme girmesi sonucu ortaya çıkan uluslararası likidite artışı, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki artışa etki eden diğer bir faktör olmuştur. Yüksek petrol kazançları topladıkları uluslararası ticari bankalardan gelişmekte olan ülkelere genelde sendikasyon kredileri şeklinde yönlendirilmiştir. 1978-1981 döneminde gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermaye miktarı toplamı yaklaşık 68 milyar dolar olmuştur.¹⁷¹ "Petro-dolar" olarak da adlandırılan yüksek petrol kazançlarından kaynaklanan fonlar nedeniyle 1976-1980 yılları arasında uluslararası bankaların varlıkları yüzde 95 oranında büyümüştür. Bu süreçte "off-shore" bankacılık sistemi ve "euro-dolar" piyasaları, uluslararası finansal sistemin önemli unsurları haline gelmişlerdir.¹⁷² Bu bağlamda, uluslararası finansal akımların gelişmesi, uluslararası döviz piyasaları ve özel

¹⁷¹ McLean and Shrestha, a.g.m., s. 3.

¹⁷² Saskia Sassen, *The Global City*, New Jersey: Princeton University Press, 1991, s. 66.

doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile doğrudan bağlantılı olan, uluslararası hisse senedi piyasalarının ortaya çıkmasına yol açmıştır.¹⁷³

Sermaye hareketlerindeki artışın nedenleri arasında telekomünikasyon ve bilgi işlem alanlarında gerçekleştirilen teknolojik gelişmeler önemli bir yer tutmaktadır. Piyasalar hakkında bilgiye erişimin kolaylaşmasının yanı sıra, tüm piyasalarda finansal işlem yapma olasılığı ve hızının son derece artmış olması, işlem maliyetlerinin düşmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını arttıran faktörlerden bir diğeri olarak öne çıkmıştır.

ii). Uluslararası Sermaye Akımlarının Bileşimi:

Finansal liberalizasyona geçiş ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin niteliğinde bazı köklü değişimler gözlenmiştir. Bu noktada en kayda değer değişim; uluslararası sermaye akımlarının resmi kanallardan özel kanallara doğru kaymış olmasıdır. Çünkü, 1970'lerde uluslararası finansal akımlar, sermaye hareketleri üzerinde var olan kısıtlamaların bir sonucu olarak, büyük oranda dış borçlanma şeklinde ve kamu tarafından gerçekleştirilirken, 1990'ların başından itibaren sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu, uluslararası sermaye akımları çoğunlukla özel kanallar aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.¹⁷⁴

Tablo 1. 3'de görüldüğü üzere, özel sermaye akımları 1997 yılına kadar önemli artışlar kaydederken, aynı dönemde resmi sermaye akımları görece düşük düzeylerde kalmıştır. Resmi sermaye akımlarının 1995, 1998 ve 2001 yıllarında artış göstermesi, yaşanan önemli finansal krizlerin doğrudan bir sonucudur. Söz konusu yılların, finansal kriz yıllarını takip etmesi; IMF ve Dünya Bankası'nın kriz yaşayan ülkelere kullandıkları büyük miktarda kredilerin, resmi sermaye akımlarını arttırması bu artışları açıklamaktadır.

¹⁷³ Şevket Sayılğan, "Uluslararası Finansal Entegrasyon Süreci ve Ekonomik Sonuçları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı 12, (Aralık 1998), s. 7-8.

¹⁷⁴ McLean and Shrestha, a.g.m., s. 5.

Tablo: 1.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları

(Milyar Dolar)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
NET TOPLAM SERMAYE AKIMI	123,9	157,2	150,1	185,0	196,3	159,8	105,7	71,5	23,9	72,5	63,0
Net Resmi Sermaye Akımı	21,9	19,2	25,3	35,0	-6,9	25,1	40,3	26,0	1,0	43,4	24,3
Net Özel Sermaye Akımı	102,0	108,0	124,7	149,9	203,1	134,7	65,3	45,5	22,9	29,1	38,7
Net Doğrudan Yatırım	23,3	52,1	74,9	82,7	104,8	128,2	130,2	142,7	131,9	151,2	116,6
Net Özel Portföy Yatır.	55,5	66,9	89,2	19,1	72,5	39,5	5,3	3,4	-14,2	-49,9	-32,8
Net Diğer Özel Ser.Ak.	14,2	-11,0	-39,4	48,2	25,8	-33,0	-70,2	-99,6	-94,8	-72,3	-45,2

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook, World Economic and Financial Surveys*, (October, 2000), Tablo:33, s. 245; IMF, *World Economic Outlook, World Economic and Financial Surveys*, (September, 2003), Tablo: 33, s. 219.

Finansal liberalizasyon sürecine girilmesi ile birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları koşulların bir sonucu olarak ortaya çıkan piyasa faiz oranı farklılıkları, özel sermaye akımlarının kompozisyonunu değiştirmiştir. Söz konusu süreçte, sermayenin yöneldiği ülkelerde uygulanan sabit kur rejimleri de yatırımcıların daha yüksek finansal getiriler elde etmesine olanak sağlamıştır.¹⁷⁵ 1990'ların başında, faiz oranı farklarının yarattığı arbitraj gelirlerinin çekiciliği, özel sermaye akımları içinde yer alan portföy yatırımlarının payını arttırmıştır. Öte yandan, portföy yatırımları artışının bir sonucu olarak, uluslararası finansal sistemde banka dışı kurumsal yatırımcıların da önemi artmıştır.¹⁷⁶ Özel sermaye akımlarının kompozisyonunda görülen değişim; özellikle Latin Amerika finansal piyasalarının yatırımcılara sunduğu yüksek getirilerin, portföy yatırımlarını uyarmasının ve Asya

¹⁷⁵ Nejla Adanur Aklan, a.g.m., s. 155.

¹⁷⁶ Gabel, "Portfolio Investment", s. 1.

ülkelerinin doğrudan yatırımları çeken ekonomik büyüme performansının birer sonucudur.¹⁷⁷

iii). Uluslararası Sermaye Akımlarının Miktarı:

1978-1981 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere giden sermaye miktarı yaklaşık 68 milyar dolar olmuş ve bu miktarın önemli bir kısmı banka kredisi şeklinde gerçekleşmiştir. 1982’de Meksika’nın moratoryum ilanı ve devamında diğer bazı Latin Amerika ülkelerinin borç servislerinde yaşadıkları zorluklar 1983-1989 döneminde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımını azaltmıştır. 1989’daki borç yeniden yapılandırılması amacıyla hazırlanan Brady Planı, Latin Amerika ülkelerinde gerçekleştirilen yapısal reformlar, ABD’deki faiz oranları düşüşü ve küresel anlamda kurumsal yatırımcıların artması 1990’ların başından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını yine arttırmıştır.¹⁷⁸ 1980’lerin sonunda günde yaklaşık 190 milyar dolar hacmi olan dünya döviz piyasası işlemleri, 1990’ların sonunda günlük 1.8 trilyon dolar işlem hacmine ulaşmış bulunmaktadır.¹⁷⁹

Tablo 1.3’den de görüleceği üzere 1992-1996 döneminde istikrarlı bir artış gösteren gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye akımı, yaşanan finansal krizlerin bir sonucu olarak 1997’den itibaren azalma sürecine girmiş 2001 yılında önemli bir artış göstermesine rağmen 2002 yılında yine azalmıştır. 1992-2001 döneminde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları istikrarlı bir artış trendi içinde iken, 2002 yılında önemli miktarda azalma göstermiştir. Tablodan da gözlemlendiği gibi finansal liberalizasyon sürecinde sermaye akımları içinde göreceli olarak en düzenli artış doğrudan sermaye yatırımlarında gerçekleşmiştir. Banka kredilerinin de içinde bulunduğu diğer net özel sermaye akımlarında ve portföy yatırımlarında, yaşanan finansal krizlerle bağlantılı olarak önemli bir dalgalanma söz konusu olmuştur. 1995 yılına kadar artan portföy yatırımları, 1994 Meksika krizi sonrası 1995 yılında önemli bir düşüş göstermiş, 1996 yılında tekrar artarken 1997-1998 yıllarındaki

¹⁷⁷ Melike Altinkemer, “Capital Flows: The Turkish Case”, **The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper**, No: 9601, (December 1995), s. 3.

¹⁷⁸ McLean and Shrestha, a.g.m., ss. 2-5.

¹⁷⁹ Irma Adelman and Erinç Yeldan, “The Minimal Conditions for a Financial Crisis: A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crisis”, **World Development**, Vol: 28, No: 6, (June 2000), s. 1088.

Doğu Asya ve Rusya krizleri nedeniyle yine düşüş trendine girmiş ve günümüze kadar olan süreçte sürekli azalarak net özel sermaye akımları içindeki payı giderek azalmıştır.

Doğrudan yatırımlar, sahip oldukları uzun vadeli yatırım türü olma niteliği nedeniyle yatırımcı tarafından belirli riskler alınarak gerçekleştirilirler. Makroekonomik olumsuzlukların ve belirsizliklerin olduğu ülkeler, doğrudan yatırımlar açısından riskli ülkelerdir. Doğrudan yatırımlar, gittikleri ülkelerde faiz oranlarından daha çok makroekonomik koşullara duyarlıyken, kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları ise faiz oranı ve menkul kıymet borsa endeksi gibi finansal göstergelere duyarlılık gösterirler. Bu anlamda, finansal liberalizasyon sürecinin başında, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde, faiz ve kur farkından kaynaklanan arbitraj kazancının yönlendirdiği portföy yatırımları önemli bir pay almış iken, 1990'lı yılların ortalarında yaşanan finansal krizler portföy yatırımlarının miktarını önemli oranda azaltmıştır.¹⁸⁰

Tablo: 1.4. Yabancı Doğrudan Yatırımlar – Gittikleri Ülke Açısından
(Milyon Dolar)

	1991-1996 (Yıllık Ort.)	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dünya	254.326	481.911	686.028	1.079.083	1.391.957	823.825	651.188
Gelişmiş Ülkeler	154.641	269.654	472.265	824.642	1.120.528	589.379	460.334
Gelişmekte Olan Ülkeler	91.502	193.224	191.284	229.295	246.057	209.431	162.145
L.Amerika ve Karayip Ülkeleri	27.069	73.275	82.040	108.255	95.358	83.725	56.019
Doğu, Güney ve G.Doğu Asya Ülk.	56.147	100.067	90.093	105.313	138.698	97.604	88.613

Kaynak: UNCTAD, **World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives**, United Nations, New York and Geneva: 2003, Annex Table B.1, ss. 249-252.

¹⁸⁰ Alejandro Lopez-Mejia, "Large Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses", **Finance and Development**, Vol. 36, No. 3, (September 1999), s. 29.

1995 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik net özel sermaye akımlarında yaşanan köklü değişim Tablo 1.4'de net olarak görülmektedir. 1990-1994 döneminde özel sermaye akımları içinde portföy yatırımları önemli bir paya sahip iken, 1994'deki Meksika krizi ve devamında diğer Latin Amerika ülkelerinde gözlenen makroekonomik olumsuzluklar, bu ülkelere yönelik portföy yatırımı niteliğindeki özel sermaye akımlarını azaltmıştır. Yine aynı süreçte, Doğu Asya ülkelerinde yaşanan olumlu makroekonomik gelişmeler, yabancı sermaye akımlarının yönünü bu bölgeye çevirmesi ile sonuçlanmıştır. 1990'da gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yüzde 85'i Latin Amerika ve Asya ülkelerine yönelmişken, 1996'da bu rakam yüzde 95'e çıkmıştır. 1993'de Latin Amerika ülkeleri net özel sermaye akımlarının yüzde 40'ını çekerken, Asya ülkeleri yüzde 36'sını çekmiştir. 1994'de Meksika ve Latin Amerika ülkelerinde gözlenen makroekonomik olumsuzluklar sonucu 1995'de bu rakamlar sırasıyla yüzde 26 ve yüzde 62 olarak gerçekleşmiştir.¹⁸¹

1995 yılından itibaren özel sermaye akımları içinde doğrudan yatırımların payının sürekli şekilde artması, özel sermaye akımlarının profilinde de önemli bir değişikliğe yol açmıştır. Doğrudan yatırım şeklindeki özel sermaye akımlarının diğer sermaye akımı türlerine göre yukarıda da belirtildiği üzere, daha istikrarlı bir niteliğe sahip olmaları, satın alma veya üretim amaçlı gerçekleştirilmiş olduklarından, hareket yeteneklerinin daha sınırlı olması ve uzun dönem getirilerini amaçlıyor olmaları nedeniyle, 1995'den sonra finansal piyasalarda doğrudan yatırımlara olan ilgi artmıştır. Doğrudan yatırım şeklindeki özel sermaye akımı, gelişmekte olan ülkelerdeki fiziksel sermaye birikimine katkıları nedeniyle bu ülkelerce sağlanan çeşitli kolaylıklar aracılığıyla çekilmeye çalışıldığından, 1990'ların ikinci yarısında, hacmi daha da genişlemiştir.¹⁸²

Tablo 1.4'de görüldüğü üzere, küresel anlamda doğrudan yatırım şeklindeki özel sermaye akımları 2000 yılında yaklaşık 1392 milyar dolarlık büyüklüğe ulaşmıştır. 1991-1996 döneminde gerçekleşen doğrudan yatırımların yıllık ortalamasına göre yaklaşık 5.5 kat artışa denk gelen bu büyüklük, finansal liberalizasyon sonucu, dünya

¹⁸¹ Bustelo ve diğerleri, a.g.m., s. 65.

¹⁸² Robert E. Lipsey, "Foreign Direct Investors in Three Financial Crises", **NBER Working Paper**, No: 8084, (January 2001), s. 2.

üzerindeki doğrudan yatırım şeklindeki özel sermaye akımlarının boyutunu vermesi bakımından anlamlıdır. Öte yandan, doğrudan yatırımların ülke grupları açısından dağılımına bakıldığında; 1991-1996 döneminde yıllık ortalamalar açısından doğrudan yatırımların yüzde 60'ı gelişmiş ülkelere, yüzde 36'sı gelişmekte olan ülkelere, yüzde 10'u Latin Amerika ve Karayip ülkelerine ve yüzde 22'si Doğu, Güney ve Güney Doğu Asya ülkelerine yönelmiştir. Doğrudan yatırımların miktar açısından en yüksek değerine ulaştığı 2000 yılında ise bu oranlar sırasıyla; yüzde 80, yüzde 17, yüzde 7 ve yüzde 10 olarak gerçekleşmiştir. Bu anlamda, gelişmiş ülkelere yönelik doğrudan yatırım şeklindeki özel yabancı sermaye akımları dönem boyunca yaklaşık yüzde 30 oranında artarken; gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırım şeklindeki özel yabancı sermaye akımları dönem boyunca yaklaşık yüzde 50 oranında azalmıştır. Bu verilerden hareketle, finansal liberalizasyon sürecinde düzenli olarak artış gösteren ve diğer sermaye akımı türleri ile kıyaslandığında; gittikleri ülkelerde, üretimi ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttırıcı, uzun vadeli ve görece istikrarlı niteliklere sahip olan doğrudan sermaye yatırımları, gelişmiş ülkeleri tercih etmiş, gelişmekte olan ülkelere, görece rağbet etmemiştir.

Tablo: 1.5. Yabancı Doğrudan Yatırımlar Stokları
(Milyon Dolar)

	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
Dünya	699.415	977.755	1.954.152	3.002.152	6.146.812	6.606.855	7.122.506
Gelişmiş Ülkeler	391.946	570.901	1.399.880	2.041.408	3.988.075	4.277.195	4.594.850
Gelişmekte Olan Ülkeler	307.469	406.805	551.481	920.400	2.029.412	2.173.769	2.339.632
L.Amerika ve Karayip Ülkeleri	50.404	80.129	116.963	201.755	608.924	705.746	762.229
Doğu, Güney ve G.Doğu Asya Ülk.	216.139	253.969	340.285	582.542	1.186.143	1.215.410	1.304.973

Kaynak: UNCTAD, **World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives**, United Nations, New York and Geneva: 2003, Annex Table B.1, ss. 257-260.

Tablo 1.5'deki verilerden hareketle, yabancı doğrudan yatırımlar, stoklar açısından ele alındığında; 1980 yılında toplam doğrudan yatırımların yüzde 56'sı gelişmiş ülkelerde, yüzde 44'ü ise gelişmekte olan ülkelere bulunmakta iken, 1990

yılında gelişmiş ülkelerdeki yabancı doğrudan sermaye yatırımlarının büyüklüğü, toplam doğrudan yatırımların yüzde 72'sine çıkmış, gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının miktarı yüzde 28'e gerilemiştir. 2000-2002 döneminde ise toplam doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yüzde 65'i gelişmiş ülkelerde, yüzde 35'i ise gelişmekte olan ülkelere bulunmaktadır. Bölgesel açıdan değerlendirildiğinde; toplam doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından gittikçe daha az pay alan gelişmekte olan ülkeler arasında, bu yatırımların bölgesel olarak paylaşımında da önemli bir dengesizlik göze çarpmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımlar daha çok Doğu, Güney ve Güneydoğu Asya ülkelerini tercih etmişlerdir. Bu bölge ülkelerindeki yabancı doğrudan sermaye yatırımı stokları, gelişmekte olan ülkelerdeki toplam yabancı doğrudan sermaye yatırımı stokunun; 1980'de yüzde 52'sini, 1990'da yüzde 62'sini, 1995'de yüzde 63'ünü, 2000'de yüzde 58'ini ve 2002'de yüzde 56'sını oluşturmuştur. Diğer bir ifadeyle, 2000-2002 döneminde bir miktar azalmasına karşın Güney, Doğu ve Güneydoğu Asya ülkeleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı doğrudan yatırımların yaklaşık üçte ikisini kendi bölgelerine çekmişlerdir.

1970-2000 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı doğrudan yatırımların ortalama olarak, yüzde 33,2'si Çin'e, yüzde 10,8'i Brezilya'ya, yüzde 9,9'u Meksika'ya, yüzde 6,2'si Arjantin'e, yüzde 6'sı Singapur'a, yüzde 4'ü Malezya'ya ve geriye kalan yüzde 29,9'u diğer gelişmekte olan ülkelere gitmiştir. Buna karşılık aynı dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli portföy türü sermaye akımlarının ortalama olarak, yüzde 19,7'si Brezilya'ya, yüzde 15,8'i Meksika'ya, yüzde 13,8'i Arjantin'e, yüzde 13,8'i Güney Kore'ye, yüzde 7,3'ü Güney Afrika Cumhuriyeti'ne, yüzde 4,9'u Çin'e ve yüzde 24,7'si geriye kalan gelişmekte olan ülkelere gitmiştir.¹⁸³

Yabancı doğrudan yatırımların stok değerleri açısından elde edilen sonuçlar, yukarıdaki akım değişkenler açısından elde edilen sonuçlarla aynı paraleldedir. 1980'de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından görece birbirine yakın değerlere sahip olan toplam doğrudan yatırım büyüklükleri, finansal liberalizasyon süreci sonunda günümüzde üçte iki oranında gelişmiş ülkelere yığılmış durumdadır.

¹⁸³ IMF, *World Economic Outlook 2001*, (October, 2001), s. 151. (www.imf.org.).

Finansal liberalizasyon sürecinde hareketlilik kazanan yabancı doğrudan yatırımların çoğunlukla gelişmiş ülkeleri tercih etmesinin ardında yatan temel gerekçe gelişmiş ülkelerin sahip olduğu olumlu makroekonomik koşullardır.

Tablo 1.6'daki verilerin ışığında, yabancı doğrudan yatırımlar, yatırımları gerçekleştiren ülke grupları açısından değerlendirildiğinde; yatırımların yönünün beklendiği gibi gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleştiği sonucuna varılmaktadır. 1991-1996 döneminde toplam doğrudan yatırımların yüzde 86'sı gelişmiş ülkeler tarafından gerçekleştirilirken; dönemin ilerleyen yıllarında bu oran yaklaşık yüzde 92 düzeylerine yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin gerçekleştirdikleri doğrudan yatırımların toplam içindeki payı yüzde 10'un altında kalmıştır.

Tablo: 1.6. Yabancı Doğrudan Yatırımlar – Çıktıkları Ülke Açısından (Milyon Dolar)

	1991-1996 (Yıllık Ort.)	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dünya	280.550	476.934	683.211	1.096.554	1.200.783	711.445	647.363
Gelişmiş Ülkeler	240.639	396.057	630.891	1.021.307	1.097.796	660.558	600.063
Gelişmekte Olan Ülkeler	39.439	76.662	49.837	72.786	99.052	47.382	43.095
L.Amerika ve Karayip Ülkeleri	5.953	23.666	19.057	30.845	13.534	7.961	5.770
Doğu, Güney ve G.Doğu Asya Ülk.	31.113	49.297	29.852	37.087	80.614	36.907	34.225

Kaynak: UNCTAD, **World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives**, United Nations, New York and Geneva: 2003, Annex Table B.1, ss. 253-255.

Finansal liberalizasyon sürecinde, gelişmekte olan ülkeler açısından önem arz eden diğer bir finansal büyüklük, döviz rezervi stokudur. Finansal liberalizasyon sürecine denk gelen 1990 sonrası dönemde, gelişmekte olan ülkelerdeki uluslararası döviz rezervi birikimi, net sermaye girişlerinin yüzde 33.3'üne ulaşmıştır. Diğer bir ifadeyle, uluslararası net sermaye girişlerinin yaklaşık üçte biri doğrudan doğruya rezerv birikimi olarak tutulmuş, yatırım finansmanı olarak reel sermaye birikimine

katkı yapmamıştır.¹⁸⁴ Tablo 1.7 den de görüldüğü üzere 1989 yılında 155.5 milyar dolar düzeyinde olan gelişmekte olan ülkelerin toplam döviz rezervi büyüklüğü, 1998 yılındaki küçük miktardaki bir azalışın dışında sürekli artış göstererek 2002 yılı sonunda yaklaşık 1.1 trilyon dolar düzeyine ulaşmıştır.

Tablo: 1.7. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Döviz Rezervleri
(Milyar Dolar)

Yıllar	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Döviz Rezervleri	155,5	194,6	246,2	261,6	308,1	362,5	429,3	637,9	700,1	698,5	725,9	815,4	910,5	1.088,1

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys**, (April, 2004), Tablo: 35, s. 245; IMF, **World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys**, (October, 1997), Tablo: A36, s. 203.

1.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Sistemlerin Genel Özellikleri

Özellikle 1980'lerden sonra "kötü altyapı" üzerinde biriken kendine has sorunları, gelişmekte olan ülkeleri "sorunları" bakımından belirgin hale getirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon, işsizlik, dış borç ve bütçe dengesizlikleri öne çıkan ortak sorunlardır. Bu ülkelerin çoğunda sermaye ve nitelikli işgücü kıtlığı çekilmekte, bunun yanı sıra kişi başına gelirleri düşük ve tasarrufları yetersiz kalmaktadır. Petrol ihracatçısı bazı gelişmekte olan ülkelerde ise parasal sermaye ve kişi başına gelir düzeyi görece yüksek olmasına karşın kaynakları üretime yönlendirecek unsurların eksikliği söz konusudur. Bu doğrultuda gelişmekte olan ülkeleri, gelişmiş dünyadan ayıran temel özellikleri şu şekilde gruplandırmak mümkündür:¹⁸⁵

- i) Finansal piyasalar sığ, faiz oranı, döviz kuru, mal ve hizmet fiyatları gibi temel fiyatlar denge sonucunu verecek gösterge niteliğinden uzaktır.
- ii) Devletin iktisadi yaşamdaki ve makro büyüklüklerdeki payı oldukça büyüktür.
- iii) Para basma en kestirme yol olarak algılandığından, yüksek enflasyon yaygındır.

¹⁸⁴ Yeldan, a.g.e., s. 20-22.

¹⁸⁵ Ertürk, a.g.e., s. 487.

- iv) Döviz piyasasına müdahale ve farklı kur politikaları yaygındır.
- v) Genelde ihracatın içinde tarımsal ürünler ağırlıkta ve ihracat yapıları çeşitlilikten uzaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunun karşı karşıya oldukları temel problemler, uygulanan makroekonomik politikalara olan güven eksikliği, yasal düzenleme eksikliği, düzenleyici otoritenin görev ve uygulamalarından kaynaklanan sorunlar, parasal ve mali disiplin eksikliği, kredi piyasasında kısa vadelerin ve yüksek faiz oranlarının yol açtığı sorunlar, yüksek ve sürekli enflasyon, yüksek düzeylerdeki iç ve dış kamu borcu, borç yükünün bir sonucu olan finansal baskının yüksekliği ve finansal derinleşmenin yetersizliği gibi sorunlar nedeniyle finansal sistemlerin etkinlikten uzak faaliyet göstermeleri, kronikleşmiş cari işlem açıkları, uluslararası sermaye akımlarına bağımlılığın yüksek düzeylere erişmesi, açık kambiyo rejimi uygulamaları ve sanayi ürünleri ihracat kapasitesinin düşüklüğüdür.¹⁸⁶

Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında genel olarak hakimiyet birkaç finansal kurumun ve/veya devletin elindedir. Bu anlamda gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerini, gelişmiş ülkelerinkinden ayıran en temel özelliklerden biri, belirli sayıda kurumun veya devletin kendi kontrolünde, serbest piyasa işleyişinden uzak yapılara sahip olmalarıdır. Bunun en önde gelen nedeni ise, gelişmekte olan ülke finansal piyasalarının bizzat devlet tarafından ve yakın zamanlarda kurulup, geliştirilmeye çalışılması ve köklü, kuralları oturmuş bir geçmişe sahip olmamalarıdır. Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında kamu payının genelde yüksek olması bunun bir kanıtını oluşturmaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları yetersiz denetim ve düzenleme ortamında, finansal aracı kurumların, özellikle bankaların fon aktarma kapasitesinin ve yurtiçi kredi hacminin hızla büyümesi sürecinde, bankacılık sektörü ve reel sektör arasındaki karmaşık mülkiyet ilişkileri, denetim ve düzenlemeyi çeşitli şekillerde zorlaştırmıştır.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Akyüz, "Managing Financial Instability and Shocks", s. 8; Ali İhsan Karacan, **Finans, Ekonomi ve Politika**, Ankara: Creative Yayıncılık, 1997, s. 156.

¹⁸⁷ Celasun, a.g.m., ss. 169-170.

Gelişmekte olan ülkelerde gözlenen parasal istikrarsızlıkların ulusal finansal sistem üzerinde, gelişmiş ülkelerde yaşananlardan çok daha derin olumsuzluklara yol açmasının altındaki en temel neden, aynı zamanda para ikamesinin bir göstergesi olan büyük miktarlardaki yabancı para cinsinden kamu ve özel kesim borçlarıdır.¹⁸⁸

Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin etkinlikten uzak faaliyet göstermesi, makroekonomik ve yapısal sorunların da katkısıyla mali bilançoların sağlıklı bir biçimde büyümesine yol açarak finansal krizlere duyarlı bir yapı oluşturmaktadır.¹⁸⁹ Özellikle borçlanma vadelerinin kısa olduğu durumlarda, ortaya çıkabilecek yüksek oranlı devalüasyonlar, uluslararası likidite sağlayan bir son kredi merciinin bulunmadığı koşullarda oluşabilecek likidite problemleri nedeniyle borç ödeyememe ve iflas gibi olumsuzlukları kaçınılmaz kılmaktadır.¹⁹⁰

Gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymet ve sermaye piyasalarında önemli fiyat dalgalanmaları ile karşılaşma olasılığı söz konusudur. Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarındaki bu dalgalanmalar beklentiler üzerinde olumsuz sonuçlara yol açtığı gibi, yatırım vadelerini kısaltırken risk primini yükseltmektedir.¹⁹¹ Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymet piyasalarında gözlenen yüksek ortalama getiri oranları, portföy yatırımlarını çeşitlendirmek isteyen yabancı yatırımcılar için dönem dönem çok cazip olmalarına rağmen, bu ülke menkul kıymet borsalarındaki yüksek fiyat dalgalanmaları nedeniyle bu fonlar kısa vadeli gelmekte ve her an geri dönebilir bir nitelik taşımakta, giderken de önemli sorunlara neden olabilmektedir.¹⁹²

Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin, finansal liberalizasyon sonrası uluslararası sistem ile bütünleşmiş olmaları nedeniyle, herhangi bir ülkede baş gösteren finansal krizin bulaşma etkisiyle hızla uluslararası nitelikli bir krize

¹⁸⁸ Akyüz, "Managing Financial Instability and Shocks", s. 7.

¹⁸⁹ Ilene Grabel, "Marketing the Third World: The Contradictions of Portfolio Investments in the Global Economy", *World Development*, Vol: 24, No: 11, 1996 s. 1763.

¹⁹⁰ Akyüz, "Managing Financial Instability and Shocks", s. 7.

¹⁹¹ Karacan, a.g.e., s. 156.

¹⁹² Karacan, a.g.e., s. 157.

dönüşebilmesi, tüm gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri için ciddi bir tehdit oluşturmaktadır.¹⁹³

1.5.2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Merkez bankasının bağımsızlığı, parasal yönetimle ilgili olarak belirlenen rakamsal hedeflere ulaşmada kuruma verilen serbesti olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankasının bağımsızlığı, amaç ve araç bağımsızlığı ayrımı yaparak tanımlandığında ise, amaç bağımsızlığına sahip olan bir merkez bankasının para politikasını yönetme gücüne sahip olması ifade edilirken, araç bağımsızlığında ise, herhangi bir sınırlama olmaksızın kurumun kendi amacını sağlamada para politikasını kullanma gücü tanımlanmaktadır.¹⁹⁴

Finansal liberalizasyon uygulamaları sonucunda gelişmiş ülkelerin merkez bankasının bağımsızlığı konusunda elde ettikleri faydaların gelişmekte olan ülkeler açısından genelde elde edilemediği görülmüştür.¹⁹⁵

Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığını sınırlandıran faktörler genel olarak; enflasyonla mücadelede finansal sektörün zayıf kalması, ekonomik ve siyasi yapının para politikasını destekleyici özellikler taşınamaması, para ve maliye politikaları arasındaki uzlaşsı ve koordinasyon eksiklikleri ile maliye politikalarının genelde baskın rol üstlenmesidir.¹⁹⁶

Gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyonla mücadelede finansal sektörün zayıf kalmasının altında yatan temel neden, bu ülkelerdeki görece yüksek enflasyon oranının, para ikamesini cazip kılarak para politikası araçlarının etkinliğini azaltmasıdır.¹⁹⁷

¹⁹³ Dilek Özbek, *Uluslararası Para Sistemi: Teori ve Politika*, Ankara: İmaj Yayıncılık, 1999, s. 157.

¹⁹⁴ Stanley Fischer, "Modern Approach to Central Banking", *NBER Working Paper*, No: 5064, 1995, s. 41.

¹⁹⁵ Alex Cukierman and Steven B. Webb, "Political Influence on the Central Bank: International Evidence", *The World Bank Economic Review*, Vol: 9, No: 3, September, 1995), s. 398.

¹⁹⁶ Ignacio Mas, "Central Bank Independence: A Critical View from a Developing Country Perspective", *World Development*, Vol: 23, No: 10, (October, 1995), s. 1640.

¹⁹⁷ Mas, a.g.m., s. 1642.

Öte yandan, bazı gelişmekte olan ülkelerde para politikasının baskı grupları üzerinde kısıtlayıcı şekilde kullanılamamasından dolayı, finansal sektör fiyat istikrarının sağlanmasında yeterince etkin olamamıştır. Çünkü, genellikle gelişmekte olan ülkelerde özel bankalar ekonomide ağırlığı bulunan holdinglerin ve finansal grupların bir parçasını oluşturduğundan, bu kurumlar bağlı şirketlere uygun kredi sağlama görevini yürüttükleri için temel bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşmak suretiyle bankacılık sisteminin bir bütün olarak enflasyonla mücadele gücünü zayıflatmışlardır.¹⁹⁸

Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerdeki politik yapı, merkez bankası bağımsızlığını sınırlandıran diğer bir faktördür. Genelde gelişmekte olan ülkelerde gözlenen siyasi bölünmüşlük ve karar alma mekanizmasının son derece merkezi olması, merkez bankasının enflasyonla mücadele kararlılığını zayıflatan bir ortam yaratmıştır.¹⁹⁹

Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığını zayıflatan diğer bir gelişme, merkez bankasının para politikasıyla hükümetin maliye politikası arasında ortaya çıkan uzlaşmazlıklardır. Bu uzlaşmazlıklar, çoğunlukla sorumluluk alanlarının açık olmayışından kaynaklanmaktadır. Genellikle çatışma, borç yönetimi, mali açıkların finansmanı ve döviz kuru yönetiminde gözleendiği gibi, bankacılık sisteminin istikrarını koruyucu politikalar üzerinde de çıkabilmektedir.²⁰⁰

Öte yandan, finansal derinliğin yeterince sağlanamadığı, iç borç servisi kapasitesi zayıf gelişmekte olan ülkelerde maliye politikasının baskın rol oynaması daha sık rastlanan bir gelişmedir. Bütçe açıklarının finansmanında uluslararası finansal piyasaların fonlarına ulaşma zorluğu çeken gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı olumsuz yönde etkilenmektedir.²⁰¹

¹⁹⁸ John B. Goodman, "Politics of Central Bank Independence", *Comparative Politics*, Vol: 23, No: 3, 1991, s. 355.

¹⁹⁹ Adam S. Posen, "Declaration Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence", *NBER Macroeconomics Annual 1995*, 1995, s. 259.

²⁰⁰ Christian H. Beddies, "Monetary Policy and Public Finance: Inflation Targets in a New Perspective", *IMF Working Paper*, No: WP/99/26, 1999, s. 18.

²⁰¹ Mas, a.g.m., s. 644.

1.5.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sisteminin Yapısı

Gelişmekte olan ülkelerde gözlenen denetim ve düzenleme yetersizliği bankaları aşırı risk almaya teşvik etmektedir. Denetim eksikliği ve düzenleme yetersizliğinin sonucu olarak; mevduat sigortası sisteminin kötüye kullanılması, banka sahiplerinin ekonomik ve siyasi gücü, grup içi krediler, açık pozisyonlar ve vade uyumsuzluğu ile birleştiğinde bankacılık sisteminin kırılabilirliği artmaktadır.²⁰²

Finansal liberalizasyon uygulamaları bankaların karşısına ciddi rakipler çıkartmıştır. Bu rakiplerden en önemlisi yatırım fonlarıdır. Söz konusu fonlar, küçük tasarrufları bir araya getirerek yönetimini üstlenmektedir. Bu gelişmeler, yatırımcıların mevduat hesaplarından uzaklaşmasına yol açarken, bankaları kaynak toplamada yükselen maliyetlerle karşı karşıya bırakmıştır. Öte yandan, hisse senedi ve tahvil piyasalarının gelişmesi ve menkulleşmesinin yaygınlaşması da bankaların geleneksel faaliyetlerinden olan kredi verme avantajını büyük oranda ortadan kaldırmıştır. Firmaların, hükümetlerin ve kamu kuruluşlarının doğrudan tahvil ve hisse senedi ihraç ederek finansman sağlama olanaklarının artması, yatırımcıların teknolojik gelişmeler sonucunda sermaye piyasası araçlarına ulaşabilmelerinin kolaylaşması ile birleşince, dolaşımda olan sermaye piyasası araçlarının banka kredilerine oranı yükselmiştir.²⁰³

Bu gelişmeler sonucunda bilançolarının hem aktifinde hem de pasifinde yaşanan olumsuzlukların telafisi ve kâr oranlarının yeniden yükseltilmesi için bankalar ya geleneksel olmayan faaliyetlere ağırlık vererek, faiz dışı gelirlerle kârlılıklarını arttırmaya çalışacaklar ya da geleneksel bankacılık faaliyetlerine devam ederek, daha riskli alanlara yönelik kredi kullanıma başlayacaklardı. İlk yol olan geleneksel olmayan faaliyetlere yönelik, banka bilançolarında menkul kıymetlerin artan ağırlığı ve banka gelirlerinde faiz dışı gelirlerin katkısının yükselmesiyle kendini göstermiştir. İkinci yol ise, kredibilitesi daha düşük olan firmalara piyasa fiyatlarının üzerinde faiz oranlarıyla kredi kullanıma olarak şekillenmiştir.²⁰⁴

²⁰² Demirgüç-Kunt and Detragiache, a.g.m., s. 83.

²⁰³ Franklin R. Edwards and Frederic S. Mishkin, "The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, No: 2, (July, 1995), s. 31.

²⁰⁴ Edwards and Mishkin, a.g.m., ss. 33-34.

Çoğu gelişmekte olan ÷lkede banka sermayelerinde kamunun önemli bir ağırlığı söz konusudur. Kamu bankalarının, özel sermayeli bankalardan farklı olarak hükümet müdahalelerine açıklıkları bazen önemli sorunlara yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ÷lkelerde kamu bankaları genelde ekonominin belli sektörlerine kredi sağlamak üzere kurulmuşlardır. Ancak, bu bankalar tarafından görev alanları kapsamında kullanılan kredilerin değeriğerliliklerinin gerçek anlamıyla tespit edilememesi, söz konusu bankaları zor durumdaki sektörlerle finansal destek sağlama aracı haline getirebilmektedir.²⁰⁵

Ayrıca, kamu bankalarının içinde buldukları konum itibarıyla iflaslarının mümkün olmaması, zararlarının devlet tarafından karşılanması, rekabete açık olmamaları gibi hususlar bu bankaların gelişmesini önlemekte; ortaya çıkan sorunlar ile sorunlu kredilerin erken tespiti ve müdahalesinde yetersiz kalmaları, bankacılık sektörü ve ekonominin bütünü açısından önemli sakıncalar yaratmaktadır.

Diğer yandan, kamunun bankacılık sektörüne müdahalesi bazen ileri boyutlara varabilmektedir. Kamu bankaları, özel sektöre ait olsa bile kamu otoritesi tarafından belli sektörlerle kredi aktarılması, bazen kendi alacaklarının azaltılması veya silinmesi, karlı bankacılık işlemleri yapmalarının engellenmesi, piyasa faiz oranlarının altında oranlarla menkul kıymet portföyü oluşturmaları, sektöre daha yüksek yasal zorunluluklar veya vergi yükümlülükleri getirilmesi gibi uygulamalara maruz kalabilmektedirler.²⁰⁶

Çoğu gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinin görece küçük ve kısıtlı bir ürün yelpazesine sahip olmalarının bir sonucu olarak, bu belli ürünlerin arz ve talebinde yaşanan ani değerişiklikler dış ticaret hadlerini olumsuz etkileyerek, dış ticaret firmalarının iflaslarına yol açabilmektedir. Bunun sonucunda da bu firmalarla çalışan

²⁰⁵ Edwards and Mishkin, a.g.m., s. 34.

²⁰⁶ Edwards and Mishkin, a.g.m., s. 34.

bankalar finansal güçlük içine düşebilmekte, ekonominin bütünü de bu durumdan ciddi olarak etkilenmektedir.²⁰⁷

Gelişmekte olan ülkelerde bankalar, döviz kuru, faiz oranı ve fiyat düzeyi açısından nominal dalgalanmaya karşı farklı bir kırılganlık göstermektedirler. Çoğu banka yabancı para birimi üzerinden aldığı kredilerin riskine karşı bir önlem almadığından, ülke parasının değer kaybetmesi durumunda büyük zararlara uğramaktadır. Ayrıca, yüksek enflasyon ve nominal faiz oranları, bankaların fonlama maliyetinin uzun dönemli kredilerin getirisinden daha yüksek olmasına yol açmaktadırlar.²⁰⁸

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri, bankacılık sisteminde uygulanan politikalara bağlı olarak gerçekleşmektedir. Öte yandan, bankaların yurt dışından ek kaynak sağlaması ve bu kaynakların ekonominin belli sektörlerine aktarılması gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarında aşırı şişkinliğe yol açabilmektedir. Ayrıca, çoğu zaman, bankalar kredi verme sürecinde, firmalar hakkında yeterli ve doğru bilgileri elde edemedikleri gibi yapılan sözleşmelerde yaptırım uygulayacak güvenilir bir mekanizma da geliştirememektedirler. Bu durum ise, banka kredilerinin geri dönüp dönmeyeceği ve kredi verilen firmanın iflası halinde hangi sürecin işlerlik kazanacağını belirsiz kaldığı bir ortam yaratmaktadır.²⁰⁹

Sonuç olarak, finansal liberalizasyon olgusu ve onun bir sonucu olan uluslararası sermaye akımlarının niteliği, kompozisyonu ve miktarındaki değişiklikler, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri ve bankacılık sektörü üzerinde genelde olumsuz yönde etkilere yol açmışlardır.

²⁰⁷ Aydan Aydın, Pelin Ataman Erdönmez, Alpan İnan ve Burçak Tülay, **Bankacılıkta Mali Bünye Sorunları ve Yeniden Yapılandırılmada Ülke Uygulamaları**, İstanbul: TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını, (Şubat, 2000), s. 3.

²⁰⁸ Caprio Jr. and Honohan, a.g.m., s. 45.

²⁰⁹ Aydın ve diğerleri, a.g.y., s. 3.

1.5.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri

Gelişmekte olan ülkeler, finansal liberalizasyon uygulamasına geçerken, finansal piyasalarını geliştirmek ve serbestleştirmek yoluyla dünya üzerindeki fonların daha büyük bir oranını ülkelerine çekmeyi ve uluslararası sermaye akımlarından daha fazla pay almayı amaçlamışlardır. Çünkü, uluslararası sermaye akımları, yatırımların ve dolayısıyla ekonomik büyümenin artmasına katkı sağlayabildiği ölçüde, gelişmekte olan ülkelerdeki yaşam standardını yükseltmektedirler. Sermaye akımları aynı zamanda, hanehalkına daha yüksek düzeyde tüketim kapasitesi sağladığı için hanehalkının refah düzeyini de yükseltebilmektedir. Öte yandan, sermaye akımlarının yaygınlaşması, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sistemin gelişmesine yardımcı olarak, bu ülkelerdeki yatırımcılara ve emekli sandıkları gibi fon kuruluşlarına, portföylerine uluslararası yatırım seçeneklerini katma olanağı sunarak, tasarruf sahiplerine risk dağılımı ve yüksek getiri sağlamaktadır.²¹⁰

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye akımlarından diğer bir beklentisi ise, sahip oldukları makroekonomik sorunları aşma, daha güçlü ve rekabet edebilir bir ekonomik yapıya ulaşma hedefi doğrultusunda olmuştur. Daha açık bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkeler, finansal liberalizasyon uygulamasına geçerken sahip oldukları; tasarruf yetersizlikleri, bütçe açıkları, borç yükleri, fiyat istikrarsızlıkları, fiziksel sermaye yetersizlikleri gibi temel makroekonomik olumsuzlukları aşmayı planlamışlardır. Ne var ki, gelişmekte olan ülkelerin beklentilerini karşılayacak nitelikteki uzun vadeli sermaye akımları, bir önceki alt bölümde ortaya konulduğu gibi, yatırım için genellikle makroekonomik istikrara sahip ülkeleri tercih ettiğinden, gelişmekte olan ülkelere daha çok portföy yatırımı tarzındaki kısa vadeli sermaye akımları gitmiştir. Bu anlamda, kısa vadeli portföy yatırımlarının doğasında bulunan spekülasyon unsurları, sermaye akımlarından makroekonomik olumsuzluklarına çare arayan gelişmekte olan ülkelere dönemselsel olarak önemli finansal krizler yaratmışlardır.

²¹⁰ Calvo ve diğerleri, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", ss. 123-124.

Bunun yanında, yukarıdaki verilerden tespit edildiği üzere, gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımlarının yarısından fazlasının Doğu Asya'daki ülkelerde birikmiş olması anlam taşımaktadır. Sahip olduğu nitelikler nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf ve sermaye birikimi yetersizliklerine çözüm getiren doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımları, tercih ettikleri bu bölge ülkelerinde gerçekleşen, nedenlerine daha sonra değinilecek olan 1997 finansal krizi istisna tutulursa, önemli ekonomik performans gelişimine destek sağlamışlardır. Doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımlarından yeterince pay alamayan gelişmekte olan ülkeler ise, sahip oldukları tasarruf açıklarını, istikrarlı ve uzun vadeli doğrudan yatırımlar yerine, kısa vadeli ve istikrarsız portföy yatırımları şeklindeki sermaye akımları ile kapatmak durumunda kaldıklarından, ulusal ekonomilerinde sahip oldukları istikrarsızlıkların yanında bir de kısa vadeli sermaye akımlarının beraberinde taşıdığı ek olumsuzluklarla yüzleşmişlerdir.

Bu kısımda, çalışmanın ana konusunu, Türkiye ekonomisinin oluşturması ve Türkiye'nin de dahil olduğu geniş bir gelişmekte olan ülke grubunun yabancı doğrudan yatırımlardan çok küçük bir pay alabiliyor olması nedeniyle, bu ülkeler için bir anlam ifade etmeyen yabancı doğrudan yatırımlar yerine, portföy yatırımı şeklindeki sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik etkileri incelenmektedir.

UNCTAD verilerine göre, 2002 yılı itibariyle Türkiye'deki yabancı doğrudan yatırım stoku 18558 milyon dolardır. Türkiye'deki bu yabancı doğrudan yatırım stokunun, toplam yabancı doğrudan yatırım stoku içindeki payı binde 2; gelişmekte olan ülkelere yapılan toplam yabancı doğrudan yatırım stoku içindeki payı da binde 8'dir.²¹¹

Çalışmanın bu bölümünde, finansal liberalizasyon uygulamaları ile beraber yaygınlık kazanan portföy yatırımı şeklindeki kısa vadeli uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki makroekonomik etkileri belirlenecektir.

²¹¹ UNCTAD, *World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives*, United Nations, New York and Geneva: 2003, Annex Table B.1, ss. 257-260.

1.5.3.1. Ekonominin Genel Dengesi

Portföy yatırımı şeklindeki kısa vadeli sermaye akımlarının, gelişmekte olan ülkelerde genel olarak, ekonominin talep kısmında daha etkili olduğu, ekonominin genel dengesi içinde, üretim artışından daha çok, tüketim artışına yol açtığı gözlenmiştir. Sermaye akımının hız kazanması ile gelişmekte olan ülkelerde gözlenen refah etkisi, bu ülkelerdeki yüksek tüketim eğilimi ile birleştiğinde, tüketim harcamaları önemli miktarda artmıştır. Ulusal para birimlerinin reel olarak değerlendirilmesi sonucu ithal malların görece ucuzlaması, tüketici kredilerindeki artışla desteklendiğinde sonuç tüketim patlaması şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu gelişme, finansal liberalizasyon yaklaşımının, tasarrufların artacağı öngörüsünün tam aksine gelişmekte olan ülkelerde, tüketimin artıp, tasarrufların azaldığının bir göstergesi olmuştur.²¹²

McKinnon'un öne sürdüğü; “faiz oranlarındaki sınırlamaların kaldırılmasının tasarrufları artıracığı, sermaye çıkışını engelleyeceği ve büyüme için gerekli kaynakları üretim kesimlerine yönlendireceği” varsayımının geçerli olması için öncelikle ikame etkisinin (gelecekteki tüketimin şimdiki tüketimi ikame etmesi) gelir etkisini (gelecekteki gelirin şimdiki tüketimi artırması) bastırması gerekmektedir.²¹³ Ne var ki, gelişmekte olan ülkelerde gelir etkisinin, ikame etkisine göre daha baskın olması nedeniyle tasarruflar yerine tüketim harcamaları artmıştır.²¹⁴

Diğer yandan, cari gelirin, beklenen gelire oranla düştüğü ve yüksek enflasyon oranının var olduğu ortamda, küçük tasarruf sahipleri, varlıklarını faiz geliri elde edebilecekleri yatırımlara dönüştürerek, önceki tüketim düzeylerini koruma gayreti içine girmişlerdir. Ne var ki, finansal liberalizasyon sonucu artan faiz oranları, küçük tasarruf sahiplerinin gelirini arttırmasına rağmen, bireylerin tasarruf eğilimi,

²¹² Christian E. Weller, “Financial Crises After Financial Liberalisation: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?”, *Journal of Development Studies*, Vol: 38, No: 1, (October 2001), s. 99; Calvo ve diğerleri, “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990’s”, s. 130.

²¹³ McKinnon, a.g.e., s. 56.

²¹⁴ Nurhan Yentürk, “Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”, *İktisat*, Sayı 366-367, (Nisan-Mayıs 1997), s. 55.

firmaların tasarruf eğiliminden düşük olduğu için toplam tasarruflar artmamıştır²¹⁵ Bu süreçte, küçük tasarruf sahiplerinin önceki tüketim düzeylerini koruma amacıyla tasarruflarına yüksek faiz geliri arayışına girmeleri ve piyasalarda artan likidite, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarında “şişme-bubble” olarak adlandırılan önemli miktarlardaki artışa yol açmıştır.²¹⁶

1.5.3.2. Ekonomik Büyüme Performansı

Finansal liberalizasyon uygulamalarının etkisi altında artış gösteren uluslararası sermaye akımları, liberalizasyon sürecinin başlangıcına denk gelen 1990’ların ilk yarısında, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme performanslarını belirli oranda arttırmıştır. 1975-1984 döneminde yıllık ortalama yüzde 4,5 oranında reel GSMH artışı gerçekleştirmiş olan gelişmekte olan ülkeler, 1992-1995 döneminde yıllık ortalama yüzde 6,5’lik reel GSMH büyümesi gerçekleştirmişlerdir. 1995 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları yaşanan krizlerle bağlantılı olarak dalgalı bir seyir izlemiş ve 2000 yılı haricinde 1990’ların ilk yarısındaki büyüme performansına yaklaşamamışlardır. Yabancı sermaye akımlarının yoğun olarak yöneldiği Latin Amerika ve Asya ülkeleri açısından reel GSMH artışları farklı gelişme göstermişlerdir. Yukarıda tespit edildiği üzere, yabancı doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımlarının yoğun girişine sahne olan Asya ülkeleri, 1975-1984 döneminde yıllık ortalama yüzde 6,3 oranında reel GSMH artışı gerçekleştirmişler iken, 1987-1996 döneminde bu oran yüzde 8,1’e yükselmiştir. 1987-1996 döneminde reel GSMH artışı , tüm ekonomiler için yıllık ortalama yüzde 3,4, gelişmiş ülkeler için yüzde 2,7 ve portföy yatırımlarının yoğun ilgi gösterdiği Latin Amerika ülkeleri için yine yıllık ortalama yüzde 2,7 olarak gerçekleşmiştir. Asya ülkelerinde 1997 yılında yaşanan finansal krizin etkisiyle 1998 yılında bu ülkelerin reel GSMH rakamları önemli oranda azalırken, 1999 yılından itibaren yine ortalama yıllık yüzde 6,2 düzeyinde bir ekonomik büyüme gerçekleştirmişlerdir. Aynı süreçte, tüm gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik büyüme performansı yıllık ortalama yüzde 4,6 olarak gerçekleşirken, Latin Amerika ülkeleri 1999-2002 döneminde yıllık ortalama yüzde 1,15 oranında reel GSMH artışı

²¹⁵ Akyüz, a.g.m., ss. 3-4.

²¹⁶ Calvo ve diğerleri, “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990’s”, s. 130.

gerçekleştirebilmişler ve finansal liberalizasyonun tüm olumsuz etkilerini ekonomilerinde gözlemişlerdir. Asya ülkelerinin ekonomik büyüme performansı açısından tüm dünya ülkelerinin çok üzerinde artış gerçekleştirmelerinde kısmen iç dinamiklerinin payı varken, söz konusu performansta bu ülkelere giden büyük miktardaki yabancı doğrudan yatırımlar da pay sahibidir.

Tablo: 1.8. Reel GSMH Artış Oranları
(Yıllık % değişim)

	Dünya	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler	Asya Ülkeleri	Latin Amerika Ülkeleri
1975-84 (yıllık ort.)	3,3	2,5	4,5	6,3	3,2
1985	3,8	3,3	5,3	7,2	3,9
1986	3,6	2,8	4,9	7,1	3,9
1987	3,9	3,2	5,6	8,1	3,2
1988	4,6	4,3	5,3	9,1	0,7
1989	3,8	3,7	4,2	6,1	1,8
1990	2,7	2,7	4,1	5,6	1,1
1991	1,8	1,2	4,9	6,6	3,6
1992	2,8	1,9	6,6	9,5	3,1
1993	2,8	1,2	6,6	9,4	3,7
1994	4,1	3,2	6,8	9,6	5,0
1995	3,7	2,5	6,0	8,9	1,3
1996	4,1	3,0	5,6	8,2	3,7
1997	4,2	3,4	5,3	6,5	5,2
1998	2,8	2,7	3,0	4,1	2,3
1999	3,7	3,5	4,0	6,2	0,4
2000	4,7	3,8	5,9	6,7	3,9
2001	2,4	1,1	4,1	5,6	0,4
2002	3,0	1,7	4,6	6,4	-0,1

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (April, 2004), Tablo: 1, s. 187; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (October, 1997), Tablo: A1, s. 147; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (May, 1993), Tablo: A1, s. 129.

Diğer taraftan, finansal liberalizasyon sürecinde yoğun portföy yatırımı türündeki kısa vadeli sermaye akımlarına ev sahipliği yapan Latin Amerika ülkelerinin, Asya ülkelerine kıyasla yaklaşık üçte iki oranında daha düşük reel GSMH artışı

gerçekleştirmiş olmalarının ardındaki en önemli nedenlerden biri, bu ülkelere giden sermaye akımlarının yol açtığı makroekonomik olumsuzluklardır.

1.5.3.3. Ödemeler Dengesi

Portföy yatırımı şeklindeki kısa vadeli sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını arttırmasının yanı sıra, bu süreçte, uygulanan reel olarak değerli ulusal para birimi olgusunun bir sonucu olarak ortaya çıkan rekabet kaybı, dış ticarete konu sektörleri etkilemiş, ihracat olanaklarının daralmasına karşın artan ithalat harcamaları önemli cari işlem açıklarına yol açmıştır.²¹⁷ Bu süreçte, gelişmekte olan ülkeler cari işlem açıklarını, ihraç ettiklerinden fazla sermaye ithal ederek oluşturdukları sermaye hesabı fazlası ile kapatmışlardır.²¹⁸

Tablo 1.9'daki verilerde görüldüğü gibi, gelişmiş ülkelerin cari işlem açıkları 1990 yılından itibaren azalmaya başlamış, 1993-1998 döneminde ise bu ülkeler değişen oranlarda sürekli cari işlem fazlası vermişlerdir. 1999 yılından itibaren ise gelişmiş ülkeler büyük miktarda cari işlem açıklarıyla karşılaşmışlardır. Gelişmiş ülkelerin cari işlem açıklarının artma ve azalma süreçlerinde, gelişmekte olan ülkelerin cari işlem dengeleri, gelişmiş ülkelerin cari işlem dengelerinin tersi yönünde gelişmeler göstermiştir. 1993-1998 döneminde gelişmiş ülkelerdeki cari işlem fazlasının tam aksine gelişmekte olan ülkeler bu dönemde en yüksek oranda cari işlem açıklarıyla yüzleşirken, 1999 yılında azalma eğilimi gösteren gelişmekte olan ülkelerin cari işlem açıkları, 2000-2002 döneminde cari işlem fazlası haline dönüşmüş, buna karşın aynı süreçte gelişmiş ülkeler önemli miktarda cari işlem açığı vermişlerdir. Diğer bir ifadeyle, 1997-1998 yıllarında yaşanan finansal krizler sonrası gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli portföy yatırımı türü sermaye akımlarının miktarındaki azalmanın bir sonucu olarak, kısa vadeli sermaye akımlarının beraberinde bu ülkelere taşıdıkları olumsuz makroekonomik etkiler görece azaldığından, gelişmekte olan ülkeler 1999 yılından itibaren cari işlem dengelerini kurabilmişlerdir.

²¹⁷ Calvo ve diğerleri, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", ss. 128-129.

²¹⁸ Lance Taylor, "The Consequences of Capital Liberalization", *Challenge*, Vol: 43, No: 6, (November/December 2000), s. 44.

Tablo: 1.9. Ülke Gruplarına Göre Ödemeler Bilançosu Cari İşlemler Dengesi
(Milyar Dolar)

	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler	Asya Ülkeleri	Latin Amerika Ülkeleri
1985	-62.9	-29.6	-15.9	-4.1
1986	-29.2	-50.7	2.0	-18.6
1987	-62.4	-9.7	18.0	-11.1
1988	-55.4	-28.7	6.3	-11.6
1989	-81.5	-22.0	-4.5	-8.4
1990	-104.9	-21.3	-6.5	-6.8
1991	-20.5	-81.9	-6.6	-18.4
1992	-38.5	-78.4	-21.2	-33.5
1993	59.6	-118.4	-33.8	-44.9
1994	2.1	-85.4	-18.5	-49.4
1995	37.0	-94.5	-40.7	-33.8
1996	38.5	-87.8	-38.6	-39.1
1997	90.2	-82.9	9.2	-66.8
1998	38.1	-115.0	48.9	-91.2
1999	-102.2	-18.1	48.1	-57.0
2000	-246.3	88.1	45.4	-47.0
2001	-206.7	37.9	38.1	-54.5
2002	-193.3	83.6	68.1	-15.8

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (April, 2004), Tablo: 25, s. 223; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (October, 1997), Tablo: A27, s. 183; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (May, 1993), Tablo: A26, s. 161.

Finansal liberalizasyon sürecinde önemli miktarda doğrudan yatırımı kendilerine çeken Asya ülkeleri, 1990-1996 döneminde cari işlem açıkları verirken, 1997 yılı ve sonrasında sürekli cari işlem fazlası vermişlerdir. Buna karşın, 1990 yılına kadar yıllık ortalama 10 milyar dolar düzeyinde cari işlem açığı veren Latin Amerika ülkeleri, 1991 yılından itibaren, artan kısa vadeli portföy yatırımlarının da etkisiyle sürekli ve yüksek miktarda cari işlem açıkları vermişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal liberalizasyon sürecinde sahip oldukları cari işlem açıklarının kapatılmasında başvurdukları dış finansman olanakları da incelenmeye değer niteliktedir. Tablo 1.10'da görüldüğü üzere, gelişmekte olan

lkeler artan cari işlem açıklarının bir sonucu olarak 1988-1997 döneminde sürekli artan miktarda toplam net dış finansman gerçekleştirirken, 1998 yılından itibaren görece düzelen cari işlem dengeleri nedeniyle 2002 yılı hariç sürekli azalan miktarda toplam net dış finansman gerçekleştirmişlerdir. Tabloda, 2002 yılında gelişmekte olan ülkelerin toplam net dış finansman miktarındaki artışın, bu ülkeler yönelik doğrudan yatırım miktarındaki azalmanın bir sonucu olduğu net bir biçimde görülmektedir. Tablo 1.10'dan elde edilen bir diğer sonuç; finansal liberalizasyon sürecinin yaygınlaşmasına kadar dış finansman gereği çoğunlukla dış borçlanma ile karşılanırken, 1992-1993 yıllarından itibaren sermaye akımları, yıldan yıla payları değişmekle beraber, gelişmekte olan ülkelerin dış finansman gereğinin karşılanmasında dış borçlanma ile birlikte önemli bir alternatif niteliği kazanmıştır.

Tablo: 1.10. Gelişmekte Olan lkelerin Dış Finansman Yapısı
(Milyar Dolar)

	Top. Net Dış Finansman	Net Sermaye Akımları	Resmi Sermaye Akımları	Doğrudan Yatırımlar	Net Dış Borçlanma
1985	52.9	22.8	12.8	9.9	29.4
1986	79.1	24.1	13.8	10.3	55.7
1987	68.1	28.8	14.8	14.0	43.0
1988	56.3	31.2	15.1	16.1	28.3
1989	69.0	32.4	16.1	16.3	37.6
1990	93.1	31.4	12.1	19.3	65.8
1991	105.6	26.7	-3.3	30.1	77.3
1992	123.3	54.0	17.8	36.2	69.3
1993	176.0	82.1	20.1	77.1	94.1
1994	153.5	98.9	19.7	94.6	55.4
1995	194.4	87.5	33.7	87.0	94.3
1996	285.3	206.9	1.5	118.5	125.9
1997	361.4	220.1	28.5	146.5	159.7
1998	264.3	150.4	50.2	153.1	98.8
1999	223.8	89.8	26.4	156.4	53.1
2000	206.9	22.0	-7.3	156.5	26.4
2001	147.7	70.7	34.6	176.2	-32.8
2002	160.2	68.0	10.4	148.3	15.9

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (April, 2004), Tablo: 32, s. 238; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (October, 1997), Tablo: A33, s. 195; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (May, 1993), Tablo: A32, s. 172.

Finansal liberalizasyon sürecinde özellikle Doğu Asya ülkeleri haricindeki gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları cari işlemler açığının kapatılmasında başvurulan dış finansman yöntemlerinden biri olan dış borçlanmanın kümülatif etkisini yansıtan Tablo 1.11'deki veriler doğrultusunda, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının GSMH'larına oranı, 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir artış kaydetmiştir. 1997-1998 yıllarında yaşanan krizlerin yol açtığı makroekonomik olumsuzlukların bir sonucu olan bu durum 2000 yılından itibaren ılımlı bir düzelmeye seyri izlemiştir. Hatta, 2000 ve 2001 yıllarında gelişmekte olan ülkelerin toplam dış borç stokunda azalma gerçekleşmiş olmasına rağmen 2002 yılında dış borç stoku tekrar artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin toplam dış borçlarının içinde uzun vadeli

Tablo: 1.11. Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Yapısı
(Milyar Dolar)

	Toplam Dış Borç	Kısa Vadeli Dış Borç	Uzun Vadeli Dış Borç	Dış Borcun GSMH'ya Oranı (%)
1985	940.2	165.9	774.4	36,1
1986	1,033.8	171.3	862.6	38,4
1987	1,145.7	192.9	952.9	37,9
1988	1,169.7	201.0	968.7	35,6
1989	1,199.0	213.3	985.8	39,6
1990	1,276.3	231.6	1,044.7	37,8
1991	1,355.4	244.2	1,111.2	39,0
1992	1,385.6	253.2	1,132.4	38,1
1993	1,451.0	285.6	1,165.4	38,9
1994	1,576.1	286.8	1,289.3	38,2
1995	1,698.0	318.6	1,379.4	36,4
1996	2,208.8	327.4	1,881.4	38,0
1997	2,317.1	343.1	1,974.0	37,8
1998	2,515.1	333.4	2,181.7	43,1
1999	2,552.9	309.7	2,243.2	44,9
2000	2,498,5	284.6	2,213.8	40,5
2001	2.470,9	301.1	2,169.8	39,6
2002	2.526.6	312.3	2,214.3	40,1

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (April, 2004), Tablo: 37-38-40, ss. 248-254; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (October, 1997), Tablo: A38-A39-A40, ss. 206-212; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (May, 1993), Tablo: A37-A38, ss. 183-185.

dış borçların oranı 1996 yılına kadar ortalama yüzde 80 düzeyinde iken, 1996 yılından sonra uzun vadeli borçların toplam dış borçlar içindeki oranı yaklaşık yüzde 88 düzeyine yükselmiştir. Diğer bir ifadeyle, toplam dış borçlar içindeki kısa vadeli borçların oranı dönem boyunca düşük seyretmesine rağmen 1996 yılından sonra bu oran daha da azalmıştır.

1.5.3.4. Döviz Kurları ve Faiz Oranları

Yaşanılan makroekonomik olumsuzluklar karşısında uluslararası sermaye akımlarına gereksinim duyan gelişmekte olan ülkeler, sermaye akımları için cazip kâr olanakları sağlamak adına döviz kuruna müdahale etmek durumunda kalmışlardır. Sermaye akımlarının sürekliliğini sağlamak için gerekli arbitraj kazancı oluşturmak adına ulusal para birimi reel olarak değerli tutulmuştur.²¹⁹ Öte yandan, sermaye girişleri sonucu para piyasasında bollaşan dövizin arz-talep dengesi gereği piyasa koşulları içinde ulusal para birimine göre değer yitirmesi hükümetlerin düşük döviz kuru politikalarına katkı sağlamıştır.

Ulusal para birimi değerinin belirlenmesinde piyasa-dışı koşulların egemen olmasının finansal sisteme yansımaları, spekülasyon nitelikli faaliyet ve kazançları özendirerek, finansal sermayenin akışkanlığını, reel üretim kesiminden uzaklaştırarak uyararak şeklinde olmuştur. Öte yandan, sermaye akımlarının büyük miktarda giriş ve çıkışları karşısında oluşan belirsizlik ve risklere karşı, ulusal merkez bankalarının yüksek miktarlarda rezerv tutmak zorunda kalmaları sonucu, reel fiziksel yatırımlara ayrılabilir kaynakların artan oranda daralması ile karşılaşmıştır.²²⁰

Finansal liberalizasyon kuramının öngörülleri doğrultusunda, finansal piyasaların serbestleştirilmesi sonucu artan faiz oranları, gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişlerinin sürmesi amacıyla süreklilik kazanmış ve reel olarak yüksek değerlere ulaşmıştır. Faiz oranı, reel yatırımlarla, finansal yatırımlar arasında tercih mekanizmasını işleten bir faktör olduğundan, finansal yatırımların getirisinin yüksek olması, reel yatırımları azaltıcı bir rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkelere giden

²¹⁹ Weller, a.g.m., s. 102.

²²⁰ Yeldan, a.g.e., ss.19-20.

sermaye akımlarının reel yatırımlara yönelmemesi sonucu bu ülkelerdeki finansal yatırımların getirisinde azalma yönünde bir gelişme ortaya çıkmamıştır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde, finansal yatırımların getirisi, uluslararası getiri oranına inme eğilimi göstermediğinden, faiz oranları da uluslararası düzeyine inmemiş ve finansal liberalizasyon modeli öngörülerine aykırı bir durum ortaya çıkmıştır.²²¹

Artan reel faiz oranları ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde geri dönmeyen borç oranlarının artması söz konusu olmuş, beklentiler ile faiz oranlarındaki belirsizlik bankaların risklerini artırmış ve aracılık maliyetlerini yükselterek yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemiştir.²²² Finansal liberalizasyona bağlı olarak gelişen yüksek faiz oranları, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sektörünün yaşadığı likidite krizlerinin önemli nedenlerinden biri olarak öne çıkmıştır. Faiz oranlarındaki yükselme, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal istikrarsızlığın önemli bir göstergesi olmuştur. Çünkü yüksek faiz oranlarından gerçekleştirilen borç verme işlemleri, piyasada riski kovalayan yatırımcıların olduğunu ve buna bağlı olarak kredi riskinin yükseldiğini ortaya koymaktadır. Aynı anda bir çok piyasada, bir çok tarafla işlem yapılan bir ortamda, finansal kurumların alacaklarını tahsil edememesi, duruma göre kendi yükümlülüklerini de yerine getirememesine yol açmış ve finansal sistemin kırılganlığı artmıştır. Finansal kırılganlığın artmasıyla tüm finansal sistem ve genel ekonomi etki altında kalmış, hatta bu olumsuz koşullar finansal sistemlerin bütünleşikliği nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelere de sıçramıştır. Finansal derinleşmenin ürünleri olan yeni finansal araçlar; döviz kuru ve faiz oranındaki dalgalanmalara sürekli ayak uydurarak spekülasyonları beslemişlerdir.²²³

Faiz oranlarındaki yükselmenin aynı zamanda, bankacılık sisteminin net serveti üzerine etkileri söz konusu olmuştur. Faiz oranlarındaki yükselme, şimdiki değer itibarıyla varlıkların değerindeki azalmayı hızlandırarak, bankacılık sisteminin net

²²¹ Akyüz, a.g.m., s.3.

²²² Nurhan Yentürk, "Birikimin Kaynakları", Ahmet. H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan (der.), **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s. 480.

²²³ Joseph E. Stiglitz and Amar Bhattacharya, "The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm", **Finance and Development**, Vol: 36, No: 3, (September 1999), s. 99.

servetini azaltıcı etkide bulunmuştur. Çünkü uzun vadeye sahip varlıkların değeri, kısa vadeye sahip yükümlülüklerin değerindeki artıştan daha fazla azalmaktadır.²²⁴

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve süreklilik arz eden yüksek faiz oranları ve düşük döviz kuru politikaları, yabancı sermaye girişlerine süreklilik kazandırmak suretiyle bir kısır döngü yaratarak, faiz oranlarının sürekli yükselmesi ile ulusal para birimlerinin reel olarak değerlendirilme sürecinin devam etmesine ve gelişmekte olan ülkelerdeki reel yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesine yol açmıştır.²²⁵

1.5.3.5. Parasal Büyüklükler

Uluslararası sermaye akımlarının girişinde yaşanan artış, gelişmekte olan ülkelerde nominal ve reel para arzının artmasına yol açmıştır. Ulusal para politikaları üzerinde dışsal bir olumsuzluk kaynağı olan; ulusal para biriminin reel olarak değerlendirilmesi ve enflasyonist baskıların artması gibi sonuçları olan bu olgu ile mücadele, hükümetlerin sterilizasyon uygulamaları ile gerçekleştirilmiştir. Sermaye akımlarının, parasal tabanın genişlemesi üzerindeki etkisini yönlendirilmede, kamu otoritelerinin uygun gördükleri, ulusal para biriminin reel değerlendirilme oranı belirleyici olmuştur.²²⁶

Diğer taraftan, devlet iç borçlanma senetlerinin ihracı şeklindeki sterilizasyon politikasının finansal piyasalarda yol açtığı üç temel etki söz konusu olmuştur. İlk olarak, kamunun maliye politikası, merkez bankasının parasal politikalarını ikame ederek, kamuya sınırsız bir kredi hacmi sunmuştur. İkinci olarak, bu süreç, hazineye finansal piyasalarda bir tekel konumu sağlayarak kredi havuzunun dağıtımında etkinlik ölçütlerini ve verimlilik beklentilerini geçersiz kılmıştır. Son olarak, devlet iç borçlanma senetlerinin düzensiz aralıklarla ve büyük boyutlarda piyasaya giriyor olması sonucu, para çarpanı dalgalanmaya ve belirsizliğe itilmiştir.²²⁷ Ayrıca, sermaye girişlerinin çok artması durumunda, sterilizasyon yapılabilmesi için daha yüksek faiz oranlarının teklif edilmesi gerekmiştir. Çünkü ülkeye giren yabancı

²²⁴ Frederic S. Mishkin, "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, No: 4, 1999, s. 4.

²²⁵ Yentürk, "Birikimin Kaynakları", s. 481.

²²⁶ Calvo ve diğerleri, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", s.130.

²²⁷ Yeldan, a.g.e., s.132.

sermayenin kısa dönemli spekülâtif sermaye olması ve cari açığın artması, devalüasyon beklentilerini körükleyerek sterilizasyon için daha yüksek faiz oranını gerektirmiştir. Sterilizasyonun sorun yaratmasının bir diğer nedeni, yüksek miktarda yabancı sermaye girişi halinde merkez bankasının elindeki kağıtların yetersiz kalması ve hazine kağıtlarının kullanılarak piyasadaki likiditenin emilmeye çalışılmasıdır. Bu olgu genellikle kamu harcamaları ve faiz oranlarını arttırarak likiditenin sterilize edilememesine neden olmuştur. Diğer bir ifadeyle, kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve diğer kamu harcamaları yoluyla ekonomiye pompalanması şeklinde bir seyir izlenerek enflasyonist bir etkinin ortaya çıkmasına neden olunmuştur.²²⁸

1.5.3.6. Enflasyon

Çoğu gelişmekte olan ülke için finansal liberalizasyon sürecinin başlangıç ve uyum dönemlerine denk gelen 1980'lerin sonu ve 1990'ların başı aynı zamanda yüksek enflasyon oranları ile karşılaşılan dönemler olmuştur. Bunun en temel nedeni, finansal liberalizasyon öncesi var olan yapısal ve makroekonomik sorunların, sermaye hareketlerinin ve faiz oranlarının serbest bırakılması ile miktarı hızla artan kısa vadeli portföy yatırımı türü sermaye akımlarının etkisiyle daha da artmış olmasıdır. Kısa vadeli sermaye akımlarının para arzını genişletici etkisi daraltıcı para politikaları aracılığıyla kontrol altına alınmadığı durumlarda gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskıya yol açmıştır. Çoğu gelişmekte olan ülke, yurtiçi para talebinin sermaye akımları tarafından belirlenmesi olgusu ile karşılaşmış ve ulusal para politikası üzerindeki etkinliğini yitirmiştir.²²⁹

Faiz oranlarındaki artışın maliyet yükseltici etkisi, özellikle eksik rekabetin hakim olduğu ekonomilerde kendini daha güçlü bir enflasyonist baskı şeklinde hissettirmiştir. Çünkü iç pazarın darlığı ve tekelci yapıların varlığından yararlanan, ticarete konu olmayan mallar üreten sektörlerde, faiz oranlarının yükselmesi, aşırı fiyat artışlarına gitme gerekçesi yaratmıştır.²³⁰

²²⁸ Calvo ve diğerleri, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", s.130; Yentürk, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkiler", ss. 58-59.

²²⁹ Weller, a.g.m., s. 99.

²³⁰ Yentürk, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", s. 56-57.

Tablo: 1.12. Ülke Gruplarına Göre Tüketici Fiyatları Enflasyonu (%)

	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler	Asya Ülkeleri	Latin Amerika Ülkeleri
1975-84 (Yıllık ort.)	8,6	24,2	7,7	58,9
1985	4,4	35,1	6,8	130,5
1986	2,6	28,2	8,3	86,6
1987	3,2	35,1	9,2	124,6
1988	3,5	53,7	13,8	245,0
1989	4,5	65,0	11,9	339,8
1990	5,2	68,2	6,5	443,9
1991	4,7	36,2	7,8	129,1
1992	3,5	38,7	7,1	153,2
1993	3,1	46,8	10,3	212,5
1994	2,6	51,4	14,8	213,9
1995	2,5	22,7	11,9	41,7
1996	2,4	18,1	8,2	19,5
1997	2,0	11,6	4,9	11,5
1998	1,5	11,4	7,8	8,5
1999	1,4	10,4	2,5	7,2
2000	2,1	7,3	1,9	6,6
2001	2,1	6,8	2,7	6,0
2002	1,5	6,0	2,0	8,9

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (April, 2004), Tablo: 7, s. 198; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (October, 1997), Tablo: A8, s. 158; IMF, *World Economic Outlook , World Economic and Financial Surveys*, (May, 1993), Tablo: A8, s. 139.

Ülke gruplarına göre tüketici fiyatları enflasyonu verilerini yansıtan Tablo 1.12 gözden geçirildiğinde, finansal liberalizasyona geçiş sürecinde gelişmekte olan ülkelerin, önceden yüksek düzeylerde olan enflasyon oranlarının daha da arttığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, 1987-1990 dönemindeki enflasyon oranı artışı, geçiş sürecinde artan faiz oranlarının yurtiçi maliyet ve fiyat yapılarında oluşturduğu artış eğiliminin yanında, artan sermaye akımı girişlerinin yol açtığı para arzı genişlemesinin ve tüketim harcamaları artışının birer sonucudur. Tablo 1.12'deki Latin Amerika ve Asya ülkelerine ait veriler, gelişmekte olan ülke verileri ile birlikte incelendiğinde, 1987-1994 döneminde Latin Amerika ülkelerinde karşılaşılan yüzde

100'ün üzerindeki enflasyon oranının, sermaye akımlarının yoğun ilgisine uğrayan diğer bir bölge olan Asya'da gözlenmediği görülmektedir.

Asya ülkelerine ait veri setindeki 1994 yılına ait yüzde 14,8'lik oran, incelenen dönemde bu bölgede gözlenen en yüksek enflasyon oranı olmuştur. Enflasyon oranları açısından iki bölge arasındaki bu farklılığın temelinde, bu bölgelere yönelen sermaye akımlarının farklı olmasının da payı vardır. Bunun bir kanıtı olarak, yukarıda ortaya konulduğu gibi portföy yatırımlarının 1990'ların ikinci yarısından sonra önemli oranda azalması gösterilebilir. Nitekim, 1994 yılından itibaren, hem gelişmekte olan ülkelere, hem de Latin Amerika ülkelerine ait enflasyon oranlarında düzenli ve sürekli bir azalış gözlenmektedir.

1.5.3.7. Gelir Dağılımı

Finansal liberalizasyon süreci, gelişmekte olan ülkelerde gelir dağılımı dengesini bozucu etki yapmıştır. Ticarete konu mallar üreten sektörlerde, ticari ve finansal liberalizasyonun etkisiyle genişleyen piyasa koşulları, bu sektörlerdeki yetişmiş işgücü ücretlerini yükselttiğinden, yetişmiş ve yetişmemiş işgücü ücretleri arasındaki fark açılarak gelir dağılımı dengesini bozmuştur.²³¹ Finansal sistemlerin gelişmesine bağlı olarak finansal aracılık hizmetlerinin yaygınlaşması ve kârlılıklarının reel üretim sektörlerine göre daha yüksek olması, finansal sektör çalışanlarının gelirini diğer sektör çalışanlarına göre arttırmıştır.²³² Öte yandan, yüksek reel faiz oranlarının bir sonucu olarak finansal varlık gelirlerinin aşırı artışı; sabit gelirlilerle, finansal varlık geliri elde eden gruplar arasındaki gelir farklılığının büyümesine yol açmıştır.

1.5.3.8. Kamu Kesimi Dengesi

Gelişmekte olan ülkeler, finansal liberalizasyon uygulamasının ilk yıllarında, yapısal reformlar çerçevesinde, kamu kesimi açıklarını, harcama kısıtlamaları ve özelleştirme programları ile kapatmaya çalışmış olmalarına karşın, sermaye akımlarının, reel faiz oranlarını arttırıcı etkisi nedeniyle sonuçta kamu kesimi

²³¹ Taylor, a.g.m., s. 42.

²³² Maurice Obstfeld, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol: 12, No: 4, (Autumn, 1998), s. 21.

dengelerinde önemli bozulmalarla karşılaşmışlardır. Yüksek reel faiz oranları, özellikle kamu kesimi açıklarını iç borçlanma aracılığıyla karşılama yolunu seçen gelişmekte olan ülkeler için borç servisini giderek zorlaştırdığından, kamu kesimi dengesinin tamamen bozulması sonucunu doğurmuştur.²³³

Thomas Sargent ve Neil Wallace tarafından iktisat yazınına kazandırılan “hoş olmayan monetarist aritmetik-some unpleasant monetarist arithmetic” kuramına göre, bütçe açıklarının gözlendiği durumlarda, söz konusu açıkların borçlanmayla finansmanı uzun dönemde, parasal finansmanın yol açabileceği enflasyonist etkiden daha büyük bir etkide bulunmaktadır. Çünkü hükümet, cari açığı borçlanmayla finanse ettiğinde, gelecekte bu borçla ilgili olarak faiz ödemek zorunda kalacaktır. Dolayısıyla bir sonraki dönem, hükümet olası cari bütçe açığının kapatılmasının yanı sıra, bir önceki dönem borçlanmasına ait faiz ödemelerini de yapabilmek için yine ya para basmak veya ek borçlanmaya gitmek durumunda kalacaktır. Sonuç olarak, cari açığın finansmanında para basmak yerine borçlanma tercih edildiğinde, eğer reel faiz oranı ekonomik büyüme oranından daha yüksek ise, yapılacak harcama miktarı daha da artmış olacaktır. Diğer bir ifadeyle, veri bütçe açığının, bugün para basarak finansmanı yoluna gidilmesi, enflasyonist baskının görece azalmasına yol açacaktır.²³⁴ Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde siyasal kaygılar nedeniyle, enflasyonla mücadelede günlük acı reçeteleri ertelemek adına bütçe açıklarını para basmak yerine borçlanma yoluyla aşmak çabasındaki hükümetler, “hoş olmayan monetarist aritmetik kuramı” doğrultusunda borç-enflasyon sarmalının daha da derinleşmesi sorunu ile karşılaşmışlardır.

1.5.3.9. Kamunun Politika Yürütme Etkinliği

İktisadi politika özerkliği olarak ifade edilen, kamunun politika yürütme etkinliği, ulusal politika araçlarının, ulusal amaç değişkenleri üzerindeki etkinliği olarak tanımlanabilir.²³⁵ Ulusal iktisadi politika araçlarının, nihai hedefler üzerindeki etkinliği, hem araçların amaçlar üzerindeki gücüne, hem de araçlar ve amaçlar

²³³ Weller, a.g.m., s. 100.

²³⁴ Thomas J. Sargent and Neil Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol: 5, No: 3, Fall 1981. (<http://research.mpls.frb.fed.us/research/qr/qr531.pdf>).

²³⁵ Obstfeld, a.g.m., s. 19.

arasındaki istikrara bağılı olduğundan kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı dalgalanma niteliği istikrarsızlık kaynağı olarak ön plana çıkmaktadır. Bu anlamda, finansal liberalizasyon uygulamasına geçen gelişmekte olan ülkeler zaman içinde, ekonomik istikrarı sağlamada temel araç olan ulusal para ve maliye politikaları üzerindeki etkinliklerini belirli ölçülerde yitirmişlerdir. Sermaye akımlarının sürekliliğini sağlamak adına, döviz kuru ve faiz oranının bir politika aracı olarak kullanılabilme seçeneği ortadan kalkmıştır. Büyük miktardaki kısa vadeli sermaye akımlarının giriş ve çıkışları sonucu karşılaşılan koşullar, gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik istikrarını, uluslararası sermaye akımlarının giriş ve çıkışlarına bağımlı hale getirmiştir.²³⁶ Finansal liberalizasyon, gelişmekte olan ülkeler için döviz kurunu, ekonominin cari işlemler bilançosunun bir sonucu olmaktan çıkartıp, yabancı sermaye akımlarının giriş çıkışlarının belirlediği bir fiyata dönüştürmüştür. Ulusal paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi, bütçe açığı ve iç borçlanmadaki artış, düşük yurtiçi tasarruf oranları, spekülasyon faaliyetleri gibi makroekonomik olumsuzlukların etkisi ile yükselen faiz oranları, döviz kuru değişimlerine uzun süre olanak vermemiştir. Bu süreçte, dış açığın sürdürülebilmesi ise ancak, yüksek faiz-spekülasyon kar beklentisiyle ülkeye giren yabancı sermaye akımları sayesinde olabilmektedir.²³⁷

Finansal liberalizasyona giden gelişmekte olan ülkelerde değişik ölçülerde gözlenen bir diğer sorun para ikamesi (dolarizasyon) olgusudur. Bir ülkede para ikamesinden söz edebilmek için bir kısım vatandaşların çeşitlendirilmiş nakit portföylerine sahip olmaları ve bu nakit portföylerinin genel hacminin, reel gelire ve diğer aktiflerin reel getirisine bağılı olarak değişmesi gereklidir.²³⁸ Bu bağlamda, enflasyon oranı yüksek ve ulusal paraya güvenin az olduğu ortamlarda para ikamesi, tasarrufların reel değerinin korunmasını kolaylaştıran bir araç olarak ortaya çıkmakta, daha sonra ise yaygınlaşarak finansal sözleşmelerde kullanılan para biriminin yabancılaşmasına neden olmaktadır.²³⁹

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde para ikamesine yol açan temel faktör ekonominin genel durumudur. Gelişmekte olan ekonomilerde gözlenen sorunlar yerli

²³⁶ Obstfeld, a.g.m., ss. 19-20.

²³⁷ Kazgan, a.g.e., s. 92.

²³⁸ Ertürk, a.g.e., s. 406.

²³⁹ Celasun, a.g.m., s. 168.

paraya talebi azaltırken, yabancı para talebini arttırmaktadır. Para ikamesi ile ortaya çıkan bu talep kayması beraberinde faiz taşımayan aktifleri gündeme getirmektedir. Sermaye hareketleri, örneğin bonolar gibi faiz taşıyan aktiflerle söz konusu olduğundan, para ikamesi ile sermaye hareketleri arasındaki farklılık bu noktada belirginleşmektedir. Para ikamesini sermaye hareketlerinden ayıran bir başka özellik, para ikamesinde yabancı paranın, yerli para fonksiyonlarını yerine getirmesidir. Diğer bir ifadeyle, yabancı para yalnız değer saklama aracı olarak değil, aynı zamanda değişim aracı ve hesap birimi olarak da kullanılmaktadır.²⁴⁰

Gelişmekte olan ülkelerde para ikamesinin yaygınlaşması ile, ulusal para ve yabancı para cinsinden finansal varlıklar ile yükümlülükler arasındaki denge bozulmuş, bu doğrultuda, ulusal para politikasının, ekonomik istikrarı koruma gücü azalmıştır. Bu olgu, aynı zamanda kayıt dışı ekonomik faaliyeti özendirildiğinden, hükümetlerin vergilendirme kapasitelerini de olumsuz etkilemiştir.²⁴¹

Sermaye kaçıışı tehdidi ve ulusal paranın ikamesi olguları, bir yandan reel faizlerin yükselmesine yol açmış, bir yandan da döviz kurunun düşük tutulmasını gerekli kılmıştır. Bu süreçte artık yüksek reel faiz-düşük kur sarmalı uluslararası piyasalarca dışsal olarak yönlendirilen bir mali araç haline dönüşmüştür. Ulusal mali piyasalara aktif olarak müdahale etme olanağını kaybeden merkez bankasının gerçekçi bir reel kur ve ulusal kaynakları yatırım ve büyüme önceliklerine göre yönlendirebileceği bağımsız bir faiz politikası izleme olanağı ortadan kalkmıştır. Bu şekilde edilgen bir konuma sürüklenen merkez bankası bir yandan sermaye girişlerinin ulusal para piyasalarında yarattığı baskıları hafifletmek için sterilizasyona giderken, diğer yandan da spekülative sermayenin çıkış tehditlerini göğüslemek amacıyla uluslararası döviz rezervlerini yüksek tutmak zorunda kalmıştır. Bu işleyiş içerisinde, merkez bankasının döviz rezerv pozisyonu giderek mali sistemin kırılabilirliğinin ve/veya güvenilirliğinin birer göstergesi olarak değer kazanmıştır.²⁴²

²⁴⁰ Ertürk, a.g.e., ss. 405-406.

²⁴¹ Celasun, a.g.m., s.168.

²⁴² Yeldan, a.g.e., ss. 140-141.

1.5.3.10. Finansal Yapı, Kırılganlık ve Kriz

Finansal liberalizasyon uygulamaları sonucu yaygınlık kazanan uluslararası portföy yatırımı türündeki kısa vadeli sermaye akımları; özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru yoğun girişler, parasal genişleme, enflasyonist baskı, reel kurun aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin kötüleşmesi, finansal varlıkların beklenen getirilerindeki dalgalanmalar, yatırımcıların sahip oldukları sürü psikolojisi nedeniyle girişlerin tersine dönmesi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan finansal istikrarsızlıkların tüm ekonomilere yayılması gibi olumsuz etkilere yol açmıştır.

Krugman'a göre, küreselleşme ve finansal liberalizasyon, oldukça istikrarsız bir finansal sistem yaratmıştır. Eğer bir ülke küresel finansal sisteme bütünüyle entegre olmuş ise, bu ülkede finansal kriz ve parasal kargaşa yaşanması olasılığı bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermayeye olan bağımlılıkları ve net iç borçlarının yüksekliği nedeniyle daha hassas bir durumdadırlar. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler, bu tür krizlerle baş edebilme açısından ulusal politikaların sınırlarına da işaret etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu ülkelerdeki yapısal ve kurumsal eksikliklerin, krizlerin önlenmesi ve yönetilmesindeki yetersizliklerini göz önüne sermektedir.²⁴³

Yapısal faktörler dikkate alındığında, gelişmekte olan ülkelerde sermaye/emek oranlarının düşüklüğünün bir uzantısı olarak sermayenin marjinal verimliliğinin ve faiz oranlarının yüksek olması bir zorunluluk olarak öne çıkmaktadır. Bu bağlamda faiz oranlarının yüksekliği beraberinde makroekonomik istikrarsızlıkları getirmektedir. Ülkelerarası faiz oranı farklılığının harekete geçirdiği kısa vadeli spekülasyon sermaye akımları, beraberinde düşük kur uygulamasını da kaçınılmaz kılarak gittikleri ülkelerin finansal sistemlerini kırılgan hale getirmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesi ve döviz kuru politikalarındaki sistemik yetersizlikler finansal krizlerin maliyetini arttırmaktadır.²⁴⁴

²⁴³ Paul Krugman, "The Return of Economic Depression", *Foreign Affairs*, Vol: 78, No: 1, 1999, s. 56.

²⁴⁴ Yılmaz Akyüz and Andrew Cornford, "Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System", *UNCTAD Discussion Paper*, No: 143, (November 1999), ss. 16-17.

1980'lerden itibaren giderek artan sayıda ülke finansal liberalizasyon politikaları izlemiştir. Bu politikaların en önemli sonucu; finansal piyasalardaki sermaye hareketlerinin bir günde ulaştığı boyutun, ülkelerarası mal akımlarının bir yılda ulaştığı parasal boyutun çok daha üzerinde olmasıdır. Ancak uluslararası sermaye akımı miktarının büyüklüğü, finansal piyasalarda zaman zaman derin sarsıntılara yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler giderek artan sıklıkla bu sarsıntılara maruz kalmaktadırlar. Söz konusu istikrarsızlıklara yol açan etmenlerin başında ise, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yönünün aniden değişebilmesi gelmektedir. “Ani duruş” olarak adlandırılan bu olgu karşısında finansal piyasaları yeterince gelişmiş olmayan ve istikrarlı bir büyüme sağlayabilecek kadar yurtiçi finansal kaynağa sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler, diğer yapısal sorunlarının da olumsuz etkileşimi sonucu ciddi makroekonomik sorunlarla karşılaşmaktadırlar.²⁴⁵

Bankacılık kesimindeki zaafın belirginleşmesi, uluslararası piyasalar açısından döviz kurunu hedef haline getirmektedir. Önceleri huzursuzluk şeklinde başlayan hareketler karşısında merkez bankası kuru savunma yoluna giderse faizleri arttırmak zorunda kalmaktadır. Faizlerin artması ise bankacılık sisteminin bilanço yapısını daha da tahrip ederken, yatırımcılardaki tedirginliği arttırarak kısır döngüye yol açmaktadır. Diğer yandan, hükümet tarafından kur artışının kabullenilmesi durumunda bankacılık sistemi taşıdığı açık pozisyon nedeniyle, kur artışının neden olduğu enflasyonist etkinin faizler üzerinde yol açtığı baskı ve geri dönmeyen kredilerdeki artış dolayısıyla zarar görmektedir. Her iki durumda da sıkıntıya düşen bankalar reel kesime açtıkları kredileri daraltmakta, açılmış kredileri tahsil etmeye çalıştıklarında da daha büyük zararlarla karşılaşmaktadırlar. Bu işleyiş içerisinde ekonomik faaliyetler daralmakta, kriz yaygınlaşmaktadır.²⁴⁶

Uygulanan döviz kuru politikası ile uyumsuz iktisat politikaları, özellikle bütçe açıkları, aşırı dış borçlanma ve parasal genişleme, bu tür krizlere yol açan unsurların başında gelmektedir. Ancak 1990'lı yıllarda sözü edilen sorunların mevcut olmadığı ülkelerde de finansal krizlerin yaşanması, bankacılık başta olmak üzere zayıf mali

²⁴⁵ Nurhan Yentürk, *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, (Aralık, 2003), s. 80.

²⁴⁶ Demirgüç-Kunt and Detragiache, a.g.m., s. 83.

sistemlerin kırılmasını ve ülkelerarası finansal krizlerin yayılma etkisinin yüksekliğini ön plana çıkarmıştır.²⁴⁷

Uluslararası sermaye akımları nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde oluşan likidite fazlalığı, menkul ve gayrimenkul piyasalarına yönelmektedir. Söz konusu piyasalara yönelen likidite fazlası, bu piyasalardaki finansal varlık fiyatlarında artışlara neden olmaktadır. Bu fiyat artışlarında iki temel olgunun etkinliği söz konusudur. İlki, finansal liberalizasyonun bir sonucu olan kredi hacmi genişlemesidir. Kredi hacminin genişlemesi, özellikle menkul ve gayrimenkul varlık piyasalarında fiyat arttırıcı etki yaratmaktadır. İkincisi, kısa vadeli borçlanarak yüksek fiyattan menkul ve gayrimenkul varlık satın alımına yönelen yatırımcıların borçlarını geri ödeyememelerinin, finansal sistemde yarattığı istikrarsızlıktır. Bankacılık ve döviz krizleri ise, söz konusu ödeme güçlüklerinin yarattığı istikrarsızlıkları takiben meydana gelmektedir.²⁴⁸ Öte yandan, ekonomide yaşanan kredi genişlemesi sonucu yatırımcılar, riski yüksek yatırım projelerine yönelmektedirler. Aynı zamanda, gelecek dönemlerde kredi genişlemesi olacağına dair beklentiler arttığında, cari dönemde varlık fiyatları yükselmektedir. Bu şekilde varlık fiyatlarındaki ani yükselmeler olası bir krizin öncü göstergesi olarak değerlendirilmektedir.²⁴⁹

Döviz kuru çapası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları, mevduata verilen garantiler, sıkı para ve maliye politikaları, gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları IMF-destekli istikrar programlarının ortak noktalarını oluşturmaktadır. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında enflasyon, uluslararası ortalamalar düzeyine aşamalı bir şekilde düşmektedir. Bu süreçte reel döviz kuru kümülatif olarak değer kazanmaktadır. İstikrar programının erken aşamasında dış borçlanma ile finanse edilen ithalata bağlı olarak ekonomik faaliyetler genişlerken, ilerleyen aşamalarda ise giderek artan cari işlemler bilançosu açıkları nedeniyle istikrar programları sürdürülemez bir nitelik kazanmaktadır. İstikrar programlarının

²⁴⁷ Akyüz and Cornford, a.g.m., s. 17.

²⁴⁸ Franklin Allen and Douglas Gale, "Bubbles and Crises", *The Economic Journal*, Vol: 110, No: 460, 2000, s. 236.

²⁴⁹ Allen and Gale, a.g.m., s. 239.

sürdürülemezliği, ulusal paraya karşı spekülâtif atakların başladığı aşamada netlik kazanmaktadır.²⁵⁰

Finansal krizler, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin son yıllarda yaşadıkları ortak olgulardan en önemlisini oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin tamamı doğrudan bir finansal kriz yaşamamış olsalar bile, diğer gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal kriz sürecinde ortaya çıkan küresel olumsuzluklardan etkilenmişlerdir. 1994 yılında Meksika'da, 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde, 1998 yılında Rusya'da, 2000-2001 yıllarında Türkiye ve Arjantin'de yaşanan finansal krizler, bu ülkelerin ekonomik büyüme performanslarında önemli dalgalanmalara yol açmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere yaşanan bazı krizlerde, uygulanmakta olan IMF destekli istikrar programlarının başlı başına bir kriz nedeni veya yaşanmakta olan krizi derinleştirici temel faktör olduğu görülmüştür. Örneğin, Doğu Asya krizinde IMF'nin gözetiminde uygulanan istikrar tedbirleri yaşanan krizi derinleştirirken ; Türkiye'deki 2000-2001 krizi, IMF ile imzalanan Stand-by anlaşması çerçevesinde uygulanan istikrar programı sırasında ortaya çıkmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal krizlerin birçok aşaması söz konusudur. İlk aşamada, bilançolarda bozulmalar gözlenmektedir. Bu bozulmalar ikinci aşama olan para krizlerine yol açmaktadır. Üçüncü aşamada, para krizi sonucu bilançolarda daha ciddi bozulmalar ve sonucunda tüm yıkıcı sonuçlarıyla beraber gerçek bir finansal krize sürüklenmiş ekonomi söz konusu olmaktadır.²⁵¹

Merkez bankalarının sahip olduğu uluslararası rezerv miktarının fazlalığının finansal krizleri ötelediği açıktır. Bununla beraber, yurtiçi varlıklara uygulanan faiz oranları, uluslararası faiz oranlarının altına düştüğünde yatırımcılar hızla sahip oldukları varlıkları ellerinden çıkarma çabasına girdiklerinde fiilen kriz süreci

²⁵⁰ Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 475.

²⁵¹ Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Economies", s. 8.

işlemeye başlamaktadır. Söz konusu olgu, spekülâtif atağın önceden tahmin edildiği bir süreci yansıtmaktadır.²⁵²

1990'lı yıllarda finansal liberalizasyon uygulamasının yaygınlaşmasından sonra yaşanan finansal krizlerin birbirine benzer birçok özelliği olduğu gibi farklılık arz eden yine birçok neden ve sonucu söz konusudur. Aşağıda incelenecek olan son dönem finansal krizlerden Avrupa para sistemi krizi, gelişmiş ülkelerde görülmüş olması nedeniyle diğer krizlerden ayrılmakla beraber krizin kaynağını spekülâtif atağın oluşturması nedeniyle incelenmeye değer niteliktedir. İncelenecek diğer iki finansal kriz ise tipik gelişmekte olan ülke krizleri olup; 1990'larda yoğun portföy yatırımı türü sermaye akımı girişlerine sahne olan Latin Amerika ülkelerinden Meksika'nın yaşadığı kriz ile yine 1990'larda portföy yatırımı yanında yoğun doğrudan yatırım türü sermaye akımı ile karşılaşan Doğu Asya ülkelerinin yaşadıkları finansal krizdir.

i). Avrupa Para Sistemi Krizi: Avrupa Para Sistemi, parasal istikrarı oluşturmak ve üye ülkeler arasında enflasyon oranlarını yakınlaştırmak gibi temel amaçlarla, döviz kuru mekanizmasını esas alan bir oluşum olarak 1979 yılında yaşama geçirilmiştir. 1990'ların başında, Avrupa ülkelerinde sürdürülen görece gevşek maliye politikasıyla sıkı para politikası uygulamalarının verimli sonuçlar doğurmaması, cari açıkları finanse etmede gerekli olan yabancı sermayeyi çekmek amacıyla yüksek tutulan faiz oranlarının yatırımları azaltıcı etkisiyle birleşince resesyona neden olmuş ve Avrupa Para Sistemi kriz ile karşılaşmıştır.²⁵³

Avrupa Para Sistemi krizini yaygınlaştıran, sisteme üye ülkelerin paralarını Alman markına bağlamaları sonucu, Almanya'nın yaşadığı makroekonomik temellerdeki bozulmaların etkisiyle uyguladığı sıkı para politikalarına diğer üye ülkelerin de uyum sağlamak durumunda kalmalarıdır. Bu veriler doğrultusunda, Avrupa Para Sistemi krizinin, sabit döviz kuru rejiminin, reel olarak aşırı değer kazanmış ulusal paranın, finansal liberalizasyonun, çelişkili politikaların ve

²⁵² Michael P. Dooley, "A Model of Crises in Emerging Markets", *The Economic Journal*, Vol: 110, No: 460, 2000, s. 267.

²⁵³ Bustelo ve diğerleri, a.g.m., ss. 22-23.

uluslararası finansal piyasalardaki spekülâtif davranışların bir sonucu olduğunu belirtmek mümkündür.²⁵⁴

ii). *Meksika Krizi*: Meksika 1980'lerde, diğer Latin Amerika ülkelerinin de yaşadığı borç krizleri sonrası, "Brady Planı" çerçevesinde kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlamış ve bunu çok sayıda yapısal, ekonomik ve finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve bu süreçte Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli aşama kaydetmiştir.²⁵⁵

Meksika 1988 yılı Aralık ayında IMF destekli yeni bir istikrar tedbirleri paketini devreye sokmuştur. Meksika'nın reform programının temel öğeleri; ekonominin uluslararası rekabete tamamen açılması, kapsamlı özelleştirme ve deregülasyona gidilmesi, sıkı para ve maliye politikası desteğinde önceden belirlenmiş nominal döviz kuru çapasına dayalı sabit kur uygulaması ile hükümet, özel sektör ve işçi sendikaları arasında gerçekleştirilen "pacto" adı verilen geniş kapsamlı sosyal ve ekonomik uzlaşmadır.²⁵⁶ Bu uygulamalar sonucu, başlangıçta Meksika ekonomisinde yaşanan canlanma, döviz kurunun istikrarı, enflasyon oranının düşmesi ve faiz gelirlerinin cazibesi ile ülkeye akan çok yüksek oranlı portföy yatırımı, cari işlem açıklarının kolaylıkla finanse edilmesini sağlamıştır.²⁵⁷

Ancak yoğun kısa vadeli sermaye girişleri, toplam talebin aşırı ölçüde artmasına, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının aşırı yükselmesine neden olmuştur. Yoğun sermaye girişlerinin temel makroekonomik dengesizliklerin üzerini geçici olarak örtmesi nedeniyle Latin Amerika ülkelerinde geleneksel olarak gözlenen rahatlığa (euphoria) Meksika da kapılmış ve yatırımlardan vazgeçme pahasına tüketimi artırma alışkanlığı (herd instinct) içine düşmüştür.²⁵⁸

²⁵⁴ Bustelo ve diğerleri, a.g.m., ss. 24-25.

²⁵⁵ Sebastian Edwards, "Capital Flows, Reel Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin America Experiences", *NBER Working Paper*, No: 6800, (November 1998), s. 6.

²⁵⁶ Sebastian Edwards, "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?", *NBER Working Paper*, No: 6334, (December 1997), s. 3.

²⁵⁷ Sebastian Edwards, "The Mexican Peso Crisis:...", s. 3, 7.

²⁵⁸ Ajit Singh, "Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development", *The Economic Journal*, Vol: 107, No: 2, (May 1997), s. 778.

Her ne kadar nominal kur belirlenen oranda değer kaybetmiş olsa da, enflasyon oranı, nominal döviz kurundaki değer kaybını aştığı için Meksika ulusal para birimi reel olarak değerlendirilmiş ve cari işlemler açığı büyümüştür. 1990'da 7,5 milyar dolar olan cari açık, 1994'te 29,5 milyar dolar olmuştur. 1992-1994 yılları arasında GSMH'nin yaklaşık yüzde 7'sine ulaşmış olan cari işlemler açığı yatırımcıların beklentilerini olumsuzla çevirerek "kendi kendini besleyen" kriz sürecine girilmesini beraberinde getirmiştir. Bu süreçte diğer bir belirleyici etken, hükümetin pesoya bağlı finansal araçları ihraç etmesinde yaşadığı güçlük karşısında dolara endeksli kamu kağıtları (tesobonos) ihraç etmeye başlaması ile piyasalarda pesonun yakında devalüe edileceği beklentisinin güçlenmiş olmasıdır.²⁵⁹

1993 yılı sonlarında iktisatçılar, Meksika'nın ulusal parasının önemli oranda değerlendirilmesi nedeniyle ortaya çıkan cari işlem açıklarının uygulanan tüm programın kredibilitésini yok ettiğini; olası bir krizin önüne geçebilmek için ya yeni bir "pacto" düzenlenmesi ve temel hedeflerde revizyona gidilmesini ya da pesonun devalüe edilmesini önermişlerdir.²⁶⁰

Ancak gerçekleşen siyasi suikastlar yabancı yatırımcıların kriz beklentisini güçlendirdiğinden, sermaye çıkışları artmış ve döviz rezervleri hızla azalmıştır. Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını yüzde 15 oranında genişletme kararından sonra pezo üzerinde baskılar iyice artmış ve uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar erimiş ve 22 Aralık 1994'te pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum, faiz oranlarının fırlamasına yol açmış, panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krizin derinleşmesine neden olmuşlardır. Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan güvensizlik nedeniyle "tekila etkisi" olarak adlandırılan yayılma özelliği sayesinde diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüslere neden olmuştur.²⁶¹

²⁵⁹ Edwards, 'The Mexican Peso Crisis:...', s. 9.

²⁶⁰ Rudiger Dornbusch, "Mexico: How to Recover Stability and Growth", (edt.) R. Dornbusch, **Stability, Debt and Reform**, New Jersey: Prentice Hall, 1993, s. 369; Sebastian Edwards, "Trade Liberalization Reforms in Latin America", (edt.) Graham Bird and Ann Helwege **Latin America's Economic Future**, London: Academic Press., 1994, s. 39.

²⁶¹ Bustelo ve diğerleri, a.g.m., ss. 25-26.

iii). *Doğu Asya Krizi*: Doğu Asya'daki krize kadar olan son on yılda ortalama GSYİH artış hızları ASEAN-5 olarak bilinen Güney Kore, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'da yüzde 8 civarında gerçekleşmişti. Son otuz yılda kişi başına milli gelir Güney Kore'de 10, Tayland'da 5 ve Malezya'da 4 kat artmıştı. Bölge ülkeleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yaklaşık yarısını kendilerine çekmeyi başarmışlardı. Yine son on yılda dünya ticareti içerisindeki paylarını iki kat arttırarak, dünya ticaretinin yaklaşık beşte birini gerçekleştirmişlerdi. Krize kadar olan dönemde, Doğu Asya ekonomilerinde genelde bütçe fazlaları, nadiren çok düşük kamu açıkları, genel olarak tek haneli ılımlı bir enflasyon, düşük işsizlik oranları, yüksek yatırım ve tasarruf oranları gözlenmişti.²⁶²

Tablo: 1.13. Doğu Asya Ülkelerinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının Cari İşlemler Bilançosu Açıklarını Finansman Oranı
(Açıkların %'si Olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Güney Kore	45,16	14,19	18,43	-59,39	20,92	20,88	10,11	34,82
Endonezya	36,58	34,79	63,92	95,16	75,54	67,58	80,83	97,11
Malezya	268,05	95,58	239,18	180,13	98,27	90,10	110,84	139,28
Filipinler	19,67	52,61	22,80	41,05	53,93	74,65	38,38	29,12
Tayland	33,57	26,60	33,52	28,35	16,90	15,26	15,90	103,84

Kaynak: Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Who Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", *Japan and the World Economy*, Vol: 11, No: 3, 1999, s. 344.

"Asya Mucizesi" olarak adlandırılan bu göz kamaştırıcı ekonomik performansın ardında, görmezden gelinen ya da olumlu yöndeki rakamların geri planda bıraktığı bir takım ciddi bozulmalar da söz konusuydu. Alwyn Young'ın yaptığı çalışmalarda altını çizdiği gibi, bazı iktisatçılara göre, Asya mucizesinin asıl nedeni verimliliklerdeki artış değil, işgücü ve sermaye miktarında meydana gelen artıştır. Bu iktisatçılar, verimliliği arttırıcı reformlar yapılmadığında ekonomik büyümedeki yavaşlamanın kaçınılmaz olduğunu iddia etmekte ve bu doğrultuda yaşanan

²⁶² Dış Ticaret Müsteşarlığı, a.g.y., ss. 18-22.

ekonomik krizin asıl nedenini arttırılamayan verimliliklerde aramak gerektiğini belirtmektedirler.²⁶³

1990'ların başlarında Doğu Asya ülkeleri, cari işlem bilançoları açık vermekle birlikte, ödemeler bilançosu sorunu yaşamaksızın çok yüksek büyüme hızları gerçekleştirmişlerdir. Özellikle doğrudan sermaye yatırımı şeklinde gerçekleşen yabancı sermaye girişleri, sermaye hesaplarının fazla vermesine neden olmuş ve cari işlemler bilançosu açıkları bu fazlalıklar ile dengelenmiştir. Tablodan da görüleceği gibi özellikle Endonezya, Malezya ve Tayland cari işlem açıklarının üzerinde yabancı sermaye çekerek ödemeler bilançosu denkleğine ulaşmışlardır. Doğu Asya ülkelerinin cari işlem açıkları, bu ülkelerin sahip oldukları yüksek tasarruf oranları nedeniyle uluslararası piyasalarda bir sorun olarak algılanmamıştır. Diğer bir açıdan, bu ülkelerin sahip olduğu dışa dönük ekonomik yapıları; süregelen yüksek büyüme hızları; kabul edilebilir ılımlı enflasyon oranları sermaye girişlerini teşvik etmiş, bu nedenle cari işlem açıklarının ciddi bir sorun oluşturduğunun fark edilmesinde gecikilmiştir. 1997 yılında, krizin ilk ortaya çıktığı ülkeler olan Tayland, Endonezya ve Malezya'da sermaye girişlerinin, cari açıkların finansmanına katkı oranı çok yüksek düzeylere çıkmıştır.²⁶⁴

1996'da Güney Kore, Endonezya, Malezya, Tayland ve Filipinler'e toplam 9.3 milyar doları bulan net özel sermaye akışı olmuştur. 1997'de ise, tahminen 12.1 milyar dolarlık bir çıkış yaşanmıştır. Sermaye akışındaki bu tersine dönüş, bu ülke ekonomilerinin toplam GSYİH'larının yüzde 10'undan fazlasına denk düşmekteydi. 1998'e girerken, bu ülkeler en bilgili ve öngörülü bölge gözlemcilerinin birkaç ay öncesine kadar tahmin edemedikleri büyüklükte ciddi bir ekonomik kriz içine girmişlerdir.²⁶⁵

²⁶³ Alwyn Young, "A Tale of Two Cities: Factor Accumulation and Technical Change in Hong Kong and Singapore", In O. J. Blanchard and S. Fischer (eds.) **NBER Macroeconomic Annual**, Cambridge, MA: The MIT Press, 1992, ss. 13-54.; Alwyn Young, "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience", **Quarterly Journal of Economics**, Vol: 110, (August 1995), ss. 641-680.

²⁶⁴ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Who Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", **Japan and the World Economy**, Vol: 11, No: 3, 1999, ss. 343-345.

²⁶⁵ Rodrik, a.g.e., s. 82.

Hızlı sanayileşme ve kalkınma hedefi doğrultusunda Doğu Asya’da hükümetlerin kullandığı en önemli politika araçlarından biri döviz kuru düzenlemeleri olmuştur. Sanayileşme politikaları doğrultusunda hedefe uygun kur rejimi uygulamaları tercih edilmiştir. Sanayileşmenin ileri dönemlerinde Doğu Asya ülkeleri genelde paralarını dolara bağlamışlardır. 1996 yılından itibaren doların değer kazanmasına bağlı olarak dolara sabitlenmiş bu ülke paralarının da değer kazanması sonucu dış ticaret rekabetindeki avantajlarını yitirmeye başlamışlar ve cari işlem açıkları oluşmuştur. Buna, özel kesime açılan kredilerdeki yoğun artıştan kaynaklanan iç talep genişlemesi de eklenince, ülkeler artan bir rekabet sorunuyla karşılaşmışlardır. Bu durumda faiz oranlarının yüksek olması ve izlenen sabit döviz kuru politikaları dış borçlanmayı cazip hale getirmiştir. Bu çerçevede, kısa vadeli borçlanma ön plana çıkmış ve kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payı hızla artmıştır.²⁶⁶ Aynı zamanda bankalar çoğunlukla kısa vadeli olarak aldıkları borçların önemli bir kısmını menkul ve gayri menkul piyasalarında değerlendirilmek üzere daha uzun vadeli kredi olarak kullandıklarından ciddi şekilde bir vade uyumsuzluğu pozisyonuna düşmüşlerdir. Döviz kurlarında herhangi bir düzenlemeye gidilmemesi de mevcut durumun sürdürülmesini zorlaştırmıştır.²⁶⁷

Doğu Asya ülkelerindeki faiz oranlarının yüksekliği, finans sektörü dışında faaliyet gösteren şirketlerin de önemli oranda yabancı para birimi cinsinden borçlanmaları sonucunu doğurmuştur. Türev piyasalarda maliyetlerin yüksekliği nedeniyle şirketlerin yurt dışı borçlanmalarından kaynaklanan kur risklerini korumayı ihmal etmeleri krizin boyutlarını daha da artırmıştır.²⁶⁸

Kriz öncesi başlıca Asya ekonomilerinin karşı karşıya olduğu dört temel zayıflık söz konusu idi. İlk olarak, bu ülkeler yabancı para birimi cinsinden aşırı borçlanma içindeydiler. Toplam dış borcun GSMH’ya oranı 1997 yılında Endonezya’da yüzde 218, Filipinler’de yüzde 75, Tayland’da yüzde 74, Malezya’da yüzde 62 ve Güney Kore’de yüzde 51 düzeylerine ulaşmıştır. İkinci zayıf nokta, özellikle üretici

²⁶⁶ Rodrik, a.g.e., ss. 82-83.

²⁶⁷ Vedat Akman, *Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz*, İstanbul: Rota Yayınları, 1998, s. 29.

²⁶⁸ Ernest Stern and Terence J. Checki, “Financial Crises in the Emerging Markets: The Roles of the Public and Private Sectors”, *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*, Vol: 6, No: 13, (November 2000), ss. 2-3.

sektörlerde gözlenen aşırı yatırım olgusudur. 1990'ların ortalarında yatırımların GSMH'ya oranı Tayland ve Malezya'da yüzde 40, Endonezya ve Güney Kore'de yüzde 35 dolaylarında gerçekleşmiştir. Bu durum etkinliğin ve karlılığın önemli oranlarda düşmesini beraberinde getirmiştir. Üçüncü olarak, 1990'larda tüm Doğu Asya ülkeleri farklı derecelerde de olsa finansal liberalizasyona gitmişlerdir. Bu uygulama, finansal faaliyetlerdeki gözetim ve denetimi oldukça zayıflatmıştır. Daha ötesinde hükümetler yatırım ve borçlanmaların politik koordinasyonunu gerçekleştiremez noktaya varmışlardır. Bu nedenle, Asya krizi gerekli düzenlemelerin yapılamamasının yol açtığı bir kriz şeklinde algılanabilmektedir. Bu anlamda krizin temel nedeni, finansal liberalizasyon süreci üzerinde hükümetlerin gerekli kontrolü sağlayamaması olarak öne sürülebilmektedir. Dördüncü olarak, küresel finansal piyasaların sürü bilincindeki davranışları sonucu bu ülkelerin paralarının hızla değer kaybetmelerinin yanı sıra, menkul kıymet borsa endekslerinde keskin düşüşler söz konusu olmuştur.²⁶⁹

Asya krizi öncesinde söz konusu ülkelerin finans ve bankacılık sektörlerindeki yapısal bozukluklar konusunda iktisat yazınında belirgin bir fikir birliği vardır. Sözü edilen yapısal bozukluklar arasında gözetim ve denetim eksikliği; düşük sermaye yeterlilik oranları; mevduat sigortası sisteminin getirdiği olumsuzluklar; düzenleyici kurumların yetersizlikleri; proje değerlendirme ve gözetiminde yetki tahrifatı; rüşvete dayalı kredilendirme faaliyetleri; kredi tahsisatında piyasa-dışı kriterlerin seçilmesi; bankacılık ilişkileri modeli açısından banka ve firmalar arasındaki yarı-monopolistik ilişkilerin fiyat sinyallerini devre dışı bırakması olgusu yer almaktadır.²⁷⁰ Dost- akraba ilişkilerine dayanan (crony capitalism), siyaset- ekonomi bağlantılı uygulamalar, Doğu Asya krizinin ilk planda fazla dikkate alınmayan, ancak özellikle Endonezya'da gelişen siyasi olaylardan sonra önemi ve boyutları anlaşılmaya başlanan nedenlerden biri olarak görülmektedir.²⁷¹

Öte yandan, mevduatlar üzerindeki devlet garantisi ekonomi genelinde bir balon etkisi yaratarak fiyatlarda spekülatif şişkinliklere yol açmıştır. Zaman içinde, sözü

²⁶⁹ Ajit Singh, "Asian Capitalism and the Financial Crises", CEPA, Working Papers Series 3, No: 10, New York: New School for Social Research, (October 1998), s. 18.

²⁷⁰ Corsetti ve diğerleri, "Who Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", ss. 307-308.

²⁷¹ Callum Henderson, *Asya'nın Çöküşü*, (çev.) Meral Gönenç, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2000, s. 202.

edilen spekülâtif yükü taşımanın olanaksızlığı yanında, mevduatlar üzerindeki devlet güvencesinin ortadan kalkması sonucu iflaslar yaşanmaya başlamış, fiyatların düşüşü olumsuz beklentilerdeki artışla beraber krizi yaygınlaştırmıştır.²⁷²

Asya'da yaşanan ekonomik krizin kökeninde yapısal bozuklukların ve makroekonomik temellerdeki zayıflıkların önemli etkisi vardır. Ahlaki tehlike sorununun bir yansıması olarak, bankalar döviz cinsinden kısa vadeli olarak yüksek hacimli borçlanmışlar, döviz kurlarının sabit kalacağı ve ödeme güçlüğü olduğu durumda ise hükümetin desteğini alacakları varsayımıyla hareket etmişlerdir.²⁷³

Gelir kaybı, yoksulluk ve işsizlik açılardan Doğu Asya krizi, yüzyılın en şiddetli finansal istikrarsızlık dönemini oluşturmuştur. Krizler yoksulluğu önemli ölçüde arttırırken, istihdamı azaltmış, reel ücretleri düşürmüş ve önemli sosyal sıkıntılara yol açmıştır.²⁷⁴

Doğu Asya krizinden alınacak derslerden biri, uluslararası sermaye piyasalarının iyi ve kötü riskleri ayırt etmekte pek de başarılı olamadıklarıdır. İkinci olarak, kriz, tek başına ticaret yöneliminin ciddi likidite sorunlarından etkilenme eğilimiyle bağlantısının çok az olduğunu göstermiştir. Sermaye akışındaki tersine dönüşten en çok etkilenen Doğu Asya ekonomileri, dünyanın en dışa dönük ekonomileriydi ve bu konuda diğer ülkelere örnek gösterilmekteydiler. Krizin belirleyicileri, finansal ve makroekonomik unsurlardı. Ticaret ve sanayileşme politikaları ise kriz üzerinde etkide bulunan ikincil faktörler niteliğindediler.²⁷⁵

Tarihsel olarak Latin Amerika ve Doğu Asya'daki finansal krizlerin şiddet oranları arasında belirgin farklılıklar vardı. Ancak 1990'larda Latin Amerika ülkeleri, olumsuz etkilere açıklıkları sürmekle birlikte, istikrara doğru ilerleme kaydederken, 1997'de Doğu Asya'da, o bölgede daha önce görülmemiş şiddette ve ancak geçmişte Latin Amerika'da yaşananlarla karşılaştırılabilen bir finansal kriz yaşanması bölgesel

²⁷² Şevket Sayılğan, "Uluslararası Finansal Krizler ve Globalleşme İlişkisi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 37, Sayı: 12, (Şubat 2000), s. 34.

²⁷³ Corsetti ve diğerleri, "Paper Tigers? A Model of Asian Crisis", ss. 1233-1234.

²⁷⁴ World Bank, "Global Development Finance: Building Coalitions for Effective Development Finance", The World Bank, Washington, DC: 2001, s. 73.

²⁷⁵ Rodrik, a.g.e., ss. 82-83.

farklılıkların aşındığını göstermiştir. Uluslararası sermaye hareketliliği ve daha az düzenlemeye konu olan finansal piyasalar ikilisinin, sermaye hesabında ve finansal sektör sapmalarında geçmişte var olan bazı farklılıkları azalttığı söylenebilir. 1990'lar boyunca Doğu Asya'ya yönelik kısa vadeli sermaye akımları arttıkça, her iki bölge ekonomilerinin kendilerine yönelik sermaye akımlarından etkilenme dereceleri birbirine yakınlaşmıştır.²⁷⁶

Özellikle Asya krizi ile ortaya çıkan durum, küresel finansal sistemin tüm katılımcılarının rollerini yeniden düzenlemeyi kaçınılmaz kılmıştır. Çünkü, IMF'nin krizin aşılması adına önerdiği istikrar programlarının piyasadaki paniği önleyememesi, üstelik ciddi bir resesyonu beraberinde getirmesi, devamında krizin geniş bir yayılma göstermesi ile çoğu ülke ekonomisinin değişik düzeylerde krizden etkilenmesi, uluslararası finansal sistemin yeniden gözden geçirilmesini zorunlu kılmıştır.²⁷⁷

1.6. FİNANSAL KRİZLERİN ÖNLENMESİ VE YÖNETİMİNE YÖNELİK ÖNLEMLER: ULUSLARARASI FİNANSAL MİMARİ

1992-1993'de "Avrupa Döviz Kuru Mekanizması"nda yaşanan krizle başlayan, devamındaki on yıllık süreçte Meksika, Doğu Asya, Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de peşi sıra yaşanan krizlerle kendini gösteren uluslararası finans sistemindeki derin sorunlar, sistemin yeniden mimarisi gerekliliğini gündeme getirmiştir. Bu noktadan hareketle uluslararası toplum, uluslararası finansal kuruluşlar öncülüğünde yapılması öngörülen reformlar üzerine yoğun tartışma ve çaba içine girmişlerdir. Üzerinde tartışılan ve oluşturulmaya çalışılan söz konusu finansal reformlar bütününe "uluslararası finansal mimari" denilmektedir.

Uluslararası finansal mimari çerçevesinde tasarlanan reformlar, tamamen yeni bir sistem oluşturmayı amaçlamaktan öte bazı yeni düzenlemeler öngörmektedir. Örneğin, mal ve sermaye ticaretindeki etkinliğin artırılması; sistemin istikrarının

²⁷⁶ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *The American Economic Review*, Vol: 88, No: 2, (May, 1998), s. 448.

²⁷⁷ Timothy Lane, "The Asian Financial Crisis: What Have We Learned?", *Finance and Development*, Vol: 36, No: 3, (September 1999), s. 44.

sağlanması; eşitlikçi ve sosyal açıdan kabul edilebilir gelir ve refah dağılımı, daha önceden de genel kabul görmüş uluslararası makroekonomik hedeflerdir.²⁷⁸ Söz konusu edilen önlemler ve düzenlemeler demeti, uluslararası sistemin farklı katılımcıları tarafından yerine getirilmesi ve bu şekilde mevcut sistemin geliştirilip güçlendirilerek daha etkin çalışmasını sağlayacak unsurlardan oluşmaktadır. Amaçlanan değişikliklerin; hükümetler, özel sektör temsilcileri ve uluslararası finansal kuruluşlar olmak üzere, uluslararası finansal sistemin üç farklı grup katılımcısı tarafından aynı özen içinde uygulanması istenmektedir.²⁷⁹

Öngörülen reformlar, uluslararası finansal sistemdeki borçlu ve alacaklıların davranışlarını etkilemek üzere şekillendirilmiş ve krizlerin sıklığı ile yaygınlığını azaltmaya yardım etmeleri düşünülmüştür. Reformlar doğrultusunda uluslararası kuruluşlarla ortak çalışmalar yapan, ekonomi alanında iyi bir yönetime sahip olan ülkelerin, uluslararası fonlar için daha cazip hale gelmesi, ekonomileri için gereken sermayeyi sağlamaları öngörülmektedir. Uluslararası finansal kuruluşların da, kuruluş amaçları doğrultusunda istikrarlı bir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi, refahın artırılabilmesi için ülkelere ekonomi yönetimi konusunda danışmanlık hizmeti vermeleri, bunu yaparken de açılmış kredilerin geri ödenebilirliği üzerinde gerekli çalışmaları yapmaları planlanmaktadır.²⁸⁰

1.6.1.Uluslararası Finansal Mimarinin Ana Çerçevesi

Uluslararası finansal mimari olarak adlandırılan finansal sistem reformu çalışmaları ana fikrini, Washington Uzlaşması'ndan almaktadır. Bu çerçevede, Uluslararası finansal sistemin yeniden mimarisi çalışmalarının, etkin bir grup olması düşünülen ve gelişmiş büyük ekonomilerin yanı sıra önde gelen gelişmekte olan ülkelerin üyesi olduğu G-20'nin oluşturulması ile güçlendirilmesi planlanmıştır.²⁸¹

²⁷⁸ Alexander Swoboda, "Reforming the International Architecture", **Finance and Development**, Vol:36, No: 3, (September 1999), s.2.

²⁷⁹ Stanley Fischer, "Reforming the International Financial System", **Economic Journal**, Vol: 109, No: 459, (November 1999), s. 557

²⁸⁰ Stanley Fischer, "Reforming the International...", s. 558

²⁸¹ Lael Brainard, "Capitalism Unhinged", **Foreign Affairs**, Vol: 81, No: 1, (January-February 2002), s. 195.

Özellikle 1997 Asya krizini takiben hükümetler, uluslararası kuruluşlar, bireysel araştırmacılar ve piyasa katılımcıları finansal krizler ve finansal istikrar konularında pek çok öneri getirmişlerdir. Bu önerilerden bir kısmı IMF, BIS ve yeni oluşturulan “Finansal İstikrar Forumu”(Financial Stability Forum-FSF) gibi uluslararası kuruluşlar düzeyinde değerlendirilmiştir. Konu ile ilgili getirilen öneri, yapılan düzenleme ve uygulamalar dikkate alındığında, Asya krizi sonrasında gündeme gelen köklü ve hacimli değişimlerden çok marjinal reform ve kısmi düzenlemelerin gerçekleştirilebildiği gözlenmektedir. Özellikle dikkatlerin daha çok standartlar ve şeffaflık, daha az oranda finansal düzenleme ve denetim üzerinde yoğunlaştığı, çok daha önemli olan sistemik istikrarsızlık ve sonuçları alanında sınırlı mesafe alındığı gözlenmektedir.²⁸²

Tasarlanan uluslararası finansal mimarinin, aşağıda belirtilen üç temel ayak üzerine oturtulması ve uluslararası kabul gören bir plana sahip olması öngörülmektedir.²⁸³

- i) Krizlerin önlenmesi.
- ii) Krizlerin yönetimi.
- iii) Uluslararası finansal kuruluşlardaki kurumsal düzenlemeler.

Uluslararası finansal mimarinin ana çerçevesini oluşturan; krizlerin oluşum sıklığını azaltmak (krizleri önlemek) ve krizlerin neden olduğu maliyetleri azaltmak (krizlerin yönetimi) şeklindeki temel hedefler, iki farklı amaca dönük çabalar olmakla beraber çoğunlukla kesişmektedirler. Çünkü, finansal sistemin güçlendirilmesine yönelik çabalar belki krizlerin oluşum sıklığını azaltacaktır, ancak aynı zamanda bu çabalar krizlerin tahribatını azaltıp, çözümlenmesine de katkı sağlayabilecektir.²⁸⁴

²⁸² Akyüz, “The Debate on the Financial Architecture...” , s. 2.

²⁸³ Takatoshi Ito, Toward New International Financial Architecture: An Asian Perspective, February 2002, s. 2 .(<http://www.rbnz.govt.nz/research/fellowship/Ito28feb.pdf>).

²⁸⁴ Peter B. Kenen, “The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives”, *International Finance*, Vol: 5, No: 1, (Spring 2002), s. 25.

1.6.1.1.Finansal Krizlerin Önlenmesi

Krizlerin önlenmesi adına dikkatler özellikle uygun makroekonomi politikaları gereksinimi üzerine odaklanmış; sürdürülebilir, uygun döviz kuru rejimleri, hükümetlerin ve kredi kurumlarının öngörülü ve tedbirli risk yönetimleri, sağlıklı ulusal finansal sistemler ve şeffaf ulusal politikalar bu bağlamda öne çıkmıştır.

Finansal krizlerin önlenmesi amacıyla getirilen önerilerin temelde birleştiği nokta; mevcut kurumsal yapının ve yönetim anlayışının, günümüzdeki küresel finansal sistemin sorunlarını tanımlayacak, tartışacak ve çözümlenecek çapta güçlendirilmesi gerekmektedir. Bu anlamda ilk kez 1990 Rio Dünya Forumu Toplantıları'nda gündeme gelen "kurumsal yönetim" kavramının finansal krizleri önlemede bir zorunluluk olan, ulusal ve uluslararası finansal sistemlerin güçlendirilmesinde esas teşkil etmesi yönünde fikir birliği oluşmuştur.²⁸⁵

Geliştirilmiş kurumsal yönetim ile örneğin aşırı borçlanma gibi bir kötü yönetim olgusunun yol açabileceği makroekonomik zorluklar engellenebileceği öngörülmektedir. Diğer yandan, yetersiz bilgi akışının, borç veren ve borç alan kesimler arasında oluşturabileceği asimetrik bilgi ve yanlış seçim gibi piyasa yanılgılarının önlenebileceği, bunların neden olduğu finansal kırılmalık azaltılabileceği düşünülmektedir.²⁸⁶

"Kurumsal yönetim" üç temel unsur etrafında şekillenmektedir,²⁸⁷

- i) Adil ve doğru olanın yapılması.
- ii) Şeffaflık ve açıklık.
- iii) Sorumlu olma ve hesap verebilirlik.

Bu noktadan hareketle, hem ulusal hem de uluslararası finansal sistemlerin dayanıklılığının artırılması bağlamında uluslararası finansal kurumlar ve ulusal hükümetler öncülüğünde şeffaflığın ve hesap verme sorumluluğunun artırılması,

²⁸⁵ Barry Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, DC: Institute for International Economics, 1999, s. 10.

²⁸⁶ Stiglitz and Bhattacharya, a.g.m., s. 104.

²⁸⁷ Geof Mertlock, "Corporate Governance in the Financial Sector", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol: 65, No: 2, (June 2002), s. 14.

diğer bir ifadeyle bilginin bütün piyasa katılımcılarına açık hale getirilmesi, finansal krizlerin önlenmesi çabalarında öncelik taşımaktadır. Bunun yanında, uluslararası kabul görmüş standartların ve iyi uygulama kodlarının benimsenmesi, kredi risk tayini ve yönetiminin güçlendirilmesi, finans ve ekonomi politikaları gözetiminin artırılması, borç yönetiminin iyileştirilmesi, öngörülü ve tedbirli uygun döviz kuru rejiminin belirlenmesi, finansal krizleri önlemede öne çıkan düzenlemelerdir.²⁸⁸

1.6.1.2.Finansal Krizlerin Yönetimi

Finansal krizlerin yönetimi başlığı altında önde gelen temel amaçlar, sistemik risklerin önüne geçilmesi, kriz nedenlerinin anlaşılması ve ortadan kaldırılmaya çalışılması, bankaların ödeme gücü ve kârlılık performanslarının düzeltilmesi ve güçlendirilmesi, finansal sistemin etkin olarak çalışması ve gelişmesi için gerekli yasal altyapının oluşturulması ve krizin kamuya maliyetinin asgari düzeyde tutulması olarak belirlenebilir.²⁸⁹

Krizlerin yönetimi konusunda kriz yaşayan ülke ve ülke gruplarına, uluslararası finansal kuruluşların ve özellikle IMF'nin sunması öngörülen resmi finansal destekler, yaratılması düşünülen ek kaynaklar ve borç geri ödeme kolaylıkları, krizin yönetimi sürecine özel kesimin dahil edilmesi olgusu ön plana çıkarmıştır.

Sermaye hareketliliğinin sonsuz hız kazandığı bir süreçte, baş gösteren bir finansal krizin arka planında ne olursa olsun, krizi derinleştiren ve yaygınlaştıran temel unsurun, hızlı sermaye çıkışlarının büyüttüğü likidite darlığı olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle krizlerin çözümlenmesinde öne çıkan temel nokta, acil finansman desteğinin sağlanması olarak algılanmaktadır. Bu noktada acil finansman yöntemlerinin geliştirilmesi, borç servisinin düzenli işlemesi, özel kesimin likidite

²⁸⁸ Roger Nord, "Central and Eastern Europe and the New Financial Architecture", **Finance and Development**, Vol: 37, No: 3, (September 2000), s. 32; Akyüz, "The Debate on the Financial Architecture...", ss.1-2; Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crisis in Emerging Countries", s. 13.

²⁸⁹ TBB, "Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar: Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını**, (Nisan, 2001), s. 2. (www.tbb.org.tr).

sıkıntısının aşılması ve krizin çözümlenmesi sürecine dahil edilmesi ilk akla gelen konular olmaktadır.²⁹⁰

Finansal krizlerin yönetiminde ülkelerin yaşadıkları likidite darlığının aşılmasında, Bretton Woods'un donattığı geleneksel işleviyle IMF öncü kuruluş durumundadır. Acil durumlarda piyasaya likidite sağlayacak "son borç mercii" işlevini ulusal düzeyde ilgili merkez bankaları yerine getirirken, uluslararası düzeyde bu işlevi görecek resmi bir kurum oluşturulamaması nedeniyle IMF geleneksel fonksiyonları gereği "son borç mercii" rolünü sürdürmesine rağmen uluslararası toplumda önemli fikir ayrılıklarına yol açmaktadır.²⁹¹ Bu anlamda, tartışmaların odağında uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bir merkez bankasının olmaması yer almaktadır. Bununla birlikte son finansal krizlerde takındığı tavır ve oynadığı role bakıldığında IMF'nin "son borç mercii" işlevini yerine getirebileceği ileri sürülmektedir. Ne var ki, IMF'nin bu işlevi gerçek anlamıyla yapabilmesi için kaynak yapısının sağlam temellere oturtulmuş olması ve hangi durumda, ne tür işlem yapacağını açıklığa kavuşturulmasının gerektiği düşünülmektedir.²⁹²

1980'lerden itibaren çok sayıda ülkede meydana gelen sistemik banka krizlerinin en önemli nedenleri arasında istikrarsız makroekonomik yapı, bankacılık sektöründe etkin denetim ve gözetimin yapılamaması, yasal düzenlemelerin yetersiz olması, ödemeler sistemi gibi finansal altyapı unsurlarının güvenilir olmaması, risk değerlemesi ve yönetiminde kredi kültürünün oluşmaması yer almaktadır.²⁹³

Çoğunlukla bankacılık sisteminin ağırlıklı paya sahip olduğu finansal krizlerin çözümünde izlenebilecek temel aşamalar şöyle sıralanabilir:²⁹⁴

- i) Sistemik risklerin önlenmesi.
- ii) Kriz yönetim biriminin oluşturulması.

²⁹⁰ Jose Antonio Ocampo, "Shaping An International Financial Architecture", **Southbulletin**, No: 12, 2002, (<http://www.southcentre.org/info/southbulletin/bulletin12/southbulletin12.02.htm>).

²⁹¹ Stanley Fischer, "Financial System Soundness", **Finance and Development**, Vol: 34, No: 1, (March 1997), s. 15.

²⁹² Fischer, " Financial System Soundness", ss. 15-16.

²⁹³ Pelin Ataman Erdönmez ve Burçak Tülay, "Seçilmiş Ülkelerde Bankacılık Yeniden Yapılandırılması Uygulamaları", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu, Çalışma Raporu**, (Mart, 2001), s. 3.

²⁹⁴ IMF, **World Economic Outlook 1998**, (May, 1998), ss. 80-81.

- iii) Bankacılık sisteminin zararının tespiti ve ödeme gücünün yeniden sağlanması için gerekli stratejinin oluşturulması.
- iv) Bankaların kötü aktiflerinin satın alınması.
- v) Bankaların yeniden sermayelendirilmesi.
- vi) Verimsizleşen aktiflerin yönetimi
- vii) Bankacılık düzenleme ve denetim sisteminin güçlendirilmesi.

Bankacılık krizleri sonrasında faiz oranlarının artması ve yerel para biriminin değerinin düşmesi, borç yükünün ve riskten korunmayan borçluların riskinin artması ve batık kredilerin hızla çoğalmasına yol açmaktadır. Batık kredilere bağlı zararların ekonominin hemen her kesimi üzerinde olumsuz etkileri olması sektörde yeniden yapılanma gereğini doğurmaktadır.

1.6.1.2.1. Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı

Geleneksel bankacılık, basit anlamda, toplanan mevduatlar ile kredilerin fonlanmasının aracı olarak tanımlanabilir. Ne var ki, finansal liberalizasyon uygulamaları, mevduatın bankalar için kaynak olma özelliğini aşındırırken, kredi kullanıcılarının da alternatif finansman araçlarına yönelmeleri, kredilere olan talebi azaltmaya başlamıştır.²⁹⁵

Öte yandan, uluslararası finansal işlemlerin boyutlarının reel sektördeki gelişmelerden bağımsızlaşması ve çok büyük oranda artması sonucu, finansal kurumlar içerisinde ağırlıklı bir yeri olan bankalar büyük ölçüde geleneksel rollerinden sıyrılarak, parasal sermaye temelli işlemler üzerinde yoğunlaşan kurumlara dönüşmüşlerdir. Bu süreçte, üretici sermaye de finansman kaynaklarını çoğunlukla bankacılık sistemi dışından elde etme çabasına girmiştir. Tüm bu gelişmeler, bankaların yeniden yapılandırılması sürecini ortaya çıkarmıştır.²⁹⁶

Sistemik banka yeniden yapılandırması, bir ülkede meydana gelen banka iflaslarının toplam bankacılık sisteminin yüzde 20'sinden fazlasını etkilemesi

²⁹⁵ Aylin Çiğdem Köne, "Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, 2003, ss. 235-236.

²⁹⁶ Köne, a.g.m., s. 235.

durumunda bankacılık sektörüne güvenin tekrar sağlanması ve sektörün iyileştirilmesi amacıyla yapısal ve düzenleyici programların uygulamaya konulması şeklinde tanımlanmaktadır.²⁹⁷

Sistemik banka yeniden yapılandırmasında devlet tarafından uygulamaya konulan programlar, makroekonomik çözümler ile bankacılık denetiminin artırılması, yasal muhasebe ve düzenleyici çerçevenin geliştirilmesine yönelik çabaları içermektedir. Banka yeniden yapılandırmasının başarısı, büyük ölçüde bu sorunlara çözüm getirme oranına bağlıdır. Bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programları, teşhis, zarar kontrolü, zarar paylaşımı, doğru teşviklerin yaratılması olmak üzere dört ana bölümden oluşan bir süreci ifade etmektedir.²⁹⁸

Uluslararası deneyimlere bakıldığında ise, bankacılık krizleri ardından gelen yeniden yapılandırmaların üç aşamalı olduğu görülmektedir. İlk aşama, bankacılık sisteminde krize bağlı olarak oluşan likidite problemlerinin çözümlenmesi için alınan acil önlemleri kapsayan finansal yeniden yapılandırma. İkinci aşama, bankaların yönetimlerinde, faaliyetlerinde ve stratejilerinde oluşan operasyonel yeniden yapılandırma. Bu dönem içinde birleşmeler, satın almalar, sermaye artırımları, şube ağlarının yeniden organizasyonu gibi operasyonlar yer almaktadır. Üçüncü aşamada ise, yapısal önlemlere yer veren, sistemin sağlam ve sağlıklı yapısının ileriki dönemlerde de korunmasına yönelik yapısal düzenlemeler söz konusu olmaktadır. Finansal yeniden yapılanmanın, operasyonel ve yapısal yeniden yapılanma ile desteklenmemesi durumunda bankacılık sektöründeki sorunların tekrarlanması söz konusu olmaktadır.²⁹⁹

²⁹⁷ Pelin Ataman Erdönmez, "Sistemik Banka Yeniden Yapılandırılmasına Teorik Yaklaşım", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu**, Çalışma Raporu, (Haziran, 2001), s. 3.

²⁹⁸ Ataman Erdönmez, a.g.r., s. 3.

²⁹⁹ Claudia Dziobek, "Market Based Policy Instruments for Systemic Bank Restructuring", **IMF Working Paper**, No: 98/113, (August, 1998), s. 7.

1.6.1.2.1.1. Bankacılık Yeniden Yapılandırılmasının Yasal Çerçevesi

Bankacılık yeniden yapılandırılması için gerekli yasal çerçeve dört temel unsura dayandırılabilir:³⁰⁰

- i) Bankacılık sistemine güvenin yeniden sağlanması.
- ii) Devlet müdahalesi için yasal bir sürecin oluşturulması.
- iii) İflas eden bankalar için müdahale mekanizmasının oluşturulması.
- iv) Banka yeniden yapılandırılması için gerekli yapısal önlemlerin alınması.

Bankacılık sistemine güvenin sağlanması için öngörülen temel uygulamalar, mevduat sigortası mekanizmasının devreye sokulması; merkez bankasının, bankalara likidite sağlaması; düzenleme yapısının güçlendirilmesidir. Düzenleme yapısının güçlendirilmesinden kastedilen ise şunlardır:³⁰¹

- i) Banka düzenleme otoritelerinin yeniden düzenlenmesi.
- ii) Basle sermaye standartlarının uygulanması.
- iii) Periyodik olarak yerinde ve uzaktan izleme sisteminin kurulması.
- iv) Kredi risklerini izlemek üzere iç denetim sistemlerinin kurulması.
- v) Kredi sınıflandırması ve sorunlu krediler için karşılık ayrılmasında uluslararası kabul gören standartların benimsenmesi.
- vi) Mali performanslar hakkında yeterli düzeyde kamuoyu bilgilendirilmesinin yapılması.

Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasında devletin gerçekleştireceği müdahalelerin yasal bir zemine oturtulması diğer öncelikli husustur. Bu doğrultuda, bankaların ödeme güçlerinin sağlanması için bir süreç oluşturulması; devletin iflas etmiş bankalara gerekli müdahaleyi yapması için yasal yetkisinin güvence altına alınması; mevduat sigorta sisteminin krizin üstesinden gelmek için yeterli fona sahip olduğu güvencesini vererek, bu fonu hızlı ve etkin bir şekilde kullanmak için gerekli otoriteye sahip olması önem kazanmaktadır.³⁰²

³⁰⁰ Ataman Erdönmez, a.g.r., s. 4.

³⁰¹ Dziobek, a.g.m., ss. 7-8.

³⁰² Dziobek, a.g.m., s. 8.

Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması çerçevesinde alınması öngörülen yapısal önlemler ise, tasfiye; birleşme veya küçülme; özelleştirme; kurumların yeniden yapılandırılması; sorunlu aktiflerin yönetilmesi ve borç yeniden yapılandırılmasıdır.³⁰³

Yapısal yeniden yapılanma önlemleri içinde yer alan sorunlu aktiflerin yönetilmesi ve borç yeniden yapılandırılması, sistemik banka yeniden yapılandırılması programlarının en önemli unsurları niteliğine sahiptirler.

1.6.1.2.1.2. Sorunlu Aktiflerin Yönetimi

Sorunlu aktiflerin yönetiminde ilk adım sorunlu aktiflerin tanımlanıp; satış, iyileştirme, yeniden yapılandırma ve aktiflerin zarar yazılması şeklindeki dört ayrı kategoriden birisine uygun düşecek şekilde gruplandırılmasıdır.³⁰⁴

Sorunlu aktiflerin yönetimi amacıyla uygulanacak politikaların başarıya ulaşması için makroekonomik istikrara ek olarak uygun bir yasal altyapı, etkin bir mali düzenleme ve denetim çerçevesi ile adil bir vergi yapısı gerekmektedir.³⁰⁵

Sorunlu aktiflerin yönetilmesi için oluşturulması öngörülen kurumsal düzenlemelerin başında aktif yönetim şirketleri gelmektedir. Finansal güçlük içinde bulunan finansal kurumların yeniden yapılandırılması kapsamında benimsenen yöntemlerden en önemlisi, finansal kurumların iyi aktiflerinin sorunlu aktiflerinden ayrılarak “aktif yönetim şirketleri”ne devredilmesidir. Bu çerçevede aktif yönetim şirketlerinin üç temel işlevi bulunmaktadır:³⁰⁶

- i) Ödeme güçlüğü içinde olup, varlığını sürdüremeyecek durumda olan finansal kurumların aktiflerini yönetmek ve tasfiye etmek.
- ii) Sorunlu ama varlığını sürdürebilir finansal kurumların yeniden yapılandırılmasını kolaylaştırmak.

³⁰³ Dziobek, a.g.m., s. 8.

³⁰⁴ Daniela Klingebiel, Stijn Claessens and Luc Laeven, “Resolving Systemic Financial Crises: Policies and Institutions”, **World Bank Working Paper**, No: 3377, (August, 2004), s. 13.

³⁰⁵ Daniela Klingebiel, “The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experiences”, **World Bank Working Paper**, No: 2284, (February, 2000), s. 4.

³⁰⁶ Klingebiel, a.g.m., s. 5.

- iii) Kamu sermayeli ve devletin müdahale ettiği bankaların özelleştirilmesini kolaylaştırmak.

1.6.1.2.2. Borçların Yeniden Yapılandırılması

Uluslararası finansal mimarinin amaçlarından biri de, özel sektörü, krizin yönetimi sürecine dahil edecek yeni ve etkin tekniklerin geliştirilmesidir. Son dönemdeki finansal krizlere ticaret ve yatırım bankalarının yol açtığı sermaye akımları ve özel yatırımcıların büyük miktardaki sermaye girişlerini takiben gerçekleştirdiği yine büyük miktarda sermaye çıkışlarının önemli etkilerde bulunduğu düşüncesinden hareketle, uluslararası toplum finansal krizlerin oluşmasında önemli bir paya sahip olan özel yatırımcıların krizin çözümünde de pay sahibi olmalarının daha adil olacağı görüşündedir.³⁰⁷ Aynı zamanda, borçların düzenli bir şekilde geri ödenmesinde kamu kaynaklarının yetersizliği ve borç geri ödememenin yol açacağı ahlaki yozlaşma riski karşısında özel kesimin de para ve borç krizlerinin yönetimi sürecine katılmasının bir gereklilik olduğu düşünülmektedir.³⁰⁸

Finansal krizler sonrasında faiz oranlarının artması ve ulusal para biriminin değerinin düşmesi, borç yükünün ve riskten korunmayan borçluların riskinin artmasına, batık kredilerin hızla çoğalmasına yol açmaktadır. Batık kredilere bağlı zararların, ekonominin hemen her kesimi üzerinde olumsuz etkileri olması, borçların yeniden yapılandırılması gereğini doğurmaktadır.³⁰⁹

Düşük döviz kuru ve yüksek reel faiz sarmalına giren ülkelerin uğradığı büyük ekonomik kayıplar sadece o ülkeleri değil, çevre ülkeleri ve hatta dünya ekonomisini tehdit eder duruma gelmiştir. Dünya ekonomisinin yüz yüze kaldığı bu tehdit karşısında, IMF borç ödeyememe riski olan birçok ülkeye finansal destek sağlamıştır. IMF'nin sağladığı bu acil finansal destek yeni sorunlara yol açmış, önünde sonunda IMF'nin kurtaracağını düşünen kreditorler daha çok risk alabilir

³⁰⁷ IMF, "Resolving and Preventing Financial Crisis: The Role of the Private Sector", **International Monetary Fund, Staff Paper**, No: 01 / 02, (26 March 2001), ([http:// www.imf.org/external/np/exr/rb/2001/032601.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/rb/2001/032601.htm)). ; Kenen, a.g.m., s. 27.

³⁰⁸ Akyüz, "The Debate on the Financial Architecture...", s. 12; Michael Mussa ve diğerleri, a.g.m., s. 12.

³⁰⁹ Erdönmez ve Tulay, a.g.r., s. 3.

uygulamalar içine girmişlerdir. IMF'ye üye ülkelerin sağladığı fonlarla risk alan yatırımcıların kurtarıldığı düşüncesi yaygınlık kazanmakta ve bu durum ahlaki yozlaşma olarak değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, IMF politikalarının artık ahlaki yozlaşmaya yol açmayacak şekilde oluşturulması, ana gündem maddelerinden biri boyutuna gelmiştir. IMF tarafından hazırlanan borçların yeniden yapılandırılması planı bu sorunlara çözüm üretmeyi amaçlamaktadır.³¹⁰

Borçların yeniden yapılandırılması planı esas itibarıyla aşağıdaki temel konuları kapsamaktadır.³¹¹

- i) Borç geri ödemesinde başarısız olan ülke IMF'ye başvuracak, iflasını isteyecek, iflas kararı ile beraber borç geri ödemesi geçici olarak durdurulacak, bu sürede ülkeden dışarı para kaçışını önlemek için sermaye hareketlerine sınırlama getirilecektir.
- ii) Tahvil alacaklıları ve diğer tüm alacaklılar haklarını korumak için kendi ülke mahkemelerinde dava açarak bir el koyma mücadelesine girişemeyecekler, böylece yeniden yapılandırma daha kolay yapılabilecektir.
- iii) Bu süreçte borçlu ülke de iyi niyetli ve sorumlu hareket etmeye zorlanacaktır. Diğer bir ifadeyle, alacaklıların bazılarına avantaj sağlama yönüne gitmeyecek, görüşmeleri iyi niyetle sürdürecektir ve gerekli ekonomi politikalarını hemen uygulamaya koyacaktır.
- iv) Bu süre içinde iflas eden ülkenin kısa vadeli finansman ve ödeme sorunlarını karşılamak, özel kaynaklardan yeni kredi açılmasını teşvik için, yeni taze kaynak sağlayacak alacaklılara, diğer alacaklılara göre alacaklarını almakta öncelik sağlanarak taze kaynak girişi gerçekleştirilmiş olacaktır.
- v) Bu model alacaklıların çoğunluğu tarafından kabul edildikten sonra, küçük alacaklıları da bağlayacaktır. Böylece bazı alacaklıların, alacaklarının bireysel tahsili için farklı mahkemelere gitmeleri önlenmiş olacaktır.

³¹⁰ Kenen, a.g.m., s. 32.

³¹¹ IMF, "Krueger Floats International Workout Mechanism", *IMF Survey*, Vol: 30, No: 23, (10th November 2001), ss. 385-386; Anne Krueger, *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington DC: International Monetary Fund, (12th November 2001), s. 6.

Bu yeni yaklaşımla, sürdürülemez hale gelen borçların yeniden, hızlı şekilde yapılandırılarak, bu süreçte, borçlu ülkenin maddi varlıkları ile alacaklarının hakkının adil şekilde korunması amaçlanmaktadır. Aynı zamanda, borçlu ülkenin, uluslararası finansal kuruluşlar ve özel kredi kurumlarından, programlanmış kredi dilimlerini zamanında alabilmesine de olanak tanınmaktadır.

Bu plana göre, eğer bir ülke borçlarını ödeyemez noktaya gelmişse, ortaya çıkan maliyet sadece IMF tarafından değil, bu ülkeye kredi veren tüm özel kişi ve kuruluşlar tarafından da karşılanmalıdır. Çünkü yatırım yapan belli bir risk almaktadır, eğer bu risk gerçekleşiyorsa taraflar sonuçlarına katlanmak durumundadır. Bir şirket iflas ettiğinde, bunun tasfiyesi ve kurtarılması için ne tür kurallar uygulanıyorsa, bir ülke iflas noktasına geldiğinde de benzer bir sürecin işletilmesi uygun olacaktır.³¹²

Çalışmanın birinci bölümünde, finansal liberalizasyonun, finansal sistemler ve makroekonomik yapılar üzerindeki etkileri ve bu etkilerin yol açtığı olumsuzlukların çözümlenmesi için yapılmakta olan düzenlemelerin belirlenmesinin ardından çalışmanın devamında, finansal liberalizasyonun Türkiye ekonomisi üzerinde yol açtığı makroekonomik etkiler ve sonuçları irdelenecektir.

³¹² Krueger, a.g.e., s. 8.

2. BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ: KAMU KESİMİ AÇIKLARININ FİNANSMANINDA İÇ BORÇLANMA TERCİHİ

2.1. TÜRKİYE'NİN EKONOMİK GELİŞME STRATEJİSİNDEKİ DÖNÜŞÜM

Türkiye, 1970'lerde, ithal ikamesine dayalı sanayileşme hedefi çerçevesinde, kamu sektörü önceliğinde ara malı ile temel tüketim mallarının yurtiçinde üretimine yönelik yatırım programlarını içeren bir ekonomik gelişme stratejisine sahipti. Devletin, mal ve işgücü piyasalarına, kamu iktisadi teşebbüsleri ve yatırım tercihleri aracılığıyla yoğun bir müdahale içinde bulunduğu bu ekonomik gelişme stratejisi, 1977'den başlayarak bir döviz finansmanı krizine sürüklenmiş ve 1980 yılında gerçekleştirilen dışa açılma modeli tercihi ile sona erdirilmiştir. 24 Ocak 1980'de uygulamaya konulan yapısal uyum programı ile beraber Türkiye'nin ekonomik gelişme stratejisi dışa dönük, piyasa merkezli, açık ekonomi niteliğine dönüşmüştür.

Ekonomik gelişme stratejisindeki bu dönüşümü takip eden 1980'li yılları kapsayan dönem; Türkiye ekonomisinde ithalat korumalarının kaldırılması, kambiyo işlemlerinin serbestleştirilmesi aracılığıyla, dışa açılma ve dünya ekonomileriyle mal ve finans piyasalarında bütünleşmeye girildiği bir süreci temsil etmiştir. 1980 sonrası dönemde Türkiye'nin ekonomik gelişme stratejisindeki dönüşümün ikinci aşamasını oluşturan finansal liberalizasyon sürecinde, ulusal mal ve finans piyasalarının, dünya piyasaları ile bütünleşmesi amacı çerçevesinde, yüksek döviz kuru ile desteklenmiş ihracatı arttırmaya yönelik yoğun teşvik uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Öte yandan, faiz oranları ve kredi tahsisleri üzerindeki kontroller kaldırılarak, ulusal finans piyasalarının derinlik kazanması yanında, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi aracılığıyla uluslararası finans piyasalarıyla bütünleşme hedeflenmiştir.

2.2.TÜRKİYE'DE FİNANSAL LIBERALİZASYON SÜRECİNİN EVRİMİ

Türkiye’de finansal liberalizasyon; finansal piyasaların düzenlenmesi ve geliştirilmesi, mevduat ve kredi faiz oranlarının serbestleştirilmesi, kambiyo işlemleri ve sermaye hareketlerinde liberalizasyon biçimindeki üç ana eksen üzerinde gerçekleştirilmiştir.³¹³

2.2.1.Finansal Piyasaların Düzenlenmesi ve Geliştirilmesi

Finansal piyasaların düzenlenmesi ve geliştirilmesine ilişkin ilk adımlar Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkarılması (Temmuz 1981) ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun oluşturulmasıyla (Şubat 1982) atılmıştır. Ağustos 1989’da, dış finansal liberalizasyonun tamamlandığı, 1567 sayılı “Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu”nun verdiği yetkiyle çıkarılan 32 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile finansal araçların yapılanması, finansal araçların çeşitlenmesi ve finansal piyasaların geliştirilmesi yönündeki düzenlemeler gerçekleştirilmiştir.³¹⁴

2.2.2.Mevduat Faiz Oranlarının Liberalizasyonu

24 Ocak Kararları’nın bir parçası olarak Temmuz 1980’de mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılmış, böylece oluşacak finansal rekabet ve pozitif reel faizler yoluyla yurtiçi tasarruf eğiliminin artacağı, finansal sektörde yatırılabılır fonların artışına paralel olarak piyasaların derinleşeceği öngörülmüştür.³¹⁵ Eş zamanlı olarak bankalara, vadeli mevduat hükümlerine paralel koşullarda mevduat sertifikası çıkarma izni de verilmiştir. Mevduat sertifikası uygulaması ile beraber gerekli denetim mekanizmaları oluşturulmadığından bankacılık sisteminde oluşan

³¹³ Sinan Sönmez, “Türk İktisat Politikalarındaki Çıpa: Dış Borçlanma”, (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan, **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s. 322.

³¹⁴ TCMB, **The Impact of Globalization on the Turkish Economy**, TCMB Yayını, Ankara: (Haziran 2002), ss. 13,16.

³¹⁵ Nadir Eroğlu, “Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri”, (der.) Alkan Soyak, **Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, İstanbul: Om Yayınevi, 2002, s. 37.

karşılıksız büyüme 1982 yılı ortalarında Türkiye'deki finansal liberalizasyon sürecinin ilk mali krizine yol açmıştır.³¹⁶

Yaşanan finansal krizin ardından mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi önce “piyasa yapıcısı” dokuz büyük bankaya, uygulamada görülen aksaklıkların ardından Merkez Bankası'na verilmiş, aynı zamanda sınırlı mevduat sigortası uygulamasına geçilmiştir (Ocak 1983). Ekim 1988 tarihinden itibaren faizler tamamen serbest bırakılmıştır.³¹⁷

2.2.3.Kambiyo İşlemleri ve Sermaye Hareketlerinin Liberalizasyonu

Türkiye'de kambiyo mevzuatı 1929 ekonomik bunalımını takiben çıkarılan 1567 sayılı “Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu” çerçevesinde yürütülmektedir. 1982 sonu itibariyle ticari bankalara döviz tutma izni verilmesi ile başlayan kambiyo işlemleri liberalizasyonu, Temmuz 1984'te, 1567 sayılı Kanun'un verdiği yetki çerçevesinde Bakanlar Kurulu tarafından alınan 30 sayılı Karar ile pekiştirilmiş ve tamamlanmıştır. 30 sayılı Karar ile, ülkede döviz tutmayı, kullanmayı ve ithal etmeyi engelleyen kısıtlamalar kaldırılmış, yerli ve yabancıların bankalarda döviz mevduatı tutmaları serbest bırakılmıştır.³¹⁸

Bankaların, Merkez Bankası tarafından belirlenen günlük kurun alt ve üst sınırları içinde kalmak kaydıyla kendi belirledikleri kurlar üzerinden döviz işlemleri yapabilmelerine olanak tanınmıştır. Aynı zamanda, yetkili kılınan bankalar, ihracatçı sermaye şirketleri ve yurtiçinde yerleşik yatırım şirketlerinin yurtdışından kredi kullanmaları serbest bırakılmıştır. Bu çerçevede, Türkiye'de çıkarılmış sermaye piyasası araçlarının yabancılar, yurtdışında çıkarılmış sermaye piyasası araçlarının da Türkiye'de yerleşik kişiler tarafından banka ve aracı kurumlar aracılığıyla alınıp satılması serbest bırakılmıştır. Bu yolla, özel kesimin yurtdışından borçlanması ve yabancıların tasarruflarını Türkiye'de değerlendirebilmeleri sağlanmıştır.³¹⁹ Ağustos 1989'daki 32 sayılı Karar ile sermaye hareketleri tamamen serbest

³¹⁶ Sönmez, a.g.m., s. 323.

³¹⁷ TCMB, a.g.e., ss. 12-13.

³¹⁸ TCMB, a.g.e., s. 11.

³¹⁹ TCMB, a.g.e., ss. 11-12.

birakılmış ve TL tam konvertibl hale getirilerek kambiyo işlemleri ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonu tamamlanmıştır.

2.3.FİNANSAL LIBERALİZASYON SÜRECİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ TEMEL GELİŞMELER

1980'li yıllara başlarken temel ekonomik gelişme stratejisinde keskin bir dönüşüm gerçekleştiren Türkiye, ilk aşamada dış ticaretin liberalizasyonu ve mal piyasalarının, dünya piyasaları ile bütünleşmesi yolundaki düzenlemeleri gerçekleştirdikten sonra, 1980'lerin ikinci yarısında finansal piyasaların düzenlenmesi, geliştirilmesi ve dünya finans piyasaları ile bütünleşmesi amacıyla finansal liberalizasyon sürecine girmiştir. Bu süreçte, uluslararası gelişmelerin de etkisi altında kalan Türkiye ekonomisinde iki finansal kriz yaşanmış, bunun ötesinde önemli değişim ve gelişmeler gözlenmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde gerçekleştirilen ve Türkiye'de yaşanan finansal liberalizasyon sürecinde gözlenen temel makroekonomik gelişmelerin analizinde, başlangıç yılı olarak 1987 alınmıştır. Buna gerekçe olarak, finansal liberalizasyon ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik son aşamanın bu yılda yapılan yasal düzenlemelerle başlaması gösterilebilir. Ayrıca Türkiye'ye ait yeni ulusal gelir serilerinin bu yılda başlamış olmasının yanı sıra, çalışmanın devamında üzerinde ağırlıklı durulacak olan; kamu kesimi açıklarının finansmanında iç borçlanma tercihinin gündeme gelmesi açısından da, 1987 yılının analizin başlangıç yılı olarak alınması anlamlıdır.

2.3.1.Ulusal Gelir ve Üretim

Türkiye ekonomisi, finansal liberalizasyon sürecinde ortalama yıllık yüzde 3,55 oranında büyüme gerçekleştirmiştir. Dışa açık yeni ekonomik gelişme modelinin başlangıç dönemine denk gelen 1981-1987 yılları arasında gerçekleşen yıllık ortalama yüzde 5,72 oranındaki ekonomik büyüme performansının yanında, finansal liberalizasyona geçiş sonrası dönemdeki gerçekleşme oldukça düşük kalmıştır. 16 yıllık bu dönemde, ekonomik büyüme performansı iç ve dış ekonomik gelişmelerin

etkisiyle dalgalanmalar yaşamış, dönem içinde üç yıl negatif ekonomik büyüme ile karşılaşmıştır. Ulusal gelirin azaldığı yıllar; Türkiye'nin finansal krizler yaşadığı 1994 ve 2001 yılları ile ardı ardına yaşanan Doğu Asya ve Rusya krizlerinin küresel olumsuz etkileriyle bozulan iç dengeler sonucu, 1999 yılıdır. Bunun ötesinde, 1991 yılında ulusal gelir sabit fiyatlarla yalnızca yüzde 0,3 oranında artarken, yaşanan Körfez Savaşı'nın Türkiye ekonomisindeki olumsuz etkileri bu düşük performansta etkin olmuştur.

Tablo: 2.1. Ekonomik Büyüme

	GSMH Cari Fiyatlarla (Milyar TL)	GSMH 1987 Fiyatlarıyla (Milyar TL)	GSMH (Milyon Dolar)	GSMH Cari Fiyatlarla (% Değişme)	GSMH 1987 Fiyatlarıyla (% Değişme)	Kişi Başına GSMH Cari Fiyatlarla (Dolar)
1987	75.019	75.019	87,734	46,6	9,8	1.668
1988	129.175	76.108	90,975	72,2	1,5	1.693
1989	230.370	77.347	108,679	78,3	1,6	1.979
1990	397.178	84.592	152,393	72,4	9,4	2.712
1991	634.393	84.887	152,352	59,7	0,3	2.657
1992	1.103.605	90.323	160,748	74,0	6,4	2.752
1993	1.997.323	97.677	181,994	81,0	8,1	3.056
1994	3.887.903	91.733	131,137	94,7	-6,1	2.159
1995	7.854.887	99.028	171,979	102,0	8,0	2.784
1996	14.978.067	106.080	184,724	90,7	7,1	2.936
1997	29.393.262	114.874	194,360	96,2	8,3	3.032
1998	53.518.332	119.303	205,978	82,1	3,9	3.159
1999	78.282.967	112.044	187,664	46,3	-6,1	2.827
2000	125.596.129	119.144	201,484	60,4	6,3	2.986
2001	176.483.953	107.783	144,607	40,5	-9,5	2.101
2002	273.463.168	116.165	181,885	55,0	7,8	2.609

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Türkiye ekonomisinin büyüme performansı açısından ilginç olan, 1998 yılı haricinde, 1990 yılından itibaren gerçekleşen büyüme ve daralma oranlarının yüzde 6 düzeyinin üzerinde olmasıdır. Bu yüksek dalgalanma oranları, Türkiye ekonomisinin sahip olduğu makroekonomik temellerdeki olumsuzluğa işaret ettiği gibi, aynı

zamanda bunun bir sonucu olarak ulusal dinamikleri dışındaki etkilere karşı savunmasızlığının da bir kanıtıdır.

Tablo: 2.2. Sektörel Büyüme Hızları
(% değişme)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Tarım	0,4	7,8	-7,6	6,8	-0,9	4,3	-1,3	-0,7	2,0	4,4	-2,3	8,4	-5,0	3,9	-6,5	7,1
Sanayi	9,1	1,8	4,6	8,6	2,7	5,9	8,2	-5,7	12,1	7,1	10,4	2,0	-5,0	6,0	-7,5	9,4
Hizmetler	12,9	0,5	0,9	10,3	0,6	6,5	10,7	-6,6	6,3	7,6	8,6	2,4	-4,5	8,9	-7,7	7,2

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

1987-2002 döneminde üretim değeri açısından tüm ana sektörlerde büyüme gerçekleşirken, tarım sektöründeki gerçekleşen yıllık ortalama yüzde 1,3 oranındaki büyüme hızı, diğer sektörlerle göre oldukça düşük düzeyde kalmış, ulusal üretim yapısı tarım kesimi aleyhine gelişmiştir. 16 yıllık bu süreçte, sanayi sektörü yıllık ortalama yüzde 4,35 oranında; hizmetler sektörü ise yıllık ortalama yüzde 4,04 oranında büyüme gerçekleştirmiştir.

Tablo: 2.3. İşgücü ve İstihdamdaki Gelişmeler
(Bin Kişi)

	İşgücü	İstihdam	İşsiz	İşsizlik Oranı (%)	Eksik İstihdam	Eksik İstihdam Oranı (%)	İşsizlik + Eksik İstihdam Nedeniyle Atıl İşgücü Oranı (%)
1988	19.391	17.755	1.638	8,4	1.281	6,6	15,0
1989	19.931	18.222	1.709	9,0	1.389	7,0	16,0
1990	20.150	18.539	1.612	8,0	1.309	6,0	14,0
1991	21.010	19.288	1.723	8,0	1.513	7,0	15,0
1992	21.264	19.459	1.805	9,0	1.748	8,0	17,0
1993	20.314	18.500	1.815	9,0	1.568	8,0	17,0
1994	21.877	20.006	1.871	9,0	1.856	8,0	17,0
1995	22.286	20.586	1.700	8,0	1.568	7,0	15,0
1996	22.697	21.194	1.503	7,0	1.539	7,0	14,0
1997	22.755	21.204	1.552	7,0	1.398	6,0	13,0
1998	23.385	21.779	1.607	7,0	1.449	6,0	13,0
1999	23.878	22.048	1.830	8,0	2.164	9,0	17,0
2000	23.078	21.581	1.497	6,5	1.591	6,9	13,4
2001	23.491	21.524	1.967	8,4	1.404	6,0	14,4
2002	23.818	21.354	2.464	10,3	1.297	5,4	15,7

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü, Ekonomik ve Finansal Göstergeler (www.die.gov.tr).

1987-2002 döneminde işgücü açısından ulusal nüfus artışına bağlı olarak yaklaşık yüzde 20 oranında artış meydana gelmiştir. İşsizlik ve atıl işgücü oranları açısından en olumlu dönem 1996-1998 arasındaki yıllar ile 2000 yılı olmuştur. 2001 ve 2002 yılları ise yaşanan krizin etkisiyle ulusal istihdamın olumsuz etkilendiği dönem olmuştur. Yaşanan krizde, özellikle hizmetler sektöründe işini yitiren önemli sayıda çalışan olmuştur.

Tablo: 2.4. İstihdamın Sektörel Dağılımı

	Tarım (Bin Kişi)	(% Pay)	Sanayi (Bin Kişi)	(% Pay)	Hizmetler (Bin Kişi)	(% Pay)
1988	8.249	47,4	2.806	21,2	6.699	31,4
1989	8.639	48,3	2.847	20,6	6.735	31,1
1990	8.691	47,8	2.845	20,0	7.005	32,2
1991	9.212	48,9	2.934	19,9	7.143	31,2
1992	8.718	45,6	3.156	21,4	7.587	33,0
1993	7.862	43,1	2.942	22,4	7.697	34,5
1994	8.813	44,5	3.295	22,3	7.901	33,1
1995	9.080	44,3	3.295	22,0	8.212	33,7
1996	9.259	43,8	3.487	22,6	8.451	33,6
1997	8.837	41,4	3.715	24,0	8.653	34,6
1998	9.039	41,3	3.723	23,4	9.018	35,3
1999	8.856	42,0	3.784	22,6	9.410	35,4
2000	7.769	34,5	3.810	24,5	10.001	40,9
2001	8.089	35,4	3.774	23,6	9.661	41,0
2002	7.458	33,2	3.954	23,8	9.942	43,0

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü, Ekonomik ve Finansal Göstergeler (www.die.gov.tr).

Ulusal istihdam değerlerinin sektörel dağılımı, ulusal üretim değeri açısından diğer sektörlerle göre gerileyen tarım kesiminin, istihdam açısından da gerilediğini göstermektedir. 1990 yılında toplam işgücünün yaklaşık yüzde 48'i tarım kesiminde çalışırken, 2002 yılında bu oran yaklaşık yüzde 33'e gerilemiştir. Aynı dönem içinde sanayi kesimindeki istihdam oranı yüzde 20'den yaklaşık yüzde 24'e yükselirken, hizmetler sektöründe çalışan işgücü sayısı önemli oranda artmıştır. 1990 yılında toplam işgücünün yaklaşık yüzde 32'si hizmetler sektöründe çalışırken, 2002 yılında bu oran yüzde 43'e yükselmiştir. Kentleşme olgusunun yanı sıra, ekonomik gelişme stratejisindeki dönüşümün, hizmetler sektöründe yeni işkollarının oluşmasına yol

açması, tarım kesiminden hizmetler kesimine kayan işgücünün en temel nedenleri olmuştur.

2.3.2. Tüketim, Yatırım , Tasarruf ve Fiyatlar

Harcama yöntemi açısından ulusal gelirin temel bileşenleri olan tüketim, tasarruf ve yatırım harcamalarının, kamu ve özel kesim ayrımında incelenmesi; 1987-2002 döneminde ulusal gelirin yıllık ortalama yüzde 3,55 oranında artış kaydetmesine rağmen, bu süreçte dalgalanmalar ve iki kriz yaşayan Türkiye ekonomisindeki kamu ve özel kesimin harcama davranışları hakkında fikir verecektir.

Tablo: 2.5. Tüketim Harcamaları

	Özel Tüketim Harcamaları (Cari Fiyatlarla Milyar TL)	Özel Tüketim Harcamaları (% Değişim)	Özel Tüketim Harcamaları (% Pay)	Kamu Tüketim Harcamaları (Cari Fiyatlarla Milyar TL)	Kamu Tüketim Harcamaları (% Değişim)	Kamu Tüketim Harcamaları (% Pay)
1987	51.019	---	68,6	5.845	---	7,9
1988	82.050	60,8	65,2	9.837	68,3	7,8
1989	149.140	81,8	67,7	21.240	115,9	9,6
1990	269.562	80,7	68,9	43.083	102,8	11,0
1991	444.871	65,0	68,6	77.895	80,8	12,0
1992	760.256	70,9	67,3	140.584	80,5	12,4
1993	1.369.339	80,1	66,4	258.084	83,6	12,5
1994	2.706.262	97,6	67,2	450.605	74,6	11,2
1995	5.457.903	101,7	68,9	837.243	85,8	10,6
1996	9.937.697	82,1	69,3	1.709.247	104,2	11,9
1997	19.619.096	97,4	68,3	3.535.104	106,8	12,3
1998	36.122.555	84,1	67,5	6.632.766	87,6	12,4
1999	55.927.761	54,8	67,4	11.747.738	77,1	14,2
2000	89.097.791	59,3	69,7	17.538.951	49,3	13,7
2001	128.513.017	44,2	68,3	25.405.358	44,9	13,5
2002	184.036.488	43,2	66,4	38.721.957	52,4	14,0

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü, Ekonomik ve Finansal Göstergeler (www. die.gov.tr).

1987-2002 döneminde artan ulusal gelire bağlı olarak tüketim harcamaları da artmış; toplam tüketim harcamaları içindeki özel tüketim harcamaları ortalama yüzde 68 oranındaki payını küçük dalgalanmalarla dönem boyunca korumuştur. Özel tüketim harcamalarındaki en yüksek reel artışlar, 1993 yılında yüzde 14, 1995 yılında

yüzde 13,7 ve 1997 yılında yüzde 11,6 oranıyla gerçekleşirken, 2000 yılında özel tüketim harcamalarındaki reel artış yüzde 4,4 oranında gerçekleşmiştir. Özel tüketim harcamalarındaki en düşük reel artışlar ise 1994 ve 2001 yıllarında, sırasıyla yüzde 8,7 ve yüzde 10,2 olarak gerçekleşmiştir. Kamu tüketim harcamalarının toplam tüketim harcamaları içindeki payı ise dönem boyunca genel olarak artış eğiliminde olmuştur. Dönem başında, yaklaşık yüzde 8 oranında olan kamu tüketim harcamalarının toplam tüketim harcamaları içindeki payı, 2002 yılında, özel tüketim harcamalarındaki azalışa bağlı olarak yüzde 14 oranında gerçekleşerek kayda değer bir artış göstermiştir. Kamu tüketim harcamalarındaki en yüksek reel artışlar 1989 ve 1990 yıllarında sırasıyla yüzde 52,6 ve yüzde 42,5 oranlarında gerçekleşmiştir. Kamu tüketim harcamalarında gerçekleşen diğer yüksek artışlar reel olarak 1993 yılında yüzde 17,5; 1996 yılında yüzde 23,8; 1997 yılında yüzde 21 ve 1999 yılında yüzde 12,2 oranlarında gerçekleşmiştir.

Tablo: 2.6. Tasarruflar
(Milyar TL)

	Kamu Tasarrufları (Milyar TL)	Kamu Tasarrufları /GSMH (%)	Özel Tasarruflar (Milyar TL)	Özel Tasarruflar /GSMH (%)	Özel Tasarruf Oranı (%)	Toplam Yurtiçi Tasarruflar (Milyar TL)	Toplam Yurtiçi Tasarruflar /GSMH (%)
1987	4.950	5,7	12.965	14,9	20,0	17.915	23,9
1988	8.838	5,5	26.322	16,4	23,6	35.160	27,2
1989	10.854	4,7	40.131	17,4	20,1	50.985	22,1
1990	13.616	3,4	73.868	18,4	21,5	87.485	22,0
1991	4.540	0,7	130.911	19,5	23,4	135.451	21,4
1992	-9.043	-0,8	246.970	21,4	25,3	237.926	21,6
1993	-53.596	-2,4	507.827	23,1	28,1	454.230	22,7
1994	-42.589	-1,0	939.606	21,5	26,7	897.017	23,1
1995	-6.664	0,1	1.741.434	21,7	24,5	1.734.770	22,1
1996	-255.362	-1,6	3.223.350	22,6	23,4	2.967.988	19,8
1997	242.645	0,9	6.030.013	20,2	23,2	6.272.669	21,3
1998	-1.010.525	-1,9	13.148.277	24,6	27,1	12.137.751	22,7
1999	-5.278.613	-5,7	21.871.836	26,4	29,9	16.593.223	21,2
2000	-6.527.055	-4,9	29.390.979	25,2	25,2	22.863.924	18,2
2001	-17.452.700	-9,9	48.193.315	28,1	28,2	30.740.615	17,4
2002	-18.015.184	-7,0	63.106.810	26,9	24,8	45.091.626	16,6

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Yaşanan kriz ve çok yüksek enflasyon oranından dolayı 1994 yılında kamu tüketim harcamaları reel olarak yüzde 31,7 oranında azalmıştır. 2001 yılında, yine yaşanan kriz koşullarında ve uygulanan istikrar ve yapısal uyum programı çerçevesinde getirilen kısıtlamalar nedeniyle kamu tüketim harcamaları reel olarak yüzde 9,5 oranında azalmıştır.

Türkiye’de 1987-1999 döneminde, toplam tasarrufların GSMH’ya oranı, 1996 yılı haricinde, yüzde 20 oranının üzerinde ve küçük dalgalanmalar göstererek seyretmiştir. 2000-2002 döneminde ise yaşanan krizin etkisiyle, toplam tasarrufların GSMH’ya oranı sürekli azalarak 2002’de yüzde 16,6 olarak gerçekleşmiş, bu oran dönem boyunca, GSMH içindeki en düşük toplam tasarruf değeri olmuştur.

Özel tasarruflar, dönem içinde yıldan yıla küçük artış ve azalışlar yaşamakla beraber dönem başı ve sonu dikkate alındığında, özel tasarrufların GSMH’ya oranı açısından yaklaşık üçte iki oranında özel tasarruf artışı gerçekleşmiştir. Özel kesimin tasarruf eğilimi açısından ortaya çıkan temel sonuç, finansal kriz süreçlerinde tasarruf eğiliminin artmış olmasıdır. Bu anlamda, özel kesimin tasarruf eğilimi; 1993-1994 yıllarında sırasıyla yüzde 28,1 ve yüzde 26,7; 1999 yılında yüzde 29,9 ve 2001 yılında yüzde 28,2 oranında gerçekleşmiştir.

Türkiye’de kamu tasarrufları, 1992 yılı sonrası, 1997 yılı haricinde sürekli negatif değerler almış ve dönem sonunda negatif tasarruf değerleri GSMH’ya oran olarak yaklaşık yüzde 10 gibi bir büyüklüğe ulaşmıştır. Kamu tasarruflarında 1996 yılında gerçekleşen azalma reel olarak yüzde 3651,6 oranında olmuştur. Kamu tasarrufları 1993 yılında reel olarak yüzde 426,6 oranında ve 2001 yılında yüzde 11,3 oranında azalmıştır. Kamu tasarruf açığının bu ölçüde büyük değerlere ulaşması, kamu borçlanma gereksinimindeki artışın açık bir göstergesidir.

Tablo: 2.7. Yatırım Harcamaları

	Özel Yatırımlar (Milyar TL)	Özel Yatırımlar (% Değişim)	Özel Yat. /GSMH (%)	Kamu Yatırımları (Milyar TL)	Kamu Yatırımları (% Değişim)	Kamu Yat. /GSMH (%)	Toplam Yatırımlar (Milyar TL)	Toplam Yat. /GSMH (%)
1987	11.525	----	13,3	7.719	----	9,1	19.244	22,4
1988	22.856	98,3	14,6	10.931	41,6	6,8	33.787	21,4
1989	34.573	51,3	14,4	16.953	55,1	7,2	51.526	21,6
1990	65.931	90,7	16,2	34.264	102,1	8,8	100.195	25,0
1991	100.522	52,5	15,0	48.258	40,8	7,4	148.779	22,4
1992	185.333	84,4	16,0	74.643	54,7	6,7	259.976	22,6
1993	405.598	118,8	19,8	145.538	95,0	7,4	551.136	27,2
1994	698.274	72,2	17,3	141.420	-2,9	3,3	839.695	20,6
1995	1.688.924	141,9	21,1	299.575	111,8	3,8	1.988.499	24,9
1996	2.893.335	71,3	19,1	796.975	166,0	5,2	3.690.310	24,3
1997	5.523.726	90,9	18,5	1.866.021	134,1	6,5	7.389.747	25,0
1998	9.065.955	64,1	16,9	3.638.334	95,0	6,8	12.704.289	23,7
1999	13.395.947	47,8	17,2	5.158.669	41,8	6,8	18.554.616	24,0
2000	22.402.623	67,2	18,5	8.774.175	70,1	7,7	31.176.799	26,2
2001	18.746.312	-19,5	10,5	9.633.594	9,8	5,1	28.379.906	15,6
2002	38.683.376	106,4	14,3	15.701.762	63,0	5,9	54.385.139	20,2

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Ulusal gelirin diğer bir bileşeni olan yatırım harcamaları dönem içinde çoğunlukla yıldan yıla artış ve azalışların birbirini takip ettiği dalgalanmalar göstermiştir. Özel yatırım harcamalarının GSMH'ya oranı 1995 yılında yüzde 21,1 ile en yüksek düzeyine ulaşırken, 2001 yılında da yüzde 10,5 oranıyla en düşük düzeyine inmiştir. Özel yatırım harcamaları reel olarak 1994 yılında yüzde 34,1; 1998 yılında yüzde 20,5 ve 2001 yılında yüzde 73,9 oranında azalmışlardır. 1995 yılında özel yatırım harcamalarının GSMH'ya oranı yukarıda belirtildiği gibi yüzde 21,1 ile en yüksek düzeyine erişirken, aynı zamanda özel yatırım harcamaları bir önceki yıla göre reel olarak yüzde 53,9 oranında artış göstererek, dönem içindeki en yüksek ikinci artışını kaydetmiştir. Bu gelişmenin en temel nedeni, 1994 krizinde yaşanan olumsuzlukların bir sonucu olarak bozulan kamu dengeleri ve buna bağlı olarak kamu borçlanma araçlarının yükselen getirilerinin özel kesimi fazlasıyla cezp etmesidir. Aynı yıl kamu yatırım harcamalarının GSMH'ya oranı yüzde 3,8 ile en düşük ikinci düzeyinde kalmıştır. Kamu yatırım harcamaları reel olarak 1991 yılında yüzde 25,2; 1994 yılında yüzde 109,2 ve 2001 yılında yüzde 44,6 oranında azalmıştır. Kamu

yatırım harcamaları reel olarak 1990 yılında yüzde 41,8; 1993 yılında yüzde 28,9; 1996 yılında yüzde 85,6; 1997 yılında yüzde 48,3 ve 1999 yılında yüzde 23,1 oranında artmıştır. Kamu yatırım harcamalarının GSMH'ya oranı, 1994 ve 1995 yıllarında sırasıyla yüzde 3,3 ve yüzde 3,8 düzeyine inmiş; 2001 ve 2002 yıllarında ise tekrar azalarak sırasıyla yüzde 5,1 ve yüzde 5,9 oranında gerçekleşmişlerdir. Bu doğrultuda, toplam yatırım harcamalarının GSMH'ya oranı 2001 yılında yüzde 15,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran aynı zamanda yaşanan krizin toplumun tüm kesimleri üzerindeki olumsuz etkisinin boyutunu sergilemesi açısından anlam taşımaktadır.

Tablo: 2.8. Sabit Sermaye Yatırımları

	Özel Sabit Sermaye Yatırımları (Milyar TL)	Özel Sabit Sermaye Yatırımları (% Değişim)	Özel Sabit Serm.Yat. /GSMH (%)	Kamu Sabit Sermaye Yatırımları (Milyar TL)	Kamu Sabit Sermaye Yatırımları (% Değişim)	Kamu Sabit Serm.Yat. /GSMH (%)	Topl. Sabit Sermaye Yatırımlar (Milyar TL)	Topl. Sabit Serm.Yat. /GSMH (%)
1987	11.011	---	12,7	7.480	---	8,8	18.491	24,6
1988	22.286	102,4	14,3	11.451	53,1	7,1	33.737	26,1
1989	34.490	54,8	14,3	17.346	51,5	7,4	51.836	22,4
1990	62.208	80,4	15,6	27.684	59,6	7,2	89.892	22,6
1991	102.571	64,9	15,4	47.585	71,9	7,3	150.156	23,7
1992	177.111	72,7	15,2	81.295	70,8	7,3	258.406	23,4
1993	381.529	115,4	18,5	143.977	77,1	7,3	525.506	26,3
1994	760.270	99,3	18,9	192.052	33,4	4,6	952.322	24,5
1995	1.552.710	104,2	19,4	329.515	71,6	4,2	1.882.225	24,0
1996	2.993.386	92,8	19,8	764.426	132,0	5,0	3.757.812	25,1
1997	5.995.322	100,3	20,1	1.733.050	126,7	6,0	7.728.372	26,3
1998	9.662.778	61,2	18,1	3.359.435	93,8	6,3	13.022.213	24,3
1999	12.197.844	26,2	15,6	5.130.995	52,7	6,8	17.328.839	22,1
2000	19.864.889	62,9	16,5	8.709.004	69,7	7,6	28.573.893	22,8
2001	23.888.317	20,3	13,3	10.934.349	25,6	5,8	34.822.666	19,0
2002	31.014.414	29,8	11,4	16.066.143	46,9	5,9	47.080.557	17,4

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

1980'de uygulamaya konulan istikrar ve yapısal uyum programı ile şekillenen Türkiye'nin yeni ekonomik gelişme stratejisi çerçevesinde temel hedeflerden biri olan "kamu ekonomisinin faaliyet alanının daraltılması" ilkesi doğrultusunda, kamu kaynaklarının tahsisinde, kamu yatırımları olabildiğince dışlanmıştır. Özellikle kriz süreçlerinde, kamu kesimi dengesinin tekrar oluşturulması aşamasında kamu kesimi yatırımlarının kısılması alınan ilk önlem olmuştur. Sabit sermaye yatırımlarına ait

verilerden de açık bir şekilde görüldüğü üzere, genelde istikrarlı bir seyir izleyen kamu kesimi sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranı, kriz yıllarında önemli oranda azalmıştır. Kamu sabit sermaye yatırımları reel olarak 1988 yılında yüzde 20,6; 1994 yılında yüzde 72,9; 1995 yılında yüzde 16,4 ve 2001 yılında yüzde 28,8 oranında azalmıştır. Kamu sabit sermaye yatırımlarında reel olarak 1996 yılında yüzde 51,6 ve 1997 yılında yüzde 40,9 oranında artış gerçekleşmiştir. Özel sabit sermaye yatırımları, yıllık reel değişim oranları açısından, reel olarak yüzde 7 oranında azalarak, 1994 krizinden çok etkilenmemiş görünürken, 1998-2002 yılları arasında özel sabit sermaye yatırımları da reel olarak önemli oranda azalarak dönemin en düşük düzeylerine inmiştir. Özel sabit sermaye yatırımlarının reel olarak azalma oranları 1998'de yüzde 23,4; 1999'da yüzde 38,7; 2001'de yüzde 34,1 ve 2002'de yüzde 15,2 oranlarında gerçekleşmiştir. Bu verilerden hareketle, 2000-2001 krizinin, özel kesim sabit sermaye yatırımları üzerinde çok ağır sonuçları olduğu yargısına varmak mümkündür. Özel sabit sermaye yatırımları reel olarak 1990 yılında yüzde 20,1; 1993 yılında yüzde 49,3; 1995 yılında yüzde 16,2; 1996 yılında yüzde 12,4 ve 1997 yılında yüzde 14,5 oranında artış göstermiştir

Tablo: 2.9. Fiyatlar Genel Düzeyi

	Toptan Eşya Fiyat Endeksi	Toptan Eşya Fiyat Endeksi (% Değişim)	Tüketici Fiyat Endeksi	Tüketici Fiyat Endeksi (% Değişim)
1987	100	32,0	100	38,9
1988	171	70,5	174	73,7
1989	280	63,9	284	63,3
1990	426	52,3	455	60,3
1991	661	55,4	754	66,0
1992	1.072	62,1	1.283	70,1
1993	1.698	58,4	2.131	66,1
1994	3.747	120,7	4.396	106,3
	(1994=100)		(1994=100)	
1995	186	86,0	188	88,0
1996	327	75,9	339	80,4
1997	595	81,9	630	85,8
1998	1.022	71,7	1.163	84,6
1999	1.565	53,1	1.918	64,9
2000	2.370	51,4	2.970	54,9
2001	3.830	61,6	4.586	54,4
2002	5.750	50,1	6.649	45,0

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü, Ekonomik ve Finansal Göstergeler (www. die.gov.tr).

Türkiye’de 1987-2002 döneminde fiyat artışları yüksek oranlarda gerçekleşmiştir. Dönem içinde hem TÜFE hem de TEFE bazında en düşük fiyat artışları 1987 yılında sırasıyla yüzde 32,0 ve yüzde 38,9 oranlarında gerçekleşmiştir. En yüksek fiyat artışları da 1994 yılında gerçekleşmiş, TEFE değişim oranı yüzde 120,7; TÜFE değişim oranı yüzde 106,3 düzeyinde oluşmuştur. 1987 yılından sonraki en düşük enflasyon oranları 2002 yılında gerçekleşmiş, TEFE değişim oranı yüzde 50,1; TÜFE değişim oranı yüzde 45,0 düzeyinde oluşmuştur. 1988-2001 döneminde fiyat artış oranları sürekli yüzde 50 oranının üzerinde gerçekleşerek makroekonomik dengeler üzerinde baskısını sürdürmüştür.

2.3.3.Kamu Maliyesi

Türkiye’de, 1987-2002 döneminde kamu maliyesi 1993 yılı haricinde sürekli açık vermiştir. Yukarıda değinildiği gibi, 1980 sonrası uygulanan ekonomik gelişme modeli çerçevesinde kamu tüketim ve yatırım harcamalarının sürekli kısılmasına karşın transfer harcamalarında gerçekleşen artışlar dönem içinde kamu harcamalarında önemli artışlara yol açmıştır.

Tablo: 2.10. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamaları
(Trilyon TL)

	HARCA- MALAR	Cari Harc.	Yatırım Harc.	Transfer Harc.	Faiz Ödemeleri	GELİR- LER	Vergi Gelirleri	GELİR- GİDER DENGESİ	Faiz Ödem. Vergi Gelirlerine Oranı (%)
1987	13	5	2	6	2	10	9	-3	25,0
1988	21	8	3	10	5	17	14	-4	35,0
1989	38	18	4	16	8	30	26	-8	32,3
1990	67	35	7	25	14	55	54	-12	30,8
1991	130	66	12	53	24	97	96	-34	30,6
1992	222	124	19	78	40	174	173	-47	28,5
1993	485	221	37	227	116	351	348	134	44,0
1994	897	369	50	478	298	745	588	-152	50,7
1995	1.711	644	92	975	576	1.394	1.084	-316	53,1
1996	3.940	1.283	238	2.419	1.497	2.702	2.244	-1.238	66,7
1997	7.991	2.779	590	4.621	2.278	5.749	4.745	-2.241	48,0
1998	15.601	5.173	1.002	9.426	6.177	11.706	9.229	-3.895	66,9
1999	28.094	9.160	1.568	17.367	10.721	18.809	14.802	-9.285	72,4
2000	46.970	13.590	2.767	30.613	20.440	33.244	26.504	-13.726	77,1
2001	81.175	20.400	4.798	55.977	41.062	51.335	39.736	-29.840	103,3
2002	117.225	30.572	8.434	78.220	51.871	75.529	59.631	-41.696	86,9

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Tabloda görüldüğü üzere bütçe içindeki yatırım harcamalarının payı dönem başı ile sonu arasında yaklaşık yarı yarıya azalmıştır. 1987 yılında 13 trilyon TL tutarındaki kamu harcamaları, 2002 yılında 117,2 katrilyon TL'ye ulaşmıştır.

Konsolide bütçe gelir ve harcama ana kalemlerinde dönem içinde meydana gelen yıllık değişimler açısından en yüksek yıllık artışların görüldüğü seriler transfer harcamaları ve faiz ödemeleridir. Konsolide bütçe transfer harcamaları reel olarak, 1991'de yüzde 46; 1993'de yüzde 124,9; 1996'da yüzde 67,7; 1998'de yüzde 19,4; 1999'da yüzde 19,3; 2000'de yüzde 21,4 ve 2001 yılında yüzde 28,5 oranında artmıştır. Transfer harcamaları reel olarak 1992 yılında yüzde 22,9 ve 2002 yılında yüzde 5,3 oranında azalmıştır. Konsolide bütçe faiz ödemeleri reel olarak, 1988'de yüzde 76,3; 1993'de 123,9; 1994'de yüzde 50,6; 1996'da yüzde 79,5; 1998'de yüzde 86,6, 2000'de yüzde 35,8 ve 2001 yılında yüzde 46,4 oranında artmıştır. Bütçe faiz ödemeleri reel olarak, 1997 yılında yüzde 33,6 ve 2002 yılında yüzde 18,7 oranında azalmıştır. Konsolide bütçe cari harcamaları reel olarak, 1989'da yüzde 61,7; 1990'da yüzde 34,1; 1996'da yüzde 18,8 ve 1997 yılında yüzde 30,8 oranında artmıştır. Buna karşın, cari harcamalarda reel olarak, 1988'de 13,7; kriz sürecine denk gelen 1994 yılında yüzde 39,3; 2000 yılında yüzde 6,5 ve 2001 yılında yüzde 4,3 oranında azalma meydana gelmiştir. Konsolide bütçe harcama kalemlerinde bir diğeri olan yatırım harcamalarında ise, diğer harcama kalemlerine göre daha az oranda yıllık artışlar gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe yatırım harcamalarında reel olarak, 1990'da 14,7; 1993'de yüzde 28,6; 1996'da yüzde 78,3; 1997'de yüzde 62,1; 2000'de yüzde 21,6; 2001'de yüzde 19 ve 2002 yılında yüzde 30,8 oranında artış gerçekleşmiştir. Öte yandan, bütçe harcamalarında reel olarak, 1988'de yüzde 23,7; 1989'da yüzde 30; 1994'de yüzde 71,2; 1998'de yüzde 14,8 ve 1999 yılında yüzde 8,5 oranında azalış meydana gelmiştir. Konsolide bütçe gelirlerinin yaklaşık yüzde 80'ini oluşturan vergi gelirlerinde reel olarak, 1990'da yüzde 47,4; 1993'de yüzde 35,1; 1996'da yüzde 26,6 ve 1997 yılında yüzde 25,7 oranında artış kaydedilirken, vergi gelirleri kriz yıllarında reel olarak azalmıştır. Buna göre, vergi gelirleri reel olarak, 1994 yılında yüzde 37,3 ve 2001 yılında yüzde 4,1 oranında azalmıştır.

Tablo: 2.11. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamalarındaki Yıllık % Değişim

	HARCA- MALAR	Cari Harc.	Yatırım Harc.	Transfer Harc.	Faiz Ödemeleri	GELİRLER	Vergi Gelirleri
1987	----	----	----	----	----	---	----
1988	61,5	60,0	50,0	66,7	150,0	70,0	55,6
1989	81,0	125,0	33,3	60,0	60,0	76,5	85,7
1990	123,3	94,4	75,0	56,3	75,0	83,3	107,7
1991	94,0	88,6	71,4	112,0	71,4	76,4	77,8
1992	70,8	87,9	58,3	47,2	66,7	79,4	80,2
1993	118,5	78,2	94,7	191,0	190,0	101,7	101,2
1994	84,9	67,0	35,1	110,6	156,9	112,3	69,0
1995	90,7	74,5	84,0	104,0	93,3	87,1	84,4
1996	130,3	99,2	158,7	148,1	159,9	93,8	107,0
1997	102,8	116,6	147,9	91,0	52,2	112,8	111,5
1998	95,2	86,1	69,8	104,0	171,2	103,6	94,5
1999	80,1	77,1	56,5	84,2	73,6	60,7	60,4
2000	67,2	48,4	76,5	76,3	90,7	76,7	79,1
2001	72,8	50,1	73,4	82,9	100,9	54,4	49,9
2002	44,4	49,9	75,8	39,7	26,3	47,1	50,1

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Bu süreçte temel harcama kalemlerinden olan transfer harcamaları, toplam kamu harcamaları içindeki payını arttırmıştır. 1990 yılında transfer harcamalarının, toplam kamu harcamaları içindeki payı yüzde 37 düzeyindeyken, bu oran 1993'te yüzde 47, 1998'de yüzde 60, 2001'de ise yüzde 69 düzeyine yükselmiştir. Tablodaki verilerde görüldüğü gibi, transfer harcamaları artışında en büyük pay faiz ödemelerinden kaynaklanmıştır. 1993 yılına kadar kamu vergi gelirleri, faiz ödemelerinin 3-4 kat üzerinde gerçekleşirken, 1993'ten itibaren vergi gelirlerinin, faiz ödemelerini karşılama gücü giderek azalmış hatta kriz yılı olan 2001'de faiz ödemeleri, vergi gelirlerini aşmıştır.

Tablo: 2.12. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamalarının Yüzde Dağılımı (%)

	HARCA- MALAR	Cari Harc.	Yatırım Harc.	Transfer Harc.	Faiz Ödemeleri	GELİR LER	Vergi Gelirleri
1987	100	38,2	15,6	46,2	17,8	100	89,7
1988	100	37,5	12,9	49,6	23,7	100	83,6
1989	100	46,8	10,2	43,0	21,7	100	84,1
1990	100	52,8	10,1	37,1	20,8	100	82,2
1991	100	50,5	9,0	40,5	18,5	100	81,3
1992	100	56,1	8,6	35,3	18,2	100	81,3
1993	100	45,6	7,5	46,8	24,0	100	75,2
1994	100	41,1	5,6	53,3	33,2	100	78,9
1995	100	37,7	5,4	57,0	33,7	100	77,8
1996	100	32,6	6,0	61,4	38,0	100	83,1
1997	100	34,8	7,4	57,8	28,5	100	82,5
1998	100	33,2	6,4	60,4	39,6	100	78,8
1999	100	32,6	5,6	61,8	38,2	100	78,7
2000	100	28,9	5,9	65,2	43,5	100	82,4
2001	100	25,1	5,9	69,0	50,6	100	77,4
2002	100	26,1	7,2	66,7	44,2	100	79,0

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Türkiye’de kamu bütçesi 1987-2002 döneminde sürekli açık vermiştir. Kamu gelir ve giderleri arasındaki farktan kaynaklanan bütçe açığı dönem boyunca genel olarak artış eğilimi göstermiştir. 1999 yılından itibaren kamu bütçesindeki açık oranı, GSMH’ya oranla yüzde 10 düzeyinin üzerine çıkmış hatta bu oran 2001 yılında yüzde 16,9 olarak gerçekleşerek, dönem içinde GSMH’ya oranla gerçekleşen en yüksek bütçe açığı olmuştur. Özellikle 1999 yılından itibaren dört yıl üst üste ulusal gelirinin yüzde 10 -15’i oranında bütçe açığı veren bir ekonomide yaşanan finansal kriz ve çarışmanın devamında ayrıntılarıyla incelenecek olan kamu kesimi açıklarının ve iç borçlanmanın ulaştığı boyutun yüksekliği beklenen bir sonuçtur.

Bu dönemde uygulanan vergi sistemi içinde dolaylı vergilerin payının artmış olması, kamu kesimi açıklarının azaltılmasında katkısı beklenen vergi gelirlerinin artışını engellemiştir. 1987-1988 yıllarında toplam vergi gelirleri içinde dolaylı ve doğrudan vergi gelirlerinin payları yaklaşık olarak birbirlerine eşit iken, 1989-1992 döneminde doğrudan vergi gelirleri, dolaylı vergi gelirlerini aşmıştır. Daha sonraki dönemde 1998-1999 yılları haricinde dolaylı vergi gelirleri sürekli artarken, toplam

vergi gelirleri içinde doğrudan vergi gelirlerinin oranı azalmıştır. 2002 yılı itibariyle, toplam vergi gelirlerinin yaklaşık üçte ikisi dolaylı vergi gelirlerinden oluşmaktadır.

Tablo: 2.13. Konsolide Bütçe Gelir ve Harcamalarının GSMH'ya Oranı (%)

	HARCA-MALAR	Cari Harc.	Yatırım Harc.	Transfer Harc.	Faiz Ödemeleri	GELİRLER	Vergi Gelirleri	GELİR-GİDER DENGESİ
1987	16,9	6,5	2,6	7,8	3,0	13,5	12,1	-3,5
1988	16,3	6,1	2,1	8,1	3,9	13,2	11,0	-3,1
1989	16,5	7,7	1,7	7,1	3,6	13,2	11,1	-3,3
1990	16,9	8,9	1,7	6,3	3,5	13,9	11,4	-3,0
1991	20,5	10,4	1,9	8,3	3,8	15,3	12,4	-5,3
1992	20,1	11,3	1,7	7,1	3,7	15,8	12,8	-4,3
1993	24,3	11,1	1,8	11,4	5,8	17,6	13,2	-6,7
1994	23,1	9,5	1,3	12,3	7,7	19,2	15,1	-3,9
1995	21,8	8,2	1,2	12,4	7,3	17,8	13,8	-4,0
1996	26,3	8,6	1,6	16,2	10,0	18,0	15,0	-8,3
1997	27,2	9,5	2,0	15,7	7,8	19,6	16,1	-7,6
1998	29,2	9,7	1,9	17,6	11,5	21,9	17,2	-7,3
1999	35,9	11,7	2,0	22,2	13,7	24,0	18,9	-11,9
2000	37,4	10,8	2,2	24,4	16,3	30,5	25,1	-10,9
2001	46,0	11,6	2,7	31,7	23,3	29,1	22,5	-16,9
2002	42,9	11,2	3,1	28,6	19,0	27,6	21,8	-15,3

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Diğer taraftan, doğrudan vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı, dönem boyunca küçük artış ve azalışlarla dalgalı bir seyir izlemiş olmasına rağmen, dolaylı vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı, 1989 yılında itibaren sürekli artarak dönem içinde yaklaşık üç misli artış göstermiştir. Türkiye'de vergi gelirleri açısından doğrudan ve dolaylı vergiler arasındaki farkın doğrudan vergiler aleyhine açılmasının ardında, ekonomideki kayıt-dışı faaliyetlerin bir sonucu olarak, gelir ve servet üzerinden alınan doğrudan vergi gelirlerinde ortaya çıkan kayıplar yatmaktadır. Bu süreçte, dolaylı vergi tahsilatının görece kolaylığı, hükümetleri de dolaylı vergilere ağırlık vermeye yönlendirmiştir.

Tablo: 2.14. Vergi Yapısındaki Gelişmeler

(%)

	Doğrudan Vergi Gelirleri/GSMH	Dolaylı Vergi Gelirleri/GSMH	Doğrudan Vergi Gelirleri/Toplam Vergi Gelirleri	Dolaylı Vergi Gelirleri/Toplam Vergi Gelirleri
1987	6,0	6,1	49,6	50,4
1988	5,5	5,5	49,6	50,4
1989	5,9	5,2	53,4	46,6
1990	6,0	5,5	52,1	47,9
1991	6,5	5,9	52,3	47,7
1992	6,5	6,4	50,4	49,6
1993	6,4	6,8	48,6	51,4
1994	7,3	7,8	48,3	51,7
1995	5,9	7,9	42,5	57,5
1996	5,9	9,1	39,4	60,6
1997	6,6	9,6	40,7	59,3
1998	8,0	9,2	46,6	53,4
1999	8,6	10,3	45,4	54,6
2000	8,6	12,5	40,9	59,1
2001	9,1	13,4	40,5	59,5
2002	7,3	14,5	33,7	66,3

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr).

Türkiye’de mevcut vergi sisteminin doğrudan bir sonucu olan düşük vergi gelirleri, bütçe dengesini bozan ve dolayısıyla kamu borçlanma gereğini arttıran bir etkiye sahiptir. Bu anlamda, konsolide bütçe vergi gelirleri ile faiz harcamalarına ait veriler, kamu borçlanma gereği ve ulusal piyasalardaki faiz oranı artışlarına daha net bir açıklama getirecek niteliktedir.

Kamu borçlanma faiz oranının gelişimini yansıtan veriler, 1987-2002 döneminde kamu borçlanma maliyetinin yüksekliğini belgelemektedir. 1990 yılına kadar yüzde 47-62 oranları arasında seyreden kamu borçlanma bileşik faizi, 1994 yılına kadar yüzde 80’li oranlarda kaldıktan sonra 1994’de yaşanan finansal kriz ve artan enflasyon oranının da etkisiyle yıllık ortalama bileşik değer olarak yüzde 164 düzeyine yükselmiştir. 2000 yılına kadar yüzde 100’lerin üzerinde kalan kamu borçlanma bileşik faizi, 2000 yılında IMF’le imzalanan Stand-by anlaşması çerçevesinde uygulanan yapısal uyum programının etkisiyle, enflasyon oranındaki yüzde 50’ye yakın düşüşe paralel olarak, yüzde 109,5 oranından, yüzde 38,2 oranına inmiştir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleriyle birlikte yine sıçrama gösteren kamu

borçlanma faizi ve enflasyon oranı, 2002 yılında tekrar inişe geçmişlerdir. Bu süreçte, 1990 yılından itibaren ekonomide pozitif reel faiz oranlarının hüküm sürdüğü görülmektedir. 1998 yılında yüzde 44,2 oranla en yüksek düzeyine ulaşan reel faiz olgusu, 1994 yılındaki yüzde 150 düzeyindeki enflasyon oranı nedeniyle görece pozitif düşük bir değer alması hariç tutulursa, 1991-1999 yılları arasında sürekli yüzde 10 oranının üzerinde pozitif değerler almıştır. Finansal liberalizasyon sürecinde reel faiz oranının bu derece yükselmesi, kamu kesimi dengesizlikleri ile uğraşan hükümetlerin işini zorlaştırdığı kadar, reel kesimin yatırım kararları üzerinde de olumsuz sonuçlara yol açmıştır.

Tablo: 2.15. Kamu Borçlanma Faizinin Gelişimi
(%)

	Devlet İç Borçlanma Senetleri Yıllık Faiz Oranı (Ortalama Bileşik)	Toptan Eşya Fiyat Endeksi (Yıl sonu)	Devlet İç Borçlanma Senetleri Reel Faiz Oranı
1987	47,0	51,6	-3,0
1988	62,4	67,9	-3,3
1989	59,8	62,3	-1,5
1990	54,0	48,6	3,6
1991	80,5	59,2	13,4
1992	87,7	61,4	16,3
1993	87,6	60,3	17,0
1994	164,4	149,6	5,9
1995	121,9	65,6	34,0
1996	135,2	84,9	27,2
1997	127,2	91,0	19,0
1998	122,5	54,3	44,2
1999	109,5	62,9	28,6
2000	38,2	32,7	4,1
2001	96,2	88,6	4,0
2002	63,8	30,8	25,2

Kaynak: DPT Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003 (www.dpt.gov.tr);

Türkiye’de kamu tasarruflarının 1992 yılı sonrası 1997 yılı hariç, negatif değerler almaya başlaması, kamu harcamalarına eşlik edemeyen vergi gelirleri ile birleşince kamu borçlanma gereğini arttırarak faiz oranları üzerinde baskıya neden olmuştur.

Faiz oranlarındaki artış, kamunun borçlanma gereksiniminde ilave olumsuzluklara yol açarak kendini besler bir sürece neden olmuştur. Diğer bir ifadeyle, kamunun borç faiz ödemelerini yerine getirebilmesi için tekrar borçlanması şeklinde bir kısır döngüye girilmiştir.

1980'lerden itibaren kamu harcamaları içinde, yatırımların dışlanmış olmasına rağmen, kamu kesimi borçlanma gereği, yüksek kamu borçlanma faizleri, dış ticaret politikaları ve vergi sisteminin bir sonucu olarak artma eğilimini hızlanarak sürdürmüştür. Dış ticarete, rekabet gücünü arttırmak için uygulamaya konulan maliyet düşürücü her türlü teşvik uygulaması, kamu maliyesine ek yük olarak dönmüştür. 1987 yılında 4,5 trilyon TL olan kamu kesimi borçlanma gereksinimi dönem içinde hızla artarak, 2002 yılında 34,8 katrilyon TL'ye yükselmiştir. 1990 yılında yüzde 3 düzeyindeki kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı, 2001 yılında yüzde 16,9 düzeyine tırmanmış, 2002 yılında ise yüzde 15,2 düzeyine inmiştir. Diğer bir ifadeyle, 2002 yılında Türkiye ekonomisi, ulusal gelirinin yaklaşık yüzde 15'i oranında borçlanma gereksinimi içinde olan bir yapıya sahiptir.

Kamu kesimi borçlanma gereğindeki yıllık reel artışlar değerlendirmeye alındığında, en yüksek artışın 1996 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Yukarıdaki bütçe harcamaları ile ilgili verilerde de tespit edildiği üzere 1996 yılında, siyasi iktidarın iradi kararı çerçevesinde tüm harcama kalemlerinde önemli artışlar gerçekleşmiş (transfer harcamaları reel olarak yüzde 67,7; faiz ödemeleri reel olarak yüzde 79,5; cari harcamalar reel olarak yüzde 18,8 ve yatırım harcamaları reel olarak yüzde 78,3 oranında artmıştır), bunun yanında, 1994 krizinin yüksek finansal maliyetinin de bu yıla sarkması sonucu, 1996 yılında kamu kesimi borçlanma gereksinimi reel olarak yüzde 149,1 oranında artmıştır. Kamu kesimi borçlanma gereği reel olarak, 1989'da yüzde 33,7; 1990'da yüzde 79,3; 1991'de yüzde 53,1; 1993'de yüzde 39,4; 1998'de yüzde 38,1; 1999'da yüzde 77,3 ve 2001'de yüzde 41,1 gibi oldukça yüksek oranlarda artmıştır. Diğer yandan, dönem içinde kamu kesimi borçlanma gereksinimi sadece finansal kriz süreçlerinde azalma eğilimine girmiştir. Kamu kesimi borçlanma gereksinimi reel olarak, 1994'de yüzde 78,3; 1995'de yüzde 60; 2000'de yüzde 33,1 ve 2002'de yüzde 24,4 oranında azalmıştır.

Tablo: 2.16. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG) (Milyar TL)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG) (% Değişim)	KKBG/GSMH (%)
1987	4.563	---	3,5
1988	6.235	36,6	3,1
1989	12.283	97,0	3,3
1990	29.429	139,6	3,0
1991	64.469	119,1	5,3
1992	116.680	81,0	4,3
1993	239.793	105,5	6,7
1994	306.937	28,0	3,9
1995	392.866	28,0	4,0
1996	1.294.435	229,5	8,3
1997	2.258.729	74,5	7,6
1998	5.016.903	122,1	7,3
1999	12.149.118	142,2	11,9
2000	14.796.080	21,8	10,9
2001	28.926.635	95,5	16,9
2002	34.886.803	20,6	15,2

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr),

2.3.4. Kamu Finansmanı

Kamu kesimi bütçe açığında meydana gelen artış, her geçen yıl kamu kesimi borçlanma gereğini arttırırken aynı zamanda temel ekonomik göstergelerde meydana gelen bozulmalar nedeniyle, kamu finansmanını giderek daha zor ve yüksek maliyetli noktalara taşımıştır. Yukarıda değinildiği üzere, kamu tasarruflarının 1992 yılından sonra negatif değerler alması, kamu kesimi açıklarının kapatılmasında, kamu dışı kaynaklara olan gereksinimi arttırmıştır.

Genel bir yaklaşım çerçevesinde ele alındığında, kamu kesiminin artan açıkları temelde dört kaynaktan karşılanılmaktadır: merkez bankasından kısa vadeli avans kullanımı, enflasyonist finansman, dış borçlanma ve iç borçlanma. Türkiye açısından, enflasyonist baskıları şiddetlendireceği endişesinden hareketle Ekim 1995'te, TCMB ve Hazine arasında yapılan protokol uyarınca TCMB'nin Hazine'ye açtığı kısa vadeli avansa sınır getirilmesi ve daha sonra tamamen kaldırılması, kamu kesimi açıklarını karşılamada kullanılabilecek ilk kaynağı devre dışı bırakmıştır.³²⁰ Aynı düzenleme çerçevesinde TCMB kamu kesimine açtığı kredileri kısmış, bankacılık kesimine ise kredi vermeme uygulamasına başlamıştır.³²¹

Bütçe açıklarının finansmanında kullanılan diğer bir yöntem olan, söz konusu açıkların para basılarak finanse edilmesi (enflasyonist finansman) olgusu, hükümetlerin kolaylıkla başvurdukları bir yöntemdir. "Enflasyon vergisi" ve "senyoraj" kavramları ile de ifade edilen kamu açıklarının finansmanında para basma yönteminde; para arzı artışı, ekonomik büyümeye bağlı olarak artan para talebinin üzerinde ise enflasyon oranının yükselmesine neden olmaktadır. Enflasyon oranının yükselmesi, borç stokunun reel değerinin azalmasına neden olduğundan, kısa dönemde hükümetlere önemli bir finansman kaynağı sağlamış olmaktadır. Ne var ki, enflasyonist finansmanın olumsuz etkileri; uzun dönemde kalıcı hale gelen yüksek enflasyon oranının yanında, mali piyasalardan uzaklaşan tasarruf sahipleri nedeniyle, ödünç verilebilir fon arzındaki daralmanın hükümetlerin borçlanma maliyetlerinde ve bütçe açıklarında ek artışlara yol açması olarak kendini göstermektedir.³²² Dolayısıyla, bütçe açıklarının karşılanmasında para arzı üzerindeki genişletici etkileri nedeniyle enflasyonist finansman, Türkiye gibi kronik yüksek enflasyon ile baş etmeye çalışan bir ülke için tercih edilebilir bir finansman türü olmamıştır.

Bunun ötesinde, kamu kesimi açıklarının finansmanında, 1980 öncesinde uygulanan baskı politikaları doğrultusunda piyasalara hakim olan negatif reel faiz oranlarına dayalı olarak maliyetleri düşük olan Devlet Yatırım Bankası ve SSK-

³²⁰ TCMB, a.g.e., s. 33.

³²¹ Nazım Ekinci, "Türkiye'de 1980 Sonrasında Para Politikaları", (der.) İzzettin Önder ve diğerleri., **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İstanbul: Tarih Vakfı/Yurt Yayınları, 1993, s. 197.

³²² Isabel Correia and Pedro Teles, "The Optimal Inflation Tax", **Federal Reserve Bank of Minneapolis, Discussion Paper**, No: 123, (August 1997), (<http://minneapolisfed.org/research/dp/dp123.pdf>).

Emekli Sandığı fonları gibi alternatif kanalların yaygın kullanımı, finansal liberalizasyon kapsamındaki düzenlemeler nedeniyle mümkün olmamıştır.³²³

Kamu kesimi açıklarının karşılanmasında diğer bir alternatif olan dış borçlanma konusunda ise uluslararası finans çevrelerinin konjonktürel kısıtları ve ulusal mali piyasaların genelde istikrarsız ve kırılgan görünümü, kamu kesiminin yeterli büyüklükte dış kaynak sağlamasını engellemiştir. 1980'lerde gelişmekte olan ülkelerin ve özellikle Latin Amerika ülkelerinin karşılaştıkları makroekonomik olumsuzlukları aşmak için önemli oranda dış borçlanmaya başvurmaları sonucu borç servisinde beliren aksaklıklar, ekonomilerinde istikrarsızlık ve kırılganlıklar taşıyan ülkelerin uluslararası piyasalardan dış borç bulmasını zorlaştırmıştır. Bu anlamda, 1987-1992 yılları arasında Türkiye'nin dış borçlanması sınırlı düzeyde kalmıştır.

1989 yılında Türkiye'de tam finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmesi ile sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi, kamu ve özel kesimin dış finans piyasaları ile yoğun ilişkiye girdikleri dönemin başlangıcını oluşturmuştur. Türkiye'nin sahip olduğu koşullar doğrudan yabancı yatırımlar için cazip bir ortam oluşturmadığından, dış finansman sistemi genellikle borç nitelikli finansal araçlarla düzenlenen sermaye akımlarına dayalı bir biçimde gelişmiştir.³²⁴ Kamu maliyesindeki dengesizliklerin giderilmesi anlamında kamu kesimi dış borçlanmaya başvururken, yüksek yurtiçi fon maliyetleri, gerekli teminatları sağlayabilen özel sektör firmalarını da uluslararası piyasalardan borçlanmaya yönlendirmiştir. Öte yandan, kamu açıklarının finansmanında iç borçlanmanın yaygınlaşması sonucu kamu kağıtlarının getirilerinin artması, bankacılık sistemini yurtdışından borçlanarak, kamu kağıtlarına yatırım yapmaya teşvik ettiğinden, banka kredisi şeklindeki kısa vadeli dış borçlanma miktarı artmıştır. Bunun yanında, yurtiçi finansal piyasalarda likidite darlığının gözlemlendiği süreçlerde bankacılık sisteminin zorunlu olarak likidite gereksinimini yurtdışından sağlaması dış borçlanma rakamlarında ek artışlara yol açmıştır.

³²³ Ekzen, a.g.m., s. 633.

³²⁴ Samih Güven, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 185, (Ağustos, 2001), s. 91.

Tablo: 2.17. Dış Borç Stokunun Gelişimi
(Milyon Dolar)

YILLAR	Dış Borç Stoku	Kısa Vadeli Borçlar			Orta – Uzun Vadeli Borçlar		
		Toplam	Kamu	Özel	Toplam	Kamu	Özel
1987	40.428	7.623	2.539	5.084	32.805	31.532	1.273
1988	40.722	6.417	1.830	4.587	34.305	32.780	1.525
1989	41.751	5.745	799	4.946	36.006	34.400	1.606
1990	49.035	9.500	855	8.645	39.535	37.737	1.798
1991	50.489	9.117	557	8.560	41.372	39.120	2.252
1992	55.592	12.660	572	12.088	42.932	39.748	3.184
1993	67.356	18.533	667	17.866	48.823	42.855	5.968
1994	65.601	11.310	828	10.482	54.291	48.147	6.144
1995	73.278	15.701	993	14.708	57.577	49.958	7.619
1996	79.194	17.072	984	16.088	62.138	40.016	10.733
1997	84.182	17.691	943	16.748	66.537	38.857	16.812
1998	96.429	20.774	905	19.869	75.644	39.891	23.680
1999	102.992	22.921	686	22.235	80.062	42.383	27.367
2000	118.702	28.301	1.653	26.648	90.385	47.803	29.153
2001	113.826	16.241	590	15.651	97.707	46.287	27.667
2002	131.200	15.155	451	14.704	116.396	63.879	30.974

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr); Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002 (www.hazine.gov.tr).

Tablolarda, dış borç stokunun dolar bazında yapısı ve GSMH'ya oranla gelişimi verilmektedir. Dış borç stokunun GSMH'ya oranla gelişimine bakıldığında; 1994 kriziyle birlikte bir sıçrama yaptığı, bu tarihten itibaren 1999 yılına kadar dış borçlanma olanağının daraldığı ve net borç ödeyicisi durumunda kaldığı söylenebilir. Bu tarihten sonra uygulamaya başlanan istikrar programları dahilinde ve özellikle 2001 krizinde IMF ve Dünya Bankası'ndan sağlanan resmi kaynakların etkisiyle dış borç stokunun arttığı gözlenmektedir.

Tablo: 2.18. Dış Borç Stokunun GSMH'ya Oranla Gelişimi (%)

	Toplam Dış Borç / GSMH	Kamu Sektörü Borcu/ GSMH	Özel Sektör Borcu/ GSMH	Kısa Vadeli Borçlar/ GSMH	Uzun Vadeli Borçlar / GSMH
1987	46,1	38,8	7,2	8,7	37,4
1988	44,8	38,0	6,7	7,1	37,7
1989	38,4	32,4	6,0	5,3	33,1
1990	32,2	25,3	6,9	6,2	25,9
1991	33,2	26,0	7,1	6,0	27,2
1992	34,6	25,1	9,5	7,9	26,7
1993	37,0	23,9	13,1	10,2	26,8
1994	49,6	37,3	12,7	8,6	41,4
1995	43,1	29,6	13,0	9,1	33,5
1996	42,9	22,2	14,5	9,2	33,6
1997	43,3	20,2	17,0	9,0	33,8
1998	46,8	19,2	20,5	9,8	35,7
1999	54,9	22,6	26,0	12,0	41,9
2000	59,0	24,7	27,9	14,1	45,2
2001	79,0	31,6	29,2	11,0	65,9
2002	72,2	35,8	25,4	8,4	64,7

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler,1950-2003, (www.dpt.gov.tr); Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002 (www.hazine.gov.tr).

Türkiye'nin dış borç stoku, 1987 yılında yaklaşık 40 milyar dolar iken bu rakam 2002'de yaklaşık 131 milyar dolara yükselmiştir. Toplam dış borcun 1987 yılında yaklaşık yüzde 80'i orta ve uzun vadeli iken, 2002 yılında bu oran yaklaşık yüzde 90'a çıkmıştır. 1987 yılı itibariyle, orta ve uzun vadeli dış borçların neredeyse tamamı kamu kesimine ait iken, 2002 yılında orta ve uzun vadeli borçların yaklaşık yarısı kamu kesimine aittir. Özel kesimin kullandığı dış borçlar daha çok kısa vadeli. 1987 yılında kısa vadeli dış borçların yaklaşık yüzde 67'si özel kesime ait iken, 2002 yılında kısa vadeli dış borçların yaklaşık yüzde 97'si özel kesime aittir.

Toplam dış borç stokunun GSMH'ya oranı 1987-1990 döneminde sürekli azalırken 1991 yılından sonra tekrar artış eğilimine girmiş, 1995-1996 yıllarında yine bir miktar azaldıktan sonra 1997 yılından itibaren sürekli artmış, 2002 yılında kısmen azalmıştır. Genelde azalan veya durağan eğilim gösteren kamu kesimi dış borcunun GSMH'ya oranı yaşanan finansal kriz ve sonrası dönemlerde IMF ve Dünya Bankası'ndan sağlanan krediler nedeniyle artış göstermiştir. Aynı nedenle, söz konusu dönemlerde uzun vadeli dış borçların GSMH'ya oranı önemli oranda artış göstermiştir. 1987-1988 yıllarında kısmen azalma eğilimi gösteren özel kesim dış borcunun GSMH'ya oranı kriz dönemine denk gelen 1994 yılı haricinde sürekli artış göstermiş, bazı yıllarda kamu kesimi dış borç oranının üzerinde gerçekleşmiştir.

Finansal liberalizasyon çerçevesinde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ivme kazanan uluslararası sermaye akımları ve bu akımların yeni bir boyut kazandırdığı dış borçlanma yapısı ile ilgili temel gelişmeleri belirledikten sonra, bozulan kamu dengesinin sağlanması amacıyla başvurulmuş diğer bir borçlanma yöntemi olan iç borçlanmanın boyutları incelenecektir.

Kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanılabilecek diğer kaynakların Türkiye ekonomisi için taşıdıkları olumsuzluklar nedeniyle 1985 yılından itibaren iç borçlanma, kamu açıklarının doğrudan finansmanı aracı olarak kullanılmaya; kamu kesimi borçlanma gereksinimi iç finansal piyasalardan karşılanmaya başlanmıştır.

İç borçlanma miktarı 1991 yılından itibaren hızla artmıştır. Özellikle, 1994, 1996 ve 2001 yıllarında iç borçlanma miktarında bir önceki yıla göre önemli oranda artış gerçekleşmiştir. 1994 yılında iç borç stoku artış oranı yüzde 123,7; 1996 yılında yüzde 131,4 oranında gerçekleşmiştir. 2001 yılında ise iç borç stokundaki bir önceki yıla göre artış oranı yüzde 235,4 olarak gerçekleşmiştir. 1994 ve 2001 yıllarının kriz yılları olması nedeniyle bu yıllardaki iç borç stoku artışlarının bir noktaya kadar anlaşılabilir yanı varken, yukarıda ortaya konulan tüm verilerde de tespit edildiği ve yorumlandığı üzere 1996 yılındaki kamu maliyesine ait tüm veriler kriz süreci olumsuzluklarını taşımaktadır. İç borç stokunu yansıtan tabloda, 2001 yılı ve onun devamı niteliğindeki 2002 yılı verilerinde görülen ve sapma türündeki çok büyük miktardaki artış, veri setinin bütünlüğünü bozacak niteliktedir. İç borç stoku

verilerindeki bu çok büyük artış kısmen yaşanan krizle ilgili olduğu gibi, aynı zamanda 1990'lı yıllarda birikerek artan kamu bankalarının bilançolarındaki görev zararlarının, kamu borçlanma senetleri ile değiştirilerek kapatılmasından kaynaklanmıştır. Ayrıca Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu- BDDK tarafından yönetimine el konulan ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu- TMSF'na aktarılan bankaların bilanço dengelerinin sağlanabilmesi ve tekrar satışa çıkarılması için verilen devlet iç borçlanma senetlerinin sürece katkısı olmuştur.

Tablo: 2.19. İç Borç Stokunun Gelişimi
(Milyar TL)

	İç Borçlanma	İç Borç Anapara Ödemeleri	İç Borç Faiz Ödemeleri	İç Borç Faiz Ödemeleri /GSMH (%)	İç Borç Stoku	İç Borç Stoku (% Değişim)	İç Borç Stoku /GSMH (%)
1987	15.307	8.603	1.675	1,7	17.238	---	23,0
1988	23.387	12.147	2.487	2,5	28.479	65,2	22,0
1989	34.745	21.270	4.805	2,2	41.954	47,3	18,2
1990	47.665	32.418	10.037	2,4	57.201	36,3	14,4
1991	106.976	74.889	16.914	2,7	97.668	70,7	15,4
1992	288.636	187.337	34.087	2,8	194.257	98,9	17,6
1993	579.445	417.127	84.825	4,6	357.367	84,0	17,9
1994	1.303.548	861.587	229.912	6,0	799.329	123,7	20,6
1995	1.833.102	1.271.405	472.804	6,0	1.361.026	70,3	17,3
1996	5.345.795	3.585.986	1.335.516	8,9	3.149.004	131,4	21,0
1997	6.370.003	3.287.424	1.977.164	6,7	6.283.446	99,5	21,4
1998	14.254.324	8.844.833	5.626.676	10,5	11.612.906	84,8	21,7
1999	26.886.405	15.579.145	9.898.624	12,6	22.920.166	97,4	29,3
2000	32.468.546	18.972.310	18.609.423	15,0	36.420.620	61,1	29,0
2001	209.613.235	123.876.596	40.484.246	20,9	122.157.260	235,4	69,2
2002	125.303.125	97.590.694	43.468.540	15,9	149.869.691	22,0	55,2

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002 (www.hazine.gov.tr).

Yapılan bu saptamanın ışığında, Türkiye'nin iç borçlanmasına ait tüm büyüklükler, 1996 yılıyla beraber artma eğilimlerini yükseltmişler, 1999 yılından itibaren artış eğilimi daha da güçlenmiş ve 2001 yılı itibariyle çok yüksek düzeylere

erişmişlerdir. 2001 yılında, yaklaşık 210 katrilyon TL iç borçlanma gerçekleştirilirken, yaklaşık 142 katrilyon TL anapara geri ödemesi, yaklaşık 40,5 katrilyon TL iç borç faiz ödemesi yapılmış, iç borç stoku yaklaşık 122 katrilyon TL'ye yükselmiştir. Aynı süreçte iç borç stokunun GSMH'ya oranı yüzde 69,2'ye yükselirken, iç borç faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı yüzde 20,9'a yükselmiştir. 2002 yılında iç borç faiz ödemeleri yaklaşık 3 katrilyon TL'lik bir artışla yaklaşık 43,5 katrilyon TL'ye yükselmiş, iç borç stoku da yaklaşık 150 katrilyon TL'ye yükselerek dönem içindeki en yüksek iç borç stokunu oluşturmuştur. 2002 yılında, yeni iç borçlanma ve anapara geri ödemelerinde 2001 yılına göre azalmalar olmuş, bu doğrultuda, iç borç stokunun GSMH'ya oranı da yüzde 69,2'den yüzde 55,2'ye düşmüştür.

1987-2002 döneminde Türkiye'nin iç borç stokunda reel olarak, 1992'de yüzde 28,8; 1993'de yüzde 17,9; 1994'de yüzde 17,4; 1996'da yüzde 51; 1997'de yüzde 13,7; 1999'da yüzde 32,5 ve 2001 yılında yüzde 181 oranında artış meydana gelmiştir. Bu süreçte iç borç stokunda reel olarak, 1990 yılında yüzde 24; 1995 yılında yüzde 17,7 ve 2002 yılında yüzde 23 oranında azalış gerçekleşmiştir.

Türkiye'de kamu iç borçlanmasının mutlak olarak ulaştığı boyutun yanı sıra sahip olduğu ortalama vade ve maliyet yapısı da önem arz etmektedir. Türkiye'de iç borç stokunun bu denli hızlı büyümesinin ardındaki en önemli etkenlerden birisi, özellikle 1991 yılından itibaren iç borçlanma araçlarının kısa vadeye sıkışmış olmasıdır. Kısa vadede döndürülmesi gereği yüzünden iç borç yükü dönem boyunca hızlı bir artış göstermiş ve 1993 yılından itibaren yıl boyunca yapılan brüt yeni iç borçlanma, varolan toplam iç borç stokunu aşar hale gelmiştir. Diğer bir ifadeyle, kamu kesimi iç borcunu ancak yeni iç borçlanma ile ama daha yüksek faiz maliyeti ve daha kısa vadelerle döndürür hale geldiğinden ciddi bir kısır döngüye düşmüştür.

Türkiye'de borçlanmanın ortalama vadesi ve maliyeti oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. 1989-2002 döneminde iç borçlanmanın ortalama vadesi 285 gün, borçlanma maliyeti ise yaklaşık yüzde 89,5 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de iç borçlanmanın vadesi ve maliyetiyle ilgili verilerden de görülebileceği gibi iç

borçlanma vadesi ile maliyeti arasında net bir negatif ilişki vardır. Dönem içindeki kriz yıllarında vadenin hızla düştüğü, maliyetin ise hızla arttığı gözlenmektedir.

Tablo: 2.20. Türkiye’de İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve Maliyeti

Yıllar	Ortalama Vade (Gün)	Borçlanma Maliyeti (Ort. Basit Faiz) (%)	Borçlanma Maliyeti (Ort. Bileşik Faiz) (%)
1989	233	53,9	59,8
1990	236	49,7	54,0
1991	211	69,8	80,5
1992	211	74,6	87,7
1993	257	79,3	87,6
1994	119	109,9	164,4
1995	206	98,9	121,9
1996	195	107,8	135,2
1997	349	110,7	127,2
1998	233	102,0	122,5
1999	479	94,0	109,5
2000	410	36,6	38,0
2001	148	75,9	96,2
2002	252	56,0	63,8

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002 (www.hazine.gov.tr).

1980 yılında uygulamaya konulan yeni ekonomik gelişme modeli çerçevesinde kamu ekonomisinin faaliyet alanının mümkün olduğunca daraltılması ilkesi çerçevesinde, kamu kuruluş ve yatırımlarının özelleştirilmesi çabaları aynı zamanda kamu finansmanında iyileştirici bir unsur olarak algılanmıştır. Bu çerçevede finansal liberalizasyon sürecinde gerçekleştirilen özelleştirmelerin gelir-gider dökümü şu şekildedir.

Özelleştirme uygulamasına geçildiği 1985 yılından, 2002 yılı sonuna kadar gerçekleştirilen özelleştirmeler sonucu, 167 kuruluşteki hisse senedi veya varlığın satış ve devir işlemi yapılmıştır. Bu kuruluşların 154’ünde hiç kamu payı kalmamış, kısmen özelleştirme işlemi gerçekleştirilen diğer 13 kuruluşta halen kamu payı

bulunmaktadır.³²⁵ Gerçekleştirilen özelleştirmeler sonucu elde edilen net özelleştirme geliri tutarı 5,269 milyar dolardır. Bu toplam gelirin yaklaşık 2,1 milyar dolarlık kısmı tek başına GSM şebekesi özelleştirmesinden sağlanmıştır.

Tablo: 2.21. Özelleştirme Hesabı
(Bin Dolar)

	Özelleştirme Gelirleri	Özelleştirme Giderleri	Özelleştirme Gelir-Gider Farkı
1985-1989	136.686	58.410	78.276
1990	388.966	18.209	370.756
1991	225.665	29.342	196.323
1992	284.304	126.681	157.623
1993	414.048	62.271	351.778
1994	546.909	54.539	492.370
1995	763.118	317.755	445.363
1996	271.641	139.469	132.172
1997	363.431	220.004	143.427
1998	1.020.344	665.354	354.989
1999	320.328	131.217	189.110
2000	2.737.789	640.200	2.097.589
2001	421.919	262.365	159.555
2002	1.102.294	1.002.195	100.099

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr).

2.3.5. Parasal Büyüklükler

1987-2002 döneminde para arzı büyüklüklerindeki artış ve azalışlar oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Dolaşımdaki para miktarı reel olarak, 1989'da yüzde 36,3; 1999'da yüzde 13,5 ve 2000 yılında yüzde 14,5 oranında artmıştır. Buna karşın dolaşımdaki para miktarı reel olarak, 1988'de yüzde 18,8; 1991'de yüzde 12,7; 1994'de yüzde 8,2; 1995'te yüzde 30,5; 1996'da yüzde 12,1 ve 2001 yılında yüzde 14,8 oranında azalmıştır. Dolaşımdaki para ve vadesiz mevduatlardan oluşan M1 para arzı miktarı reel olarak, 1996 yılında yüzde 50,6 gibi yüksek bir oranda artış

³²⁵ Maliye Bakanlığı, 2003 Yıllık Ekonomik Rapor, s. 87. (www.maliye.gov.tr).

göstermiştir. Aynı yıl dolaşımdaki para miktarı reel olarak azaldığından 1996 yılında M1 para arzındaki bu yüksek artış vadesiz mevduatlardaki artışlardan kaynaklanmıştır. 1996 yılında vadesiz mevduat hacminde görülen bu sıra dışı artışın ardında “bedelsiz ithalat” adı altında gerçekleştirilen bir düzenleme ile belirli bir oranda vadesiz mevduat hesabı açılması karşılığı yurttışlara verilen ithalat kolaylığı uygulaması yatmaktadır. Ayrıca 2001 yılında da M1 para arzı miktarı reel olarak yüzde 14,1 oranında artmıştır. M1 para arzı miktarı reel olarak, 1988’de yüzde 42,6; 1991’de yüzde 17; 1994’de yüzde 27,5; 1995’te yüzde 19,8 ve 1998 yılında yüzde 22,5 oranında azalmıştır.

Tablo: 2.22. Para Arzı

(Milyar TL)

	Dolaşımdaki Para	% Değişim	Para Arzı (M1)	% Değişim	Para Arzı (M2)	% Değişim	Para Arzı (M2Y)	% Değişim
1987	2.212	----	8.629	----	17.648	----	23.004	----
1988	3.426	54,9	11.312	31,1	27.194	54,1	36.707	60,0
1989	6.840	99,6	19.558	72,9	47.139	73,3	61.274	67,0
1990	11.378	66,3	31.398	60,5	71.570	51,8	93.363	52,4
1991	17.449	53,3	46.793	49,0	117.118	63,6	168.054	80,0
1992	30.389	74,1	78.341	67,4	190.736	62,9	293.970	74,9
1993	51.645	69,9	129.087	64,8	282.442	48,1	473.059	60,9
1994	102.328	98,1	230.847	78,8	630.348	123,2	1.195.353	152,7
1995	189.542	57,5	388.185	68,2	1.256.632	99,4	2.414.597	102,0
1996	319.024	68,3	896.855	131,0	2.924.893	132,8	5.373.709	122,6
1997	610.871	91,5	1.581.210	76,3	5.658.800	93,5	10.664.059	98,4
1998	1.057.864	73,2	2.562.478	62,1	11.423.198	101,9	20.212.650	89,5
1999	1.887.053	78,4	4.272.018	66,7	21.992.654	92,5	40.153.556	98,7
2000	3.196.942	69,4	6.746.482	57,9	31.109.334	41,5	56.046.300	39,6
2001	4.462.913	39,6	11.368.782	68,5	47.241.075	51,9	106.566.525	90,1
2002	6.899.360	54,6	15.827.630	39,2	61.879.759	31,0	133.664.544	25,4

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr); Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr).

M1 para arzı ve vadeli mevduatların toplamından oluşan M2 para arzı reel olarak, 1994’de yüzde 16,9; 1996’da yine görece çok yüksek bir oranla yüzde 52,4; 1998’de yüzde 17,3 ve 1999 yılında yüzde 27,6 oranında artmıştır. M2 para arzı reel olarak, 1988’de yüzde 19,6; 1990’da yüzde 8,5; 1993’de yüzde 18; 2000’de yüzde 13,4 ve

2002 yılında yüzde 14 oranında azalmıştır. M2 para arzındaki reel değişme oranının 2000-2001 yıllarında M1 para arzındaki reel değişme oranının altında kaldığı görülmektedir. M2 para arzındaki bu reel daralmanın, kriz sürecinde daralan vadeli mevduat hacminden kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. M2 para arzı ile döviz tevdiat hesaplarından oluşan M2Y para arzı reel olarak 1991'de yüzde 14; 1994'de yüzde 46,4; 1995'te yüzde 14; 1996'da yüzde 42,2; 1997'de yüzde 12,6; 1999'da yüzde 33,8 ve 2001 yılında yüzde 35,7 oranında artmıştır. M2Y para arzı reel olarak 1988 yılında yüzde 13,7; 2000 yılında yüzde 15,3 ve 2002 yılında yüzde 19,6 oranında azalmıştır. 2000 yılında M2Y para arzı miktarında gözlenen reel düşüş, izlenen sabit kur sisteminin bir sonucu olarak tasarruf sahiplerinin döviz tevdiatı hesaplarından, TL mevduat hesaplarına geçmesinden kaynaklanmıştır. 2002 yılındaki reel azalış ise yine aşağıdaki döviz kurları veri setinde görüldüğü üzere, 2002 yılında reel döviz kuru değerinin önemli oranda düşmesi sonucu tasarruf sahiplerinin döviz tevdiat hesaplarından çıkmaları nedeniyle gerçekleşmiştir.

Tablo: 2.23. Mevduat Hesapları

(Milyar TL)

	Vadesiz Mevduat	% Değişim	Vadeli Mevduat	% Değişim	Toplam TL Mevduat	% Değişim	Döviz Mevduatı	% Değişim
1987	1.491	----	6.768	----	15.419	----	5.356	----
1988	1.830	22,7	12.030	77,7	24.082	56,2	9.512	77,6
1989	3.373	84,3	21.419	78,0	42.236	75,4	14.135	48,6
1990	5.261	56,0	29.640	38,4	62.294	47,5	21.793	54,2
1991	7.294	38,6	53.408	80,2	103.045	65,4	50.936	133,7
1992	12.164	66,8	82.295	54,1	165.723	60,8	103.234	102,7
1993	19.422	59,7	106.738	29,7	238.569	44,0	190.617	84,6
1994	34.538	77,8	296.322	177,6	544.456	128,2	565.005	196,4
1995	54.612	58,1	636.592	114,8	1.081.100	98,6	1.157.966	104,9
1996	133.830	145,0	1.609.262	152,8	2.800.420	159,0	2.627.629	126,9
1997	236.520	76,7	2.955.145	83,6	5.402.784	92,9	5.493.852	109,1
1998	326.020	37,8	6.099.222	106,4	10.913.743	102,0	8.789.452	60,0
1999	633.131	94,2	12.707.639	108,3	21.693.374	98,8	18.420.635	109,6
2000	905.778	43,1	16.982.273	33,6	30.660.830	41,3	25.341.684	37,6
2001	1.586.698	75,2	25.778.843	51,8	44.517.572	45,2	60.397.916	138,3
2002	2.307.347	45,4	32.297.042	25,3	58.003.477	30,3	74.694.153	23,7

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr)

Finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye'deki reel para arzı değişimlerinin üzerindeki açık etkilerini yukarıda ortaya koyduğumuz mevduat hesaplarının gelişimi incelendiğinde en göze çarpan değişim döviz tevdiat hesaplarındaki artışlardır.

Tablo: 2.24. Mevduat Hesapları ve Nominal Mevduat Faizlerinin Gelişimi

	Toplam Mevduat Hesapları (Milyar TL)	Toplam Mevduat Hesapları (% Değişim)	Toplam TL Mevduat Hesapları (%Pay)	Döviz Tevdiat Hesapları (%Pay)	Toplam Mevduat Hes. / GSMH (%)	Tasarruf Mev. Nominal Faiz Oranları (%)	Tasarruf Mev. Reel Faiz Oranları (%)
1987	20.775	----	74,2	25,8	28,0	58,0	19,1
1988	33.594	61,7	71,7	28,3	25,9	83,9	10,2
1989	56.371	67,8	74,9	25,1	24,4	58,8	-4,5
1990	84.088	49,2	74,1	25,9	21,2	59,4	-0,9
1991	153.980	83,1	66,9	33,1	24,4	72,7	6,7
1992	268.957	74,7	61,6	38,4	24,6	74,2	4,1
1993	429.185	59,6	55,6	44,4	21,8	74,8	8,7
1994	1.109.461	158,5	49,1	50,9	29,4	95,6	-10,7
1995	2.239.066	101,8	48,3	51,7	29,7	92,3	4,3
1996	5.428.049	142,4	51,6	48,4	35,1	93,8	13,4
1997	10.896.636	100,7	49,6	50,4	36,3	96,6	10,8
1998	19.703.195	80,8	55,4	44,6	37,6	94,8	10,2
1999	40.114.009	103,6	54,1	45,9	50,2	46,7	-18,2
2000	56.002.514	39,6	54,7	45,3	43,5	45,6	-9,3
2001	104.915.488	87,3	42,4	57,6	55,3	62,5	8,1
2002	132.697.630	26,5	43,7	56,3	48,5	48,2	3,2

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr),

Finansal liberalizasyon sürecinde vadesiz mevduatlar reel olarak, 1989 yılında yüzde 21; 1996 yılında yüzde 64,6; 1999 yılında yüzde 29,3 ve 2001 yılında yüzde 20,8 oranında artmıştır. Buna karşın, vadesiz mevduat hesapları miktarı reel olarak, 1988 yılında yüzde 51; 1991 yılında yüzde 27,4; 1994 yılında yüzde 28,5; 1995 yılında yüzde 29,9; 1998 yılında yüzde 46,8 ve 2000 yılında yüzde 11,8 oranında azalmıştır. Vadeli mevduat hesapları miktarı incelenen dönemde reel olarak, 1989 yılında yüzde 14,7; 1991 yılında yüzde 14,2; 1994 yılında yüzde 71,3; 1995 yılında

yüzde 26,8; 1996 yılında yüzde 72,4; 1998 yılında yüzde 21,8 ve 1999 yılında yüzde 43,4 oranında artmıştır. Diğer yandan, vadeli mevduat miktarı reel olarak 1990 yılında yüzde 21,6; 1992 yılında yüzde 16; 1993 yılında yüzde 36,4; 2000 yılında yüzde 21,3 ve 2002 yılında yüzde 19,7 oranında azalmıştır. 1996 yılında vadeli ve vadesiz mevduat miktarlarında görülen çok büyük reel artışların gerisinde yukarıda belirtilen bedelsiz ithalat uygulamasının yanı sıra, reel mevduat faiz oranlarının tabloda görüldüğü üzere dönem içinde en yüksek düzeyine (yüzde 13,4) 1996 yılında çıkmış olması TL cinsi mevduat hesaplarında çok önemli artışlara yol açmıştır.

Döviz tevdiat hesapları olarak isimlendirilen döviz cinsi mevduatlar dönem içinde reel olarak, 1991 yılında yüzde 67,7; 1992 yılında yüzde 32,6; 1993 yılında yüzde 18,5; 1994 yılında yüzde 90,1; 1995 yılında yüzde 16,9; 1996 yılında yüzde 46,5; 1997 yılında yüzde 23,3; 1999 yılında yüzde 44,7 ve 2001 yılında yüzde 83,9 oranında artmıştır. Döviz cinsi mevduat hesapları reel olarak, 1989 yılında yüzde 14,7; 1998 yılında yüzde 24,6, 2000 yılında yüzde 17,3 ve 2002 yılında yüzde 21,3 oranında azalmıştır. Finansal piyasalarda ulusal para biriminden kaçışın, diğer bir ifadeyle para ikamesinin bir göstergesi olan döviz tevdiat hesapları, incelenen dönem süresinde genel olarak artış eğilimi içinde olmuştur. Kriz sürecine denk gelen 1994 ve 2001 yılları esas alındığında, döviz cinsi mevduatların reel olarak yaklaşık yüzde 80-90 bandında artış göstermesi, vatandaşların kriz sürecinde servetlerinin değerini korumak adına ulusal paradan çıkışlarının bir sonucu olarak algılanmalıdır. 2000 ve 2002 yıllarında döviz cinsi mevduatlarda görülen reel azalış, uygulanan istikrar programları ile bağlantılı olarak reel döviz kurunun değer kaybetmesi ve görece ekonomik istikrarın sağlanmasının etkisiyle TL'ye olan güvenin artmaya başlamasıyla ortaya çıkmıştır.

Finansal liberalizasyon politikalarının uygulandığı dönemde Türkiye'de, finansal liberalizasyon hipotezi öngörülerini doğrultusunda; toplam mevduatlarda belirli bir artış kaydedilmiştir. Toplam mevduatların GSMH'ya oranı 1987'de yüzde 28,0 iken, 1995'te yüzde 29,7; 2000 yılında ise yüzde 43,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı süreçte, toplam TL cinsi mevduat hesapları ise azalmıştır. Dolayısıyla, toplam mevduat hesaplarındaki bu artış içerik olarak ele alındığında; toplam mevduatlardaki artış eğiliminin, tasarruf mevduatı nominal ve reel faiz oranları ile birebir ilişkili olmadığı

dikkati çekmektedir. Tabloda görüldüğü üzere 1987-2002 döneminde toplam TL cinsi mevduat rakamları ile tasarruf mevduatı nominal faiz oranlarındaki değişimler birbirleri ile bağlantılı gerçekleşmemişlerdir. Artan mevduatların rakamlarının içinde döviz cinsi mevduatların ağırlıkta olmasının ve bu tür mevduatların toplam mevduatlar içindeki payının giderek artmasının, mevduat miktarlarıyla faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıflamasında önemli bir faktör olduğu sonucunu yarattığı açıktır.

Dolayısıyla, Türkiye’de finansal liberalizasyona geçilmesi sonucu ortaya çıkan mevduat artışları, piyasa faiz oranlarının serbest bırakılmasının doğrudan bir sonucu olmayıp daha çok ulusal paranın ekonomideki işlevinin azalmasına paralel olarak tasarruf sahiplerinin kendilerini güvence altına almak adına açtıkları döviz mevduat hesaplarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Yine bu nedenle, Türkiye’deki toplam mevduatlardaki artış, kredilerde ve yatırımlarda, mevduat artışlarına paralel bir sonuç yaratmamıştır. Tabloda görüldüğü üzere, Türkiye’de net kredi hacmi GSMH’ya oranla dönem boyunca dalgalanmalar göstermekle beraber beklenen artışı göstermemiştir. Hatta 2002 yılı rakamları 1987 yılı rakamları ile kıyaslanacak olursa net kredi hacmi/GSMH oranı, reel anlamda yarı yarıya azalma göstermiştir.

Finansal liberalizasyon sürecinde net kredi hacmi reel olarak, 1990 yılında yüzde 13,7; 1992 yılında yüzde 20; 1995 yılında yüzde 31,5; 1996 yılında yüzde 51,8; 1997 yılında yüzde 30,6 ve 2000 yılında yüzde 9,8 oranında artmıştır. Yine bu süreçte net kredi hacmi reel olarak, 1988 yılında yüzde 43,2; 1989 yılında yüzde 11,0; 1994 yılında yüzde 21,7; 1998 yılında yüzde 36,5; 1999 yılında yüzde 19,6; 2001 yılında yüzde 28,5 ve 2002 yılında yüzde 44,5 oranında azalmıştır. 2001 ve 2002 yıllarında net kredi hacminde yaşanan çok önemli miktardaki reel azalışlar, 2000-2001 krizinin finansal sistem; dolayısıyla kredi ve yatırım mekanizmaları üzerindeki ciddi olumsuzluklarının çok açık bir kanıtıdır.

Finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye’de mevduat rakamları artmış olmasına rağmen mevduatlardaki bu artışların bankacılık kesimi net kredi hacmine yansımadağı reel artış oranlarından çok açık olarak görülmektedir. Bunun en başta gelen nedeni, çalışmanın devamında da ele alınacağı gibi, kamu kesiminin finansal

piyasalarda oluşturduğu finansal baskı nedeniyle özel sabit sermaye yatırımlarının özellikle 1997 yılı sonrasında finansal piyasalardan dışlanması ve finansal fonların önemli bir kısmının kamu kesimi tarafından kullanılmasıdır.

Tablo: 2.25. Türkiye’de Net Kredi Hacminin Gelişimi
(Milyar TL)

	TCMB Kredileri	Mevduat Bankaları Kredileri	Yat.ve Kal. Bank. Kredileri	Net Kredi Hacmi	Net Kredi Hacmi (% Değişme)	Net Kredi Hacmi/GSMH (%)
1987	3.913	16.024	1.465	20.133	----	26,8
1988	5.487	22.769	2.734	26.281	30,5	20,3
1989	6.319	36.522	3.552	40.031	52,3	17,4
1990	7.632	65.198	5.012	69.652	74,0	17,5
1991	22.415	101.452	10.890	119.916	72,2	18,9
1992	51.265	185.419	16.418	228.019	90,1	20,7
1993	100.628	342.182	28.653	387.078	69,8	19,4
1994	160.530	575.107	47.480	714.497	84,6	18,4
1995	206.126	1.342.332	77.110	1.567.991	119,5	20,0
1996	380.885	3.095.036	164.283	3.640.204	132,2	24,3
1997	346.875	7.203.466	326.394	7.876.735	116,4	26,8
1998	9.098	11.091.783	562.371	11.663.252	48,1	21,8
1999	10.588	16.144.618	788.272	16.943.478	45,3	21,6
2000	501.724	26.368.676	1.032.357	27.902.757	64,7	22,2
2001	766.270	32.524.289	1.841.590	35.132.149	25,9	19,9
2002	262.804	32.814.889	2.243.900	35.321.593	0,5	12,9

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr),

2002 yılı sonu itibariyle, Türkiye’de mevduat bankaları kredilerinin GSMH’ya oranı yüzde 15-20 aralığında kalmıştır. Mevduat bankaları kredilerinin GSMH’ya oranı açısından Dünya ortalaması yüzde 130 oranında, gelişmekte olan ülkeler ortalaması ise yüzde 64 oranındadır. Bu anlamda, Türkiye kredi hacminin uluslararası ortalamalara göre yeterince genişletememiş olması nedeniyle finansal liberalizasyondan beklenen olumlu etkileri sağlayamamıştır.³²⁶

³²⁶ Ebru Voyvoda and Erinç Yeldan, “Managing Turkish Dept: An OLG Investigation of the IMF’s Fiscal Programming Model for Turkey”, (June, 2003). (www.bilkent.edu.tr/yeldane/V&Y_JPM2003-3.pdf).

2.3.6. Ödemeler Dengesi

1987-2002 döneminde Türkiye'nin ödemeler bilançosu hesabının cari işlemler kalemi 10 yıl açık vermiş; 1993 ve 2000 yıllarında cari işlem dengesi/GSMH oranı, diğer yıllara göre çok yüksek düzeye erişmiştir. Dış ticaret dengesi açısından, dönem boyunca ithalat harcamaları sürekli ihracat harcamalarından yüksek olmuştur. Dış ticaret dengesi ile cari işlem dengesi arasındaki fark, işçi ve turizm gelirleri ile kapanmıştır.

Tablo: 2.26. Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi
(Milyon Dolar)

	İhracat	İthalat	Dış Ticaret Dengesi	Dış Ticaret Dengesi / GSMH (%)	Cari İşlemler Dengesi	Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)
1987	10.190	13.463	-3.273	-3,7	-806	0,9
1988	11.662	13.545	-1.883	-2,0	1.596	-1,8
1989	11.625	15.923	-4.298	-3,9	938	-0,9
1990	12.959	22.535	-9.576	-6,3	-2.625	-1,7
1991	13.593	20.943	-7.350	-4,8	250	0,2
1992	14.715	22.930	-8.215	-5,1	-974	-0,6
1993	15.345	29.542	-14.197	-7,8	-6.433	-3,5
1994	18.106	22.355	-4.249	-3,2	2.631	2,0
1995	21.636	34.886	-13.250	-7,7	-2.339	-1,4
1996	32.067	42.681	-10.614	-5,7	-2.437	-1,3
1997	32.110	47.513	-15.403	-7,9	-2.638	-1,4
1998	30.662	44.926	-14.264	-6,9	1.984	1,0
1999	28.842	39.311	-10.469	-5,6	-1.344	-0,7
2000	30.721	53.131	-22.410	-11,1	-9.819	-4,9
2001	34.373	38.916	-4.543	-3,1	3.390	2,3
2002	40.124	48.461	-8.337	-4,6	-1.521	-0,8

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr)

Özellikle 1993 ve 2000 yıllarında ithalat harcamalarında gözlenen artışlar, cari işlem açığında önemli miktarda artışlara yol açmıştır. Cari işlem açığı 1993 yılında 6,4 milyar dolara yükselirken, 2000 yılında 9,8 milyar dolara kadar tırmanmıştır.

Sözü edilen bu yılların Türkiye'deki finansal kriz yılları olması, Türkiye için cari işlem açıkları ile finansal krizlerin bağlantısını kanıtlayan bir olgudur.

Ödemeler bilançosunun diğer ana kalemi olan sermaye ve finans hesabı, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine bağlı olarak dönem boyunca ödemeler bilançosu içindeki payını arttırmıştır. Bu bağlamda, finansal liberalizasyon sonrası Türkiye'deki sermaye hareketleri makroekonomik dengeler açısından, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi çok önemli bir konuma gelmiştir.

Tablo: 2.27. Net Sermaye Hareketleri

(Milyon Dolar)

	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1987	1.891	106	282	1.453	50
1988	-958	354	1.178	-209	-2.281
1989	780	663	1.386	-685	-584
1990	4.037	700	547	-210	3.000
1991	-2.397	783	623	-783	-3.020
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396
1993	8.903	622	3.917	1.370	2.994
1994	-4.257	559	1.158	-784	-5.190
1995	4.565	772	237	-95	3.635
1996	5.483	612	570	1.636	2.665
1997	6.969	554	1.634	4.788	-9
1998	-840	573	-6.711	3.985	1.313
1999	4.829	138	3.429	344	1.024
2000	9.584	112	1.022	4.276	4.200
2001	-14.643	2.769	-4.515	-1.130	-11.006
2002	1.375	863	-593	2.065	-1.239

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr)

Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye dönem boyunca dalgalanmalar göstermiş, önemli ve güvenilir fon miktarları sağlamaktan uzak kalmıştır. Türkiye ekonomisi, toplam sermaye akımları içindeki portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli borç akımlarının hacmi arttıkça, bu tür sermaye akımlarının istikrarsız yapılarından

doğrudan etkilenmiştir. Net toplam sermaye hareketleri, 1994 ve 2000 yıllarındaki Türkiye'deki finansal krizlerde, 1998 Rusya krizinde ve 1991 yılındaki Körfez Savaşı'nda çıkış yönünde ağırlıklı iken, diğer yıllarda girişler daha ağırlıklı olmuştur.

Tablo: 2.28. Yabancı Doğrudan Sermaye Yatırımları
(Milyon Dolar)

	İzin Verilen Yabancı Sermaye	Fiilen Gelen Yabancı Sermaye (Net)	Fiilen Gelen Yabancı Sermaye (Net) (% Değişim)
1987	655	115	---
1988	821	354	207,8
1989	1.512	663	87,3
1990	1.861	684	3,2
1991	1.967	810	18,4
1992	1.820	844	4,2
1993	2.063	636	-32,7
1994	1.478	608	-4,6
1995	2.938	885	45,6
1996	3.837	722	22,6
1997	1.678	805	11,5
1998	1.647	940	16,8
1999	1.700	783	-20,0
2000	3.477	982	25,4
2001	2.725	3.266	232,6
2002	2.243	585	-458,3

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr); Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002 (www.hazine.gov.tr).

Türkiye'de toplam yabancı sermaye hareketlerinin GSMH'ya oranının pozitif ve görece daha yüksek olduğu yılları (1987, 1990, 1992-93, 1995-97, 2000), negatif ve daha büyük boyutlu sermaye çıkışlarının olduğu yıllar (1988, 1991, 1994, 2001) izlemiştir. Bu durum göstermektedir ki, Türkiye'nin finansal piyasaları hep yüksek risk-yüksek getiri döngüsü içinde ve krizin eşliğinde yaşamış, küçük çaplı kötüye

gidişlerde bile hemen döviz kuru çöküşlerine ve sermaye kaçışlarına maruz kalmıştır.³²⁷

Türkiye'ye gelen yabancı sermaye yatırımları içinde, doğrudan yatırım türü sermaye akımları, 2001 yılındaki GSM şebekesi özelleştirmesi nedeniyle bu yıl hariç tutulduğunda, dönem boyunca yıllık 1 milyar doların üzerinde bir giriş gerçekleştirmemişlerdir.

Çalışmanın birinci bölümünde değinildiği gibi, UNCTAD verilerine göre, 2002 yılı sonu itibariyle Türkiye'deki toplam doğrudan sermaye yatırımı stoku 18.558 milyon dolar tutarındadır. Türkiye'deki bu yabancı doğrudan yatırım stokunun, toplam yabancı doğrudan yatırım stoku içindeki payı binde 2; gelişmekte olan ülkelere yapılan toplam doğrudan yabancı yatırım stoku içindeki payı da binde 8'dir. Bu anlamda, Türkiye finansal liberalizasyon sürecinde, uzun vadeli ve üretken yatırıma yönelik uluslararası sermaye hareketlerini ülkeye çekememiştir.

Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlarla ilgili dikkat çeken bir başka nokta; fiilen giriş yapan doğrudan yatırım miktarının, izin verilen yabancı sermaye yatırımlarının yaklaşık yarısı oranında gerçekleşmiş olmasıdır. Bunun en önemli nedeni ise yatırımların gerçekleşme süreleridir. Yapılan yatırımların çoğunluğu izin verilen yılda tamamlanamamakta, sonraki yıllarda da devam edebilmektedir Diğer bir neden ise çeşitli sebeplerle verilen izinlerin yatırımlara dönüştürülememesidir.³²⁸

³²⁷ Tülay Arın, "Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması", (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinc Yeldan , **Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s. 583.

³²⁸ Hazine Müsteşarlığı., **2001 Yılı Yabancı Sermaye Raporu** , Ankara: 2001, s. 6. (http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/ybs_rapor.pdf)

Tablo: 2.29. Portföy Yatırımları

(Milyon Dolar)

	Net Portföy Yatırımı	Portföy Hesabı Varlıklar	Portföy Hesabı Yükümlülükler	Hisse Senedi	Borç Senedi
1987	282	-25	307	0	307
1988	1.178	-6	1.184	0	1.184
1989	1.386	-59	1.445	17	1.428
1990	547	-134	681	89	592
1991	623	-91	714	147	567
1992	2.411	-754	3.165	350	2.815
1993	3.917	-563	4.480	570	3.910
1994	1.158	35	1.123	989	134
1995	237	-466	703	195	508
1996	570	-1.380	1.950	191	1.759
1997	1.634	-710	2.344	8	2.336
1998	-6.711	-1.622	-5.089	-518	-4.571
1999	3.429	-759	4.188	428	3.760
2000	1.022	-593	1.615	489	1.126
2001	-4.515	-788	-3.727	-79	-3.648
2002	-593	-2.096	1.503	-16	1.519

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr).

Türkiye'deki net portföy yatırımları 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3.917 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın ardında kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanması yatmaktadır. Tablodan görüldüğü gibi 1993 yılında yabancılar tarafından 3.910 milyon dolar tutarında kamu ağırlıklı borç senedi satın alınmıştır. 1994 kriziyle birlikte, devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık yüzde 70 oranında azalmış ve 1.158 milyon dolar olmuştur. Türkiye'den en yüksek miktarda portföy yatırımı çıkışı ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6.711 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu miktarın 4.571 milyon dolarlık kısmı yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Türkiye'ye giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3.429 milyon dolar, 2000

yılında ise 1.022 milyon dolar olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye’de yaşanan finansal krizin etkisiyle net portföy yatırımları çıkışı 4.515 milyon dolar olarak gerçekleşmiş ve bunun yaklaşık 3,7 milyar dolarlık kısmı yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye’de istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımların dalgalanması, doğrudan yatırımlara göre daha yüksek olmuştur.

Uzun vadeli sermaye hareketleri açısından 1980’li yılların sonlarından 1990’lı yılların ortalarına kadar (1993 hariç) alınan kredilerin geri ödemeleri yeni alınan kredilerden daha fazla olmuş ve net uzun vadeli sermaye hareketlerinde çıkışlar yaşanmıştır. 1996 yılından 2000 yılına kadar ise, alınan krediler, geri ödemeleri aşmış ve uzun vadeli sermaye hareketlerinde girişler yaşanmıştır. En büyük net uzun vadeli sermaye çıkışı 1992 yılında 938 milyon dolar olarak gerçekleşirken en büyük net uzun vadeli sermaye girişi 2000 yılında yaklaşık 4,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında, 1,1 milyar dolar civarında net uzun vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2002 yılında ise yaklaşık 2,1 milyar dolar net uzun vadeli sermaye girişi olmuştur.

Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye girişleri, portföy yatırımlarına benzer şekilde istikrarsız bir seyir izlemiş ve yıllar itibariyle kısa vadeli sermaye hareketlerinde dalgalanmanın yüksek olduğu görülmüştür. 1990’lı yıllarda, Türkiye’ye giren kısa vadeli sermaye akımlarında artışlar olmuş ancak 1991 Körfez Savaşı ve 1994’de yaşanan ekonomik krizle beraber Türkiye’den büyük miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991’de çıkan net kısa vadeli sermaye miktarı yaklaşık 3 milyar dolar iken, 1994’te 5 milyar dolar civarında olmuştur. 1996 yılında Türkiye’ye 2,6 milyar dolar, 1998 yılında 1,3 milyar dolar, 1999 yılında 1 milyar dolar civarında net kısa vadeli sermaye girmiş iken, 2000 yılında net kısa vadeli sermaye girişi en yüksek seviyesine çıkararak 4,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1999 ve 2000 yılında giren net kısa vadeli sermayenin toplam sermaye girişi içerisindeki oranı ise sırasıyla yüzde 21 ve yüzde 44 olmuştur. Türkiye’de en yüksek miktarda net kısa vadeli sermaye çıkışı ise 2001 yılında yine finansal krizin etkisiyle 11 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. 2002 yılında ise yaklaşık 1,2 milyar dolar tutarında net kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır.

1987-2002 döneminde, ödemeler bilançosunu oluşturan hesaplara ait işlemlerin bir sonucu özelliğini taşıyan döviz kurlarındaki gelişmeler şu şekilde olmuştur. 1987 yılında 855,7 TL olan ortalama dolar kuru, dönem sonu olan 2002 yılında 1.504.598 TL olmuştur. Dönem içinde TL dolar karşısında en büyük reel değer kayıplarını kriz yılları olan 1994 ve 2001 yıllarında yaşamıştır. TL'nin dolar karşısındaki reel değer kaybı, 1994 yılında yüzde 64,1; 2001 yılında ise yüzde 41,7 oranında gerçekleşmiştir. Yine dönem içinde yıllık ortalama dolar kurunun reel değer kayıpları, 1989'da yüzde 14,0; 1990'da yüzde 37,4; 1995'te yüzde 34,2; 1998'de yüzde 12,9 ve 2002 yılında yüzde 22,0 olarak gerçekleşmiştir. Reel döviz kuru verileri açısından, döviz kurunu en değerli olduğu yıllar, 1990 ve 1991 yılları olmuştur. Bu yıllarda reel döviz kuru sırasıyla yüzde 94,5 ve yüzde 91,4 oranlarında gerçekleşmiştir. Reel döviz kuru en düşük değerlerini yine kriz sürecine denk gelen 1994 ve 2001 yıllarında sırasıyla, yüzde 66,7 ve yüzde 59,4 oranlarıyla almıştır. Düşük reel döviz kuru ile sermaye akımları girişi arasındaki yakın ilişki nedeniyle, bu olgunun kriz yıllarında tekrarlaması beklenen bir gelişmedir.

Tablo:2.30. Döviz Kurları

	Ortalama Dolar Kuru	Ortalama Dolar Kuru (% Değişim)	Ortalama Mark Kuru	Ortalama Euro Kuru	Reel Kur (1982 Ocak=100)
1987	855,7	----	477,8	----	77,2
1988	1.420,8	66,0	809,9	----	77,7
1989	2.120,8	49,3	1.130,0	----	81,8
1990	2.607,6	22,9	1.620,6	----	94,5
1991	4.169,9	59,9	2.511,5	----	91,4
1992	6.887,5	65,2	4.419,8	----	87,4
1993	10.986,0	59,5	6.635,8	----	86,6
1994	29.704,3	170,4	18.498,8	----	66,7
1995	45.673,5	53,8	31.916,3	----	75,9
1996	81.083,6	77,5	53.799,6	----	74,4
1997	151.429,0	86,8	87.084,2	----	74,0
1998	260.040,1	71,7	148.440,2	----	74,9
1999	417.581,0	60,6	226.835,0	443.650	71,2
2000	623.749,0	49,4	293.662,0	574.354	71,5
2001	1.222.921,1	96,1	558.660,1	1.092.644	59,4
2002	1.504.598,0	23,0	----	1.428.767	71,1

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr)

Tablo: 2.31. Uluslararası Döviz Rezervleri

	Rezerv Miktarı (Milyon Dolar)	Rezerv Miktarı (% Değişim)	Rezerv/İthalat (%)
1987	5.212	----	36,8
1988	6.428	23,3	44,8
1989	9.283	44,4	58,8
1990	11.387	22,7	51,1
1991	12.250	7,5	58,2
1992	15.252	24,5	66,7
1993	17.761	16,5	60,4
1994	16.514	-7,6	71,0
1995	23.317	41,2	65,3
1996	24.966	7,0	57,2
1997	27.138	8,7	55,9
1998	29.499	8,7	64,2
1999	33.751	14,4	83,0
2000	34.159	1,2	62,7
2001	30.192	-13,1	72,9
2002	38.067	26,1	73,8

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr)

Türkiye'nin ödemeler bilançosu hesaplarındaki bu gelişmeler sonucu sahip olduğu uluslararası rezervler şekillenmiştir. Buna göre, Merkez Bankası'nın döviz rezervleri 1987 yılında yaklaşık 5,2 milyar dolar iken 2002 yılında bu rakam yaklaşık 38 milyar dolara yükselmiştir. 1987-2002 döneminde uluslararası rezervlerde yalnızca kriz yılları olan 1994 ve 2001 yıllarında azalma gözlenmiş, onun dışında yıldan yıla sürekli artış eğiliminde olmuştur. Uluslararası rezervler 1994 yılında yüzde 7,6 oranında azalırken; 2001 yılında yüzde 13,1 oranında azalmıştır. Kriz yıllarındaki bu rezerv azalışları sermaye akımlarının ülkeyi terk etmesinden kaynaklanmıştır. 1990 sonrası dönemde en yüksek rezerv artışı yüzde 41,2 oranıyla 1995 yılında gerçekleşmiştir. En düşük rezerv artışı 2000 yılında gerçekleşmiş; uygulanan istikrar ve yapısal uyum programı çerçevesinde net iç varlıkların sabit tutulması hedefi doğrultusunda uluslararası rezervler yüzde 1,2 oranında artmıştır. Uluslararası rezervlerin cari işlemler ile olan ilişkisini açısından rezerv / ithalat oranlarına bakıldığında, özellikle 1999 yılında uluslararası rezervlerin, ithalat hacmine oranla oldukça fazla arttığı görülmektedir. 1999 yılındaki ithalat hacminden bağımsız rezerv artışının ardında uluslararası sermaye akımlarının girişindeki yoğunluk yatmaktadır. 1994 yılında uluslararası rezerv miktarının azalmasına rağmen, rezerv / ithalat oranında gözlenen diğer yıllara göre yüksek artışın ardında

ise yaşanan krizin bir sonucu olarak ithalat hacminin önemli oranda daralması yatmaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye'deki finansal liberalizasyon sürecinde, ekonomide meydana gelen en temel gelişmeler yukarıda ayrıntıları ile verilmiştir. Bu gelişmeler arasında öne çıkan olguların başında, dönem boyunca yaşanan iki ayrı finansal kriz gelmektedir. Türkiye'nin finansal liberalizasyon sürecinde yaşadığı 1994 ve 2001 krizlerinde belirleyici olan etkenlerin başında, artan kamu kesimi borçlanma gereğinin iç borçlanmaya ağırlık verilerek karşılanması tercihi geldiği düşüncesinden hareketle, çalışmanın devamında, gerekçeleri yukarıda belirlenen iç borçlanma tercihinin finansal sistem üzerindeki temel etkileri incelenecektir.

2.4. KAMU KESİMİ AÇIKLARININ FİNANSMANINDA İÇ BORÇLANMA TERCİHİ

Yukarıda, veriler aracılığı ile belirlendiği üzere, Türkiye ekonomisindeki en önemli sorunlardan biri kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksekliğidir. Bu sorunun, makroekonomik istikrarı bir bütün olarak etkiler boyuta varması sonucu, ekonomideki karar birimleri, kamu borçlanmasını kolaylaştıran mekanizmaları devreye sokarak finansal sistemi nominal olarak büyütmek durumunda kalmışlardır. Finansal liberalizasyon sürecinde bazı dönemlerde gözlenen düşük reel döviz kuru ve yüksek reel faizlerin uyardığı kısa vadeli sermaye akımları, ulusal finans sistemini nominal olarak büyütürken kamu kesimine borçlanma kolaylığı sağlamıştır. Ne var ki, bu tür sermaye akımlarının sürekliliğinin olmaması, kamu kesimine sağladığı borçlanma kolaylığını da kesintiye uğratmıştır.

Türkiye'de kamu kesimi açıklarının finansmanında yaşanan sıkıntının ana kaynağı, ulusal finansal sistemin, kamu finansmanını sağlayabilecek boyutta olmaması nedeniyle artan borçlanma maliyetlerinin, kamu kesimi borçlanma gereğini daha da arttıran bir kısır döngüye girmiş olmasıdır. Bu noktada, kamu kesimi finansman gereğinin mutlak değerinden ziyade, ulusal finansal piyasaların boyutları karşısındaki göreceli büyüklüğü bir anlam taşıyabileceğinden ulusal finansal sistemin büyüklüğünün ve derinliğinin tespiti önem taşımaktadır.

Öte yandan, 1990'larda, borç finansmanının yol açtığı harcama büyümesinden kaynaklanan, kamu harcamalarındaki sürekli genişleme nedeniyle kamunun finansal piyasalardaki baskısı ve payı sürekli artmıştır.³²⁹ Bu anlamda, Türkiye'de kamu ekonomisinin, finansal sistem üzerindeki belirleyicilik gücünün büyüklüğü, finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye'deki finansal derinlik ve baskı ölçütlerindeki gelişimin belirlenmesi aracılığıyla daha net ortaya konulabilecektir.

2.4.1. Finansal Derinlik ve Finansal Baskı Değerlerinin Gelişimi

Finansal derinlik kavramı ile, finansal sistemin büyüklüğü ve sahip olduğu ödünç verilebilir fon arzı miktarı ifade edilmektedir. Finansal sistemin büyüklüğünden kastedilen, mutlak bir büyüklük ölçüsünden ziyade göreceli bir büyüklüktür. Diğer bir ifadeyle, bir ülkenin finansal sisteminin derinliğinin ölçüsü o ülkenin makroekonomik koşulları tarafından belirlenir ve farklı makroekonomik koşullara sahip diğer bir ülkenin finansal sisteminin derinlik ölçüsü ile mutlak anlamda karşılaştırılması mümkün değildir.³³⁰

Finansal baskı kavramı ise, kamu sektörünün sahip olduğu borç stokunun finansal sistem içinde kapladığı göreceli büyüklüğü ifade etmektedir. Finansal derinlik ölçütünde olduğu gibi finansal baskı ölçütü de tüm ülkeler için geçerli mutlak bir büyüklük değil; her ülkenin kendi kamu borç stoku ve finansal sisteminin sahip olduğu büyüklüklerce belirlenen göreceli bir ölçüdür.³³¹

2.4.1.1. Ulusal Finansal Sistemin Derinliği ve Büyüklüğü

Finansal sistemin derinliğini belirlemeye yönelik en temel parasal gösterge, bankalardaki vadeli ve vadesiz mevduat, dolaşımdaki para ve döviz tevdiat

³²⁹ Nazif Ekzen, "Cumhuriyet'in Ortaçağı: Kamu Ekonomisinde Finansman Politikası Aracı Olarak İç Borçlanma (1984-1999)", (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan, **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s. 658.

³³⁰ Michael Klein and Giovanni Olivie, "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", **NBER Working Papers**, No: w7384, (October, 1999), s. 4.

³³¹ Carlos Arteta, Barry Eichengreen and Charles Wyplosz, "When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?", **NBER Working Papers**, No: w8414, (August, 2001), s. 19.

hesaplarının toplamından oluşan geniş tanımlı para arzının ulusal gelire oranlanması ile elde edilen (M2Y/GSMH) ölçüttür. Öte yandan, dar tanımlı para arzı (M2) ve toplam finansal varlık stokunun (TFVS) ulusal gelire oranlanması ile bulunan (M2/GSMH) ve (TFVS/GSMH) ölçütleri de finansal sistemin derinliğinin belirlenmesinde kullanılan diğer parasal göstergelerdir. Bu üç parasal gösterge, ekonominin genel gelişimi içinde finansal sistemin göreceli büyüklüğü hakkında fikir vermektedir.³³²

Tablo: 2.32. Ulusal Finansal Sistemin Derinleşme Göstergeleri

Yıllar	M2/GSMH (%)	M2Y/GSMH (%)	TFVS/GSMH (%)
1987	23,5	30,7	37,3
1988	21,1	28,4	35,1
1989	20,5	26,6	35,0
1990	18,0	23,5	32,0
1991	18,5	26,5	36,9
1992	17,3	26,6	42,0
1993	14,1	23,7	40,3
1994	16,2	30,7	46,4
1995	16,0	30,7	47,2
1996	19,5	35,9	58,2
1997	19,3	36,3	61,0
1998	21,3	37,8	63,9
1999	28,1	51,3	85,9
2000	24,8	44,6	79,4
2001	26,2	58,0	134,4
2002	22,5	48,9	108,5

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. (www.tcmb.gov.tr); Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr),

Türkiye’de finansal sistemin derinliğini belirlemeye yönelik göstergelerin yer aldığı tablodaki veriler, finansal derinleşmenin belirli oranda gerçekleştiğini kanıtlamaktadır. Buna göre; gerek GSMH’daki, gerekse kriz dönemlerinde finansal

³³² Klein and Olivie, a.g.m., s. 4; Arteta, Eichengreen and Wyplosz, a.g.m., s. 19; Fatih Özatay, Emin Öztürk ve Güven Sak, “1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları”, TUSIAD Yayınları, Yayın No: TUSIAD- T/96-1/189, İstanbul: (Ocak, 1996), s. 33.

piyasalarda yaşanan dalgalanmaların verilere yansımaları göz önüne alındığında, üç temel finansal derinlik kriterinin 1987-2002 sürecinde artış trendi izlediği söylenebilir.

Ayrıca dikkati çeken diğer bir konu, parasal ölçütlerin, toplam finansal varlıklar stokunun, ulusal gelire oranı olan (TFVS/GSMH)'ye göre daha düzenli bir seyir izlediğidir. Bunda, özellikle kriz dönemlerinde kamu borç stokundaki artış nedeniyle, toplam finansal varlıklarda yaşanan dalgalanmanın etkili olduğu söylenebilir.

Finansal derinleşme olgusuna para arzı değişkenleri açısından bakıldığında yapısal bir sorun göze çarpmaktadır. (M2/GSMH) ve (M2Y/GSMH) oranlarının gelişimi gözlemlendiğinde, 1987 yılında sırasıyla yüzde 23,5 ve yüzde 30,7 olan paylar 2002 yılına gelindiğinde yine sırasıyla yüzde 22,6 ve yüzde 48,9 olarak gerçekleşmiştir. (M2/GSMH) ve (M2Y/GSMH) göstergelerinin gelişimi açısından gözlenen bu büyük farkın ana kaynağının, M2Y'nin içerdiği döviz tevdiat hesaplarında yattığı açıktır. Yukarıda mevduatlarla ilgili tablolarda gösterilerek yorumlandığı üzere, finansal liberalizasyon sürecinde ekonominin sahip olduğu makroekonomik koşulların bir sonucu olarak ortaya çıkan para ikamesi eğilimi ile toplam mevduatlar içinde döviz cinsi mevduat hesaplarının vadeli ve vadesiz mevduat hesaplarına oranla reel olarak çok daha fazla artmış olması, banka mevduatları anlamındaki derinleşmenin kaynağını oluşturmuştur. Banka mevduatları açısından finansal piyasaların derinleşmesi olarak değerlendirilen bu gelişme aslında para ikamesi olarak adlandırılan önemli bir yapısal sorunun boyutunu da ortaya koyması açısından anlamlıdır.

Diğer ülkelerde finansal derinleşmenin vardığı noktalar ile Türkiye'deki durumun karşılaştırılması için IMF tarafından tanımlanan ve M2Y'ye karşılık gelen "Para + Para Benzerleri" değişkeni alınmıştır.³³³ Tablo'dan görüldüğü üzere diğer ülke finansal derinleşme ölçütleri ile kıyaslandığında Türkiye'nin finansal derinleşme göstergesi Arjantin ve Brezilya ile birlikte görece oldukça düşük düzeydedir. 1999 ve 2001 yılında gözlenen artış ise daha çok o yıllarda Türkiye'nin GSMH rakamında gözlenen azalıştan kaynaklanmıştır.

³³³ Özatay ve diğerleri, a.g.y., s. 34.

Tablo: 2.33. Ülkelerarası Finansal Derinleşme Ölçütlerinin Karşılaştırılması

	(Para + Para Benzerleri) / GSMH					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Japonya	110	110	116	122	123	127
İsrail	81	83	90	95	94	102
ABD	58	58	60	62	62	69
Kore	43	45	58	68	79	86
Endonezya	53	56	60	58	58	57
Yunanistan	67	66	62	67	64	-
Hindistan	46	48	50	53	56	58
Şili	39	40	42	48	46	46
Arjantin	24	28	30	32	33	28
Brezilya	28	29	31	31	29	29
Türkiye	37	37	39	53	46	60

Kaynak: IMF, *International Financial Statistics*, (March, 2003).

Finansal derinleşmeyi toplam finansal varlıklar açısından irdelediğimizde, tabloda yer alan (TFVS/GSMH) oranının, incelenen 1987-2002 döneminde yaklaşık üç kat arttığı gözlenmektedir. Bu doğrultuda, 16 yıllık dönem içerisinde ulusal finansal varlıklarda nerede ise düzenli bir artış trendinin söz konusu olduğu söylenebilir. Gerekçesi yukarıda daha önce belirtildiği üzere, kamu bankalarının görev zararları ve TMSF'ye devredilen banka borçlarına karşılık piyasaya çıkarılan yüksek miktardaki kamu borçlanma araçlarının TFVS içine dahil edilmesi nedeniyle, 2001 ve 2002 yılları bu düzenli artış trendini bozan yıllar olarak dikkat çekmektedir. Aynı nedenle, 2001 ve 2002 yıllarında kamu menkul kıymet stoku, önemli bir oranda artmıştır. Söz konusu bu artış oranı, finansal varlık stokunun arttığı ve Türkiye'deki menkul kıymet piyasalarının derinleştiğinin bir kanıtı olmakla beraber gelişmenin içeriği dikkate alındığında yine çok ciddi bir yapısal sorun ile karşılaşılmaktadır.

Tablo: 2.34. Ulusal Toplam Finansal Varlık Stoku
(Milyar TL)

	TOPLAM MEVDUAT	Özel Kesim Menkul Kıymetleri	Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	TOPLAM MENKUL KIYMETL.	TOPLAM FİNANSAL VARLIKL.
1987	20.507	2.100	5.361	7.461	27.968
1988	33.067	3.840	8.407	12.247	45.314
1989	57.060	7.993	15.485	23.478	80.539
1990	85.500	16.077	25.370	41.446	126.946
1991	154.662	34.472	44.700	79.172	233.833
1992	267.957	60.643	134.874	195.517	463.474
1993	422.928	111.869	270.993	382.863	805.791
1994	1.104.520	130.831	568.055	698.886	1.803.406
1995	2.205.905	295.452	1.202.303	1.497.785	3.703.690
1996	5.428.048	441.392	2.848.910	3.290.302	8.718.350
1997	10.896.635	931.293	6.093.227	7.024.520	17.921.155
1998	20.488.100	1.898.773	11.789.687	13.688.460	34.176.560
1999	40.114.008	3.795.736	23.302.854	27.098.590	67.212.598
2000	56.002.512	6.867.988	36.802.214	43.670.202	99.672.714
2001	104.915.488	10.517.096	122.930.009	133.447.113	237.214.746
2002	132.697.588	13.176.817	150.938.526	164.115.343	296.812.931

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. (www.tcmb.gov.tr); Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr),

Yapısal bir bozukluğu göstermesi adına detaya girip, ulusal toplam finansal varlık stokunun dağılımını yansıtan tablolar incelendiğinde, toplam finansal varlık stokunun içinde toplam mevduatların payının önemli oranda azaldığı buna karşın, toplam menkul kıymetler stoku payının dönem boyunca iki kattan fazla artmış olduğu görülmektedir. Ne var ki, ihraç edilen menkul kıymet kompozisyonuna bakıldığında, toplam menkul kıymet stokunun yaklaşık yüzde 90'ının kamu kesimine ait olduğu anlaşılmaktadır. 2002 yılı itibariyle ulusal gelire oran olarak, toplam finansal varlıklar içerisinde menkul kıymetlerin payı yüzde 58,9 olmasına karşın, bu büyüklüğün içerisinde kamu kesimi iç borçlanma araçları payının yüzde 53,9'a ulaştığı görülmektedir.

Tablo: 2.35. Ulusal Finansal Varlık Stokunun Dağılımı
(Toplam içinde % paylar)

	TOPLAM MEVDUAT	Özel Kesim Menkul Kıymetleri	Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	TOPLAM MENKUL KIYMETL.	TOPLAM FİNANSAL VARLIKL.
1987	73,3	7,5	19,2	26,7	100,0
1988	73,0	8,5	18,6	27,0	100,0
1989	70,8	9,9	19,2	29,2	100,0
1990	67,4	12,7	20,0	32,6	100,0
1991	66,1	14,7	19,1	33,9	100,0
1992	57,8	13,1	29,1	42,2	100,0
1993	52,5	13,9	33,6	47,5	100,0
1994	61,2	7,3	31,5	38,8	100,0
1995	59,6	8,0	32,5	40,4	100,0
1996	62,3	5,1	32,7	37,7	100,0
1997	60,8	5,2	34,0	39,2	100,0
1998	59,9	5,6	34,0	40,1	100,0
1999	59,7	5,6	34,7	40,3	100,0
2000	56,2	6,9	36,9	43,8	100,0
2001	43,7	4,4	51,8	56,3	100,0
2002	41,1	4,9	53,9	58,9	100,0

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. (www.tcmb.gov.tr); Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr).

Toplam ulusal finansal varlık stokunun yarısından fazlasının, toplam menkul kıymet stokunun ise yaklaşık yüzde 90'ının kamu kesimi iç borçlanma araçlarından oluştuğu bir ortamda gerçekleşen finansal derinleşme performansının, finansal liberalizasyon yaklaşımının öngörülerıyla uyduğunu söylemek mümkün değildir. Çünkü, yukarıda daha önce belirtildiği gibi, teorik öngörü doğrultusunda, gerçekleşecek finansal derinleşmenin, ekonomik büyüme için gerekli yatırım olanaklarında değerlendirilecek fonların miktarını artırması beklenmektedir. Türkiye'deki finansal derinleşme olarak algılanan gelişme ise, teorik öngörünün tersine bir sonuç yaratarak, yatırılabilir fonların kamu kesimi açıklarının sürdürülebilirliğine hizmet etmesi ile sonuçlanmıştır.

Toplam ulusal finansal varlık stoku içinde toplam menkul kıymetlerin payının artmış olması yanında, Türkiye'deki finansal sistemin ulaştığı derinliğin içeriğini

daha açık belirleyebilmek için menkul kıymet stokunun kesimler arasındaki dağılımının ortaya konulması ile daha anlamlı yargılara varmak mümkün olacaktır.

2.4.1.2. Toplam Menkul Kıymet Stokunun Kesimler Arasında Dağılımı

Kamu kesimi borçlanma gereğinin doğrudan finansmanı tercihi doğrultusunda, ulusal finansal sistemin hacmi görece genişlemediği sürece, kamu kesimi borçlanma gereğinin karşılanabilmesi ancak sistemden fon talep eden özel kesimin dışlanması ile mümkün olmaktadır. Tablodan da görülebileceği gibi toplam menkul kıymet stoku içindeki kamu kesimi payı 2001 ve 2002 yılı için yüzde 92'ye çıkarken buna bağlı olarak özel kesimin payı dönem başı olan 1980'lerin sonunda yüzde 30'lar düzeyinde iken, dönem boyunca azalarak 2001 ve 2002 yıllarında yalnızca yüzde 8 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle, dönem boyunca genel olarak artış eğiliminde olan toplam menkul stoku içindeki kamu kesimi menkul stokları, dönem sonu itibarıyla özel kesime ait menkul kıymetleri finans sisteminden dışlamıştır. Bu bağlamda, toplam ulusal finansal varlıklardaki artış nedeniyle TFVS/GSMH finansal derinlik ölçütünde ortaya çıkan artışa dayanarak, Türkiye'de finansal sistemin derinleştiği yargısına varmak suretiyle, finansal sistemin yukarıda belirtilen temel fonksiyonlarından olan ödünç verilebilir fonların etkin tahsisini gerçekleştireceği yanılığısına düşmek mümkündür. Dolayısıyla yaklaşık yüzde 90 oranında kamu menkul kıymetlerinden oluşan toplam menkul kıymet stokunun artarak, yaklaşık yarısını oluşturduğu ulusal finansal varlık stokunu arttırmış olması, ulusal finansal sistemin derinlik kazanarak yatırımlara daha etkin fon sağlayacağı ve ekonomik büyümeyi arttıracığı anlamı taşımamaktadır.

Tablo: 2.36. Toplam Menkul Kıymet Stokları
(Milyar TL)

	Özel Kesim Menkul Kıymetleri					Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri					Genel Toplam
	Hisse senedi	Tahvil	Diğer	Toplam	%	Devlet tahvili	Hazine Bonosu	Diğer	Toplam	%	
1987	1.614	0	486	2.100	28	2.407	1.923	1031	5.361	72	7.461
1988	3.132	539	169	3.840	31	4.880	2.542	985	8.407	69	12.247
1989	6.727	776	490	7.993	34	10.863	3.537	1.085	15.485	66	23.478
1990	14.476	1.391	209	16.076	39	18.801	5.469	1.100	25.370	61	41.446
1991	32.304	1.656	532	34.492	44	24.678	18.258	1.763	44.699	56	79.191
1992	49.139	1.671	9.799	60.609	39	86.388	42.247	6.240	134.875	69	195.484
1993	71.286	1.685	37.781	110.752	29	190.506	64.488	15.886	270.880	71	381.632
1994	109.239	1.412	20.231	130.882	18	232.825	304.230	60.860	597.915	82	728.797
1995	223.803	2.354	69.295	295.452	20	511.769	631.298	59.266	1.202.333	80	1.497.785
1996	424.725	2.719	13.948	441.392	13	1.250.154	1527.837	70.918	2.848.909	87	3.290.301
1997	909.295	3.897	18.101	931.293	13	3.570.811	2374.990	147.426	6.093.227	87	7.024.520
1998	1.885.946	5.494	7.334	1.898.774	14	5.771.980	5840.906	176.292	11.789.178	86	13.687.952
1999	3.793.195	2.532	8	3.795.735	14	19.683.393	3236.753	382.708	23.302.854	86	27.098.589
2000	6.866.817	1.163	0	6.867.980	16	34.362.937	2057.684	381.593	36.802.214	84	43.670.194
2001	10.515.933	1.163	0	10.517.096	8	102.169.784	20.029.334	730.892	122.930.010	92	133.447.106
2002	13.176.817	0	0	13.176.817	8	112.849.835	37.019.856	1.068.835	150.938.526	92	164.115.343

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr).

Sonuç olarak, finansal liberalizasyon sürecindeki yurtiçi finansal sistemin derinleşmesi ve büyümesi olgusu aslında önemli oranda kamu kesimi iç borçlanma araçlarından oluşan menkul kıymet stoku artışı ve ulusal paranın ikamesinin bir göstergesi olan döviz tevdiat hesaplarının artışından ibaret kalmıştır. Bu nedenlerden dolayı, Türkiye’de parasal değişkenler aracılığıyla elde edilen finansal derinleşme göstergeleri, sayısal büyüklük olarak yetersizliklerinin yanı sıra içerik olarak da üretken yatırımlara fon sağlama fonksiyonunu gerçekleştirmekten çok uzak görünmektedirler.

2.4.1.3. Kamu Kesiminin Ulusal Finansal Sistem Üzerindeki Baskısı

Yukarıda belirtildiği üzere, finansal baskı, kamu borç stokunun finansal sistem içerisindeki göreceli büyüklüğüne bağlı olarak şekillenen bir kavramdır. Bu anlamda, kamu kesimi borçlanma gereğinin ulusal finansal sistem üzerinde yarattığı baskının temel göstergelerinden birisi, faiz oranlarının düzeyidir. Çünkü, ulusal finansal piyasaların sahip olduğu büyüklük, kamu kesiminin finansman gereksinimini karşılamakta yetersiz kaldığında faiz oranlarının artması doğal bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu bağlamda, finansal sistem üzerindeki baskının derecesini belirlerken, iç borç stoku ile finansal sistemin derinliği ve büyüklüğünü veren M2, M2Y ve toplam finansal varlık stoku değişkenleri ilişkilendirilmektedir. Diğer bir ifadeyle, kamu iç borç stokunun bu değişkenlerden her birine oranı, değişik düzlemlerdeki finansal baskı seviyelerini göstermektedir. Ne var ki, bazı ülkelerin iç borç stoku, ulusal gelirine nazaran çok yüksek bir değerde iken, finansal piyasa derinliklerinin yüksek olması, kayda değer bir finansal baskı yaratmazken, bazı ülkelerde iç borç stokunun GSMH'ya oranı düşük olduğu halde, finansal piyasalarının sığ olması önemli ölçülerde finansal baskıya maruz kalmaları sonucunu doğurabilmektedir. Bu nedenle finansal derinlik ve finansal baskı ölçüleri beraberce değerlendirildiklerinde anlamlı bir sonuca erişmek mümkün olabilmektedir.³³⁴

Tablodaki verilerden yola çıkarak, finansal baskının sayısal büyüklüğünü ortaya koyan en temel gösterge olan, kamu borçlanmasına ait reel faiz oranı dikkate alındığında, 1990 yılından sonra ulusal finans piyasalarında 1994 yılına kadar sürekli artan belirgin bir kamu kesimi baskısı olduğu görülmektedir. 1995 yılında oldukça artan kamunun finansal baskısı 1998 yılına kadar görece azaldıktan sonra 1998 yılında incelenen dönemin en yüksek düzeyinde gerçekleşmiştir. 1999 yılında görece azalan finansal baskı 2000-2001 yıllarında diğer yıllara oranla oldukça azaldıktan sonra 2002 yılında yine artmıştır. Altı çizilmesi gereken nokta, ulusal finans piyasalarındaki kamu finansal baskısının, kriz sürecinin yaşandığı 1994, 2000 ve 2001 yıllarında, diğer yıllara oranla önemli oranda azalmış olmasıdır. Diğer finansal

³³⁴ Klein and Olivie, a.g.m., s. 4.

baskı göstergelerinde aynı olgunun gözlenmiyor olması, iç borç stokuna 2001 yılında gelen ve nedeni daha önce açıklanmış olan önemli miktardaki ek yük nedeniyle olduğu gibi, aynı zamanda 1994 yılında gerçekleşen yüzde 106,3 oranındaki enflasyon da, iç borç stoku ile belirlenen finansal baskı göstergeleri ile reel faiz oranının ortaya koyduğu finansal baskı derecesi arasında farklılık yaratmıştır

Tablo: 2.37. Ulusal Finansal Baskı Göstergeleri
(%)

	İç Borç Stoku/M2	İç Borç Stoku/M2Y	İç Borç Stoku/Top. Finansal Varlıklar	İç Borçlanma Reel Faiz Oranı
1987	97,6	74,9	61,6	-3,0
1988	104,6	77,5	62,8	-3,3
1989	89,0	68,4	52,1	-1,5
1990	79,9	61,2	45,0	3,6
1991	83,4	58,1	41,8	13,4
1992	101,8	66,1	41,9	16,3
1993	122,4	75,5	44,3	17,0
1994	124,4	66,9	44,3	5,9
1995	107,1	56,4	36,7	34,0
1996	107,7	58,6	36,1	27,2
1997	111,0	58,9	35,1	19,0
1998	101,7	57,5	34,0	44,2
1999	101,4	57,1	34,1	28,6
2000	111,0	63,7	36,5	4,1
2001	260,0	117,3	51,5	4,0
2002	244,9	112,3	68,0	25,2

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr); Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002, (www.hazine.gov.tr).

Kamu kesimi borçlanma gereksiniminin artmasına bağlı olarak finansal sistem üzerinde oluşan finansal baskının boyutunu, kamu kesimi borçlanma gereğinin (KKBG) ve konsolide bütçe nakit açığının (KBNA) geniş tanımlı para arzına (M2Y) oranları ile de ölçmek mümkündür. Bir akım değişken olan konsolide bütçe nakit açığı, bir stok değişken niteliğindeki geniş tanımlı para arzına oranlandığında,

finansal piyasaların büyüklüğü ile kamu kesimi borçlanma gereksiniminden kaynaklanan baskının süreç içinde gözlenmesi olanaklı hale gelmektedir.³³⁵

Tablo: 2.38. Kamu Kesimi Açıklarının Mali Sistem Üzerindeki Finansal Baskısı

	Konsolide Bütçe Nakit Açığı (KBNA) / M2Y (%)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG) / M2Y (%)
1987	11,3	19,8
1988	10,9	17,0
1989	12,5	20,0
1990	12,8	31,5
1991	19,9	38,4
1992	16,1	39,7
1993	28,3	50,7
1994	12,7	25,7
1995	13,1	16,2
1996	23,0	24,1
1997	21,0	21,3
1998	19,3	24,8
1999	23,1	30,3
2000	24,5	26,4
2001	28,0	27,1
2002	31,2	26,1

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, (www.dpt.gov.tr),

Tablodaki konsolide bütçe nakit açığının geniş tanımlı para arzına oranını yansıtan (KBNA/M2Y) ve kamu kesimi borçlanma gereğinin yine geniş tanımlı para arzına oranını yansıtan (KKBG/M2Y) serilerinin aldığı değerler incelendiğinde, bütçe açığından kaynaklanan kamu kesimi finansman gereksiniminin, mali piyasalar üzerinde yarattığı ve yıldıan yıla artan finansal baskıyı gözlemek mümkündür. Mali

³³⁵ Güven Sak, "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerine Etkileri", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 110, (Mayıs 1995), s. 38; Mahir Fisunoğlu, "1990-1999 Yılları Arasında Merkez Bankası ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler ve Para Politikası Üzerine Gözlemler", (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan, *İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s. 281.

piyasalar üzerinde gittikçe artan bu finansal baskı, bütçe açığı ve ona bağlı olarak oluşan kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki artış hızının, ulusal finansal varlık stokunun büyüme hızından fazla olmasından kaynaklanmaktadır. 1994 ve 2000-2001 krizleri öncesine denk gelen yıllarda kamu kesimi açıklarının mali sistem üzerindeki finansal baskısını yansıtan büyüklüklerde önemli artışlar gözlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, kriz öncesine denk gelen yıllarda, kamu kesimi borçlanma gereksinimi ulusal finansal sistemin hacmini zorlar boyutlara ulaştığından, daha önce yukarıdaki tablolar aracılığı ile belirlendiği üzere, iç borçlanma maliyetleri artmış ve vadeler kısalmıştır. Bu süreçte, kamu kesimi borçlanma gereğinin artışına bağlı olarak mali piyasalar üzerinde kamu kesiminin finansal baskısı giderek artmıştır.

Yukarıda elde edilen, Türkiye'deki finansal liberalizasyon sürecinde gelişen finansal baskı ölçütleri, kamu kesimi borçlanma gereğinin büyüklüğüne bağlı olarak artan iç borçlanmanın ulaştığı boyutu yansıtmaktadır. Finansal baskının yüksekliği aynı zamanda, Türkiye'deki finansal sistemin temel olumsuzluklarından olan, piyasa faiz oranlarının yüksekliği, sınırlı kredi hacmi ve özel sektörün finansal piyasalardan dışlanması olgularına açıklama getirmektedir.

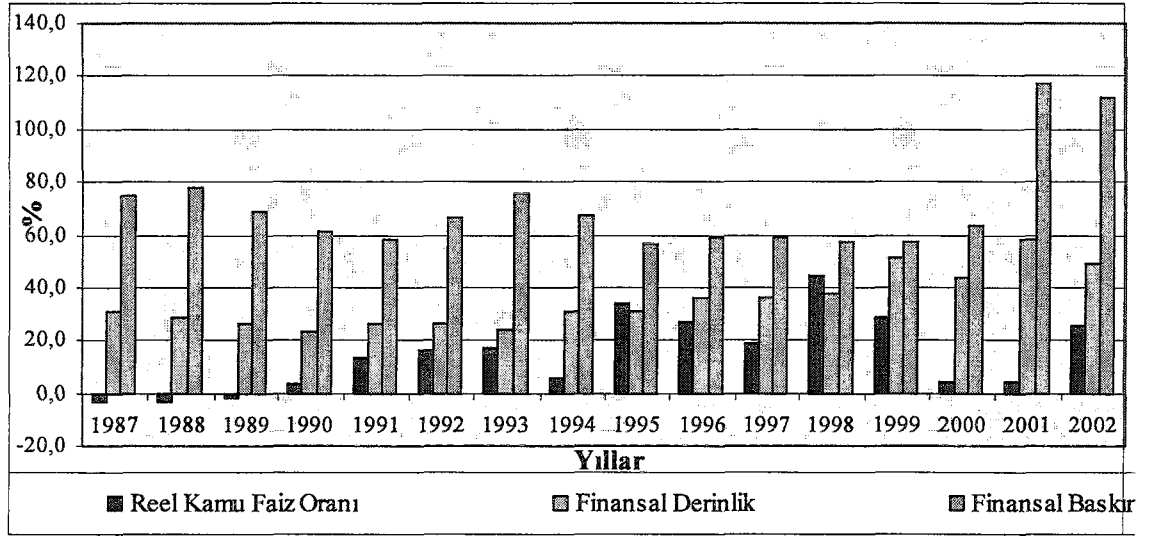
2.4.2. İç Borçlanmanın Ulusal Finansal Sistemdeki Önemi

Yukarıda değinildiği gibi, 1990 sonrası dönemde Türkiye'deki finansal piyasalarda ortaya çıkan kamu kesimi kaynaklı finansal baskı, kamu kesimi borçlanma gereksiniminin bir sonucu olarak giderek etkisini arttırmıştır. Ulusal finansal sistemin sahip olduğu büyüklük, kamu kesimi borçlanma gereğinin artışına ayak uyduramamıştır. Türkiye'de yalnızca kamu kesimi borçlanma araçları ve para ikamesi olgusunun artışından oluşan finansal derinlik nedeniyle, ulusal finansal sistemde kamunun ödünç verilebilir fonlara olan talebinin artması, iç borçlanma faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Türkiye'deki yüksek reel faiz oranları, bir politika tercihi değil, önemli oranda kamu iç borç servisinin sürdürülmesi gereğinin bir sonucudur. Daha önce de belirtildiği üzere, alınan borçların, geri ödeme kapasitesi oluşturmayacak şekilde kullanılması sonucunda, borç geri ödemelerinin vergi gelirleriyle ya da yeni borçlanma yoluyla karşılanması gerekmektedir. Vergi gelirleri yeterli olmadığından bu durum borçların sürekli olarak artmasıyla

sonuçlanmaktadır. Artan borç stoku nedeniyle ödenmesi gereken faiz oranları da giderek artmaktadır. Artan iç borçlanma faiz oranları, iç borç stokunun daha da artmasına ve dolayısıyla giderek kötüleşen bir kısır döngüye yol açarak sonuçta iç borç stokunun ve iç borç faiz ödemelerinin ulusal gelir içindeki paylarının yüksek düzeylere varmasına yol açmıştır.

Yukarıdaki tablolar aracılığı ile ortaya konulan iç borç stoku/GSMH oranının yüksekliği, iç borçların ekonomideki ağırlığını net bir şekilde göstermektedir. İç borç stokunun GSMH içindeki payını belirleyen temel unsurlardan olan, reel faiz oranı, reel büyüme oranını aştığında, iç borç stoku/GSMH oranı yükselmektedir.³³⁶ Finansal derinliğin artmasının reel faiz oranlarını azaltması, buna karşın finansal baskı artışının ise reel faiz oranlarını arttırması beklenen bir sonuçtur. Bu doğrultuda, Türkiye'deki finansal piyasalar için yukarıda tespit edilen, finansal derinliğin ve finansal baskının arttığı gerçeğinin reel faiz oranı üzerindeki etkisi de “derinlik” ve “baskı”nın göreceli ağırlıklarına göre şekillenmiştir. Şekilde, finansal derinlik, finansal baskı ve reel faiz oranının, incelenen 1987-2002 dönemindeki gelişimleri yansıtılmaktadır. Şekilden de görülebildiği gibi, reel iç borçlanma faiz oranı ile finansal derinlik ve finansal baskı arasındaki beklenen ilişki tespit edilememektedir. 1990'ların ikinci yarısında artan finansal derinliğin ekonomideki reel faiz oranlarını azaltması beklenirken aksine aynı süreçte reel faiz oranlarının da arttığı gözlenmiştir. Beklentilerin aksine gerçekleşen bu durumda etken olan ana faktör, daha önce belirtildiği üzere, Türkiye'de finansal sistemin derinleştiğini gösteren rakamsal gelişimin önemli oranda para ikamesinden kaynaklandığı ve bunun da reel faiz oranlarını düşürmesi beklenen ödünç verilebilir fon arzında ve finansal sistemin etkinliğinde bir artışa yol açmamasıdır. Bu doğrultuda, Türkiye'de reel kamu faiz oranlarının, beklentilerin aksine finansal sektöre ait temel değişkenlerden daha çok, belirleyici başka faktörlerin etkisi altında kaldığı söylenebilir.

³³⁶ Özatay, Öztürk ve Sak, a.g.e., s. 22.



Şekil: 2.1. Türkiye’de Kamu Borçlanma Reel Faiz Oranı, Finansal Derinlik ve Finansal Baskı Ölçülerinin Gelişimi

Türkiye’de kamunun iç borçlanmada karşılaştığı yüksek reel faiz oranlarının ortaya çıkmasında belirsizlik ortamı önemli bir rol oynamaktadır. Türkiye’de enflasyon beklentilerinde görülen belirsizlik ve dalgalanmalar tasarruf sahiplerinin geleceğe yönelik enflasyon beklentilerine bağlı risk primini yükseltmektedir. Bu çerçevede kamu kesiminin para basma yönündeki tercihleri değiştiğinde, enflasyon beklentisi de buna bağlı olarak değişeceğinden, bu konularda belirsizlik arttığında risk primi artsa bile, tasarruf sahipleri piyasayı terk etmektedirler.³³⁷

Türkiye’de enflasyon oranına bağlı belirsizlik ile reel faiz oranları arasında doğru yönlü bir ilişki olduğu açıktır.. Buna bağlı olarak tasarruf sahipleri enflasyondaki belirsizlik riskini en aza indirmek için, vadeyi kısaltıp devlete daha kısa süreli borç verme yoluna gitmektedir. Böylelikle kamu kesiminin davranış değişikliği riskini azaltmaktadır. Bu da reel faiz oranı ile borçlanma vadesi arasında negatif bir ilişki doğurmaktadır. Tasarruf sahiplerinin davranışını yönlendiren diğer bir öge de iç borç stokunun büyüklüğüdür. İç borç stoku ne kadar büyürse, kamunun davranışını değiştirme riski (diğer bir ifade ile tasarruf sahiplerini aldatma ihtimali) o kadar artmakta, borçlanma vadesi kısaltmakta, bu da borç stokunun yılda birkaç kez döndürülmesi sonucunu doğurmaktadır. Kamu kesimi iç borçlanma araçlarının,

³³⁷ Hakan Berument ve Kamuran Malatyalı, "Determinants of Interest Rates in Turkey", *The Central Bank of Republic of Turkey, Discussion Paper*, No:9902, 1999, s. 16.

hanehalkı tarafından finansal servetin bir unsuru olarak kabul edildiği ekonomilerde, para arzı ve para talebinin veri olduğu koşullar altında, faiz oranlarının artması beklenen bir sonuçtur. Çünkü, kamu iç borç stokunun finansal sistem içindeki payının yükselmesi ile kamu kesimi borçlanma araçlarını portföylerinde tutmanın yatırımcılar açısından riski artmaktadır. Bu nedenle, kamu iç borç stokunun yüksek olduğu koşullarda, tasarruf sahiplerinin kamu iç borçlanma araçlarına yatırım yaparken gözecekleri risk priminin bir miktar yüksek olması, diğer bir ifadeyle iç borçlanma faiz oranının yükselmesi doğal bir sonuçtur.³³⁸ Öte yandan, iç borçlanma faiz oranlarının yüksekliği nedeniyle, ekonomide yer alan birimler açısından, kamuya borç verenlere bir reel kaynak aktarımı söz konusu olmakta ve bu da gelir dağılımını önemli oranda bozucu öğeler içermektedir.

Türkiye’de iç borçlanma faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açan belirsizlik ortamının diğer bir belirleyicisi ise, Türkiye’nin sahip olduğu siyasi yapıdır. Özellikle 1990 sonrası dönemde siyasi iktidarları oluşturan hükümetlerin sık sık değişmesi ve hükümetlerin koalisyon tarzı yapılarının finansal piyasalarda bir risk faktörü olarak algılanması iç borçlanma faizlerine artış yönünde etki etmiştir. Öte yandan, siyasi destek sağlamak için mali genişleme süreci oluşturmak gibi popülist yaklaşımların sıkça gözlenmesi, cari kamu harcamalarında ilave artışlarla sonuçlandığından, beraberinde kamu kesimi açıklarının büyümesi ile başlayan ve iç borçlanma faizlerinin daha da artması ile sonuçlanan sürece katkı sağlamaktadır.³³⁹ Türkiye’deki mevcut siyasi yapının bir uzantısı olarak piyasada faiz oranlarını arttıran bir diğer faktör, kamu bankalarının yüksek miktardaki nakit açıkları olmuştur. Çünkü, kamu bankaları nakit açıklarını kapatabilmek için para piyasalarında yüksek orandaki faizlere rıza göstermek durumunda kalmışlardır. Kamu bankalarının nakit açıklarının bir kısmı, Hazine’nin bankalara olan görev zararı borçlarından kaynaklanmış ve bu mekanizma içinde Hazine, faiz oranlarının yükselmesinden çift yönlü zarar görmüştür.

³³⁸ Berument ve Malatyalı, a.g.m., ss. 16-17.

³³⁹ C. Emre Alper ve Ziya Öniş, “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, *Doğu-Batı Dergisi*, Sayı: 17, (Kasım-Aralık-Ocak 2001-02), s. 208.

Diğer taraftan, kamu kesimi borçlanma gereksiniminin iç borçlanma yoluyla doğrudan finansmanı tercihi doğrultusunda artan yurtiçi reel faiz oranlarının bir sonucu olarak TL cinsinden mali varlıkların talebi, döviz cinsinden mali varlıklara oranla artmaktadır. Yukarıda yer alan mevduat hesaplarını içeren tabloda görüldüğü üzere, özellikle 1996 ve 1998 yıllarında TL cinsi mevduat reel faiz oranlarının sırasıyla yüzde 13,4 ve yüzde 10,3 oranında artması sonucu, vadeli mevduat hesaplarının miktarı 1996 yılında reel olarak yüzde 72,4; 1998 yılında reel olarak yüzde 21,8 artarken, 1998 yılında döviz cinsi mevduat hesaplarının miktarı reel olarak yüzde 24,6 oranında azalmıştır. Artan yurtiçi reel faiz oranlarının bir sonucu olarak, TL cinsinden mali varlıkların talebindeki bu göreceli artış, TL'nin reel anlamda değer kazanmasına yol açmaktadır. Sonuçta, iç borçlanma oranlarındaki artışa paralel olarak kurun değerlenmesi söz konusu olmaktadır.

İç borçlanma reel faiz oranlarının yüksekliği aynı zamanda uluslararası kısa vadeli sermaye akımlarını da uyarmak suretiyle önemli oranda portföy yatırımı girişine yol açmaktadırlar. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış, ulusal para piyasalarındaki arz-talep oluşumunun bir sonucu olarak döviz kurunun reel olarak değer kaybetmesi ile sonuçlanmaktadır. Yukarıdaki tablolarda görüldüğü üzere, Türkiye'ye en yoğun kısa vadeli sermaye akımı girişinin olduğu 1993 ve 1999 yıllarında döviz kurunun reel olarak değer kaybetmiş olması, sermaye akımları girişi ile kurun reel değer kaybı arasındaki ilişkiyi kanıtlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, sermaye hareketlerindeki artış ve ulusal paranın reel olarak değerlenmesi, yüksek yurtiçi reel faiz oranlarının kaçınılmaz sonuçlarıdır.

Yukarıda ayrıntılarıyla incelenen özel sabit sermaye yatırımları ve kredi hacmi ile ilgili verilere göre özellikle 1997 yılı sonrasında Türkiye'deki özel sabit sermaye yatırımları ve bu yatırımların finansman kaynağını oluşturan ulusal net kredi hacmi reel olarak önemli oranda azalmıştır. 1998-2002 döneminde net kredi hacmi reel olarak yılda ortalama yüzde 21 oranında azalırken; aynı dönemde, özel sabit sermaye yatırımları reel olarak yılda ortalama yüzde 20,68 oranında azalmıştır. Bu sayısal büyüklükler, kamu kesiminin finansal piyasalarda oluşturduğu baskının bir sonucu olarak, özel kesim fon talebinin, finansal sistemden dışlanması olgusunun açık bir göstergesidir. Bu doğrultuda, finansal sistemden beklenen, oluşturulan kredi

havuzundan üretken yatırımların finanse edilmesi fonksiyonu, özellikle 1997 yılı sonrasında Türkiye’de geçerliliğini yitirmiş görünmektedir.

Yükselen faiz oranlarının özel kesim üzerinde iki farklı etkisi söz konusu olmuştur. İlk olarak, kamunun yatırılabılır fonlara olan talebinin artmasına paralel olarak kamu finansal araçlarının sahip olduğu yüksek getiri ve düşük risk özellikleri finansal yatırımcıları özel sektör yatırım araçlarından uzaklaştırarak kamu kesimi borçlanma araçlarına yönlendirmiştir. İlk etkiye bağlı olarak ortaya çıkan ikinci etkide ise, özel kesime ait finansal araçların değer yitirmesi sonucu öz kaynaklara dayalı ve borçlanma yoluyla finansman olanakları önemli oranda daralmıştır. Sonuç olarak, yatırılabılır fonlara yönelik aşırı kamu kesimi talebi, fon maliyetlerini artırmak suretiyle özel kesim reel yatırım kararları üzerinde caydırıcı etki yaratmış, özel girişimciyi finansal piyasalardan dışlamış ve buna bağlı olarak istihdam düzeyinin azalmasına ve gelir dağılımı dengesinin bozulmasına yol açmıştır. 1999 yılında çıkarılan kamu borçlanma araçlarının, bankacılık sektörünün özel sektöre açtığı kredi toplamının yaklaşık iki katı olması, Türk finansal piyasalarında özel sektör yatırımlarının dışlanması konusunda önemli bir kanıt oluşturmaktadır. Kamu kesiminin özel sektörü finansal piyasalardan dışlama etkisinin ne denli güçlü olduğunun çarpıcı bir diğer göstergesi, 1990’ların sonu itibariyle, Türkiye’de menkul kıymet olarak yalnızca iki adet yatırım aracının kalmış olmasıdır ki, bunlar kamu tahvil/bonoları ve hisse senetleridir. 1997 yılına kadar piyasalarda var olan özel sektör tahvili, finansman bonusu ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi özel sektör finansman gereğinin karşılanmasına yönelik yatırım araçları piyasası yok olmuştur.³⁴⁰

Bu süreçte, Türkiye’deki finansal sistemin tamamına yakını bankacılık kesiminin oluşturması nedeniyle, iç borçlanma tercihinin bankacılık sistemi üzerindeki etkilerini belirlemek suretiyle, özel yatırımların finansal sistemden dışlanması olgusunun arka planı ortaya konulabilecektir.

³⁴⁰ Korkut Boratav ve Yılmaz Akyüz, “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 197, (Ağustos, 2002), s. 25.

2.4.3. İç Borçlanma Tercihî Bankacılık Kesimi İlişkisi

Türkiye’de giderek artan kamu kesimi açıklarının yüksek getirili kamu iç borçlanma senetleri ile finanse edilmesi tercihinin bir sonucu olarak faiz oranlarının yükselmesi, bankacılık kesimini asıl faaliyet alanından uzaklaştırarak kamu finansman araçlarının ticaretini yapan kurumlar haline getirmiş ve bu yolla önemli kârlar elde etmelerine neden olmuştur. Tablodan da görülebileceği gibi, 1987-2002 döneminde kamu kesimi borçlanma araçlarının, yıldan yıla değişmesine karşın yüzde 72 ile yüzde 93 oranındaki kısmı bankacılık kesimi tarafından satın alınmıştır. 2002 yılı itibariyle yukarıda daha önce tespit edildiği gibi, ulusal finansal varlık stokunun yüzde 53,9’unu kamu kesimi menkul kıymetlerinin oluşturduğu bir finansal sistemde, söz konusu kamu kesimi menkul kıymetlerinin yüzde 80’i bankacılık kesimi tarafından satın alındığı göz önüne alınacak olursa, ulusal finansal sistemin ve bankacılık kesiminin finansal faaliyetlerinin yaklaşık yarısının kamunun iç borçlanması üzerine kurgulandığı ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, kamu kesimi açıklarının yüksek getirili iç borçlanma araçları ile finanse edilme tercihi, özel ticari bankaları gerçek faaliyetlerinde uzaklaştırarak, kamu iç borçlanma araçları “ticareti” yapan kuruluşlar haline dönüştürmüştür.

Diğer yandan, iç borçlanma araçlarının sağladığı yüksek getiri oranları beraberinde dış borçlanma artışını getirmiştir. Bankacılık kesimi sahip olduğu varlıkları kamu finansmanına yönlendirmiş olmasına karşın elde edilen yüksek kazançların cazibesiyile yurtdışından borçlanarak kamu borçlanma araçları portföyünü olabildiğince genişletme çabası içinde olmuştur. Dış krediye uygulanan faiz + komisyon + kur farkından oluşan maliyet, kamu borçlanma araçlarının sağladığı getirinin altında kaldığı sürece kamu borçlanması, özellikle bankalar açısından yüksek ve kolay kârların elde edildiği çok cazip bir iş alanı olmuştur. Ne var ki, bu işleyiş bankaların sahip oldukları döviz pozisyonlarında büyük açıklar vermelerini ve aktif ile pasifleri arasındaki vade uyumsuzluğu sorununu beraberinde getirmiştir.³⁴¹

³⁴¹ Sönmez, a.g.m., ss. 339-340.

Tablo: 2.39. İç Borçlanma Araçlarının Alıcılara Göre Dağılımı
(Milyar TL)

	BANKALAR		RESMİ KURUMLAR		ÖZEL SEKTÖR		TASARRUF SAHİPLERİ		TOPLAM	
	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%
1987	4.661	78	1.088	18	242	4	10	0	6.001	100
Bono	3.016	76	762	20	173	4	5	0	3.956	66
Tahvil	1.645	80	326	16	69	4	5	0	2.045	34
1988	8.084	91	594	7	249	2	4	0	8.931	100
Bono	4.686	92	287	6	139	2	3	0	5.115	57
Tahvil	3.398	89	307	8	110	3	1	0	3.816	43
1989	14.990	90	1.066	6	561	4	0	0	16.617	100
Bono	6.779	89	539	7	316	4	0	0	7.634	46
Tahvil	8.211	91	527	6	245	3	0	0	8.983	54
1990	17.963	86	2.700	13	238	1	0	0	20.901	100
Bono	7.877	93	435	5	130	2	0	0	8.442	40
Tahvil	10.086	81	2.265	8	108	1	0	0	12.459	60
1991	42.470	93	1.451	3	1.867	4	0	0	45.788	100
Bono	31.400	92	1.208	4	1.670	4	0	0	34.278	75
Tahvil	11.070	96	243	2	197	2	0	0	11.510	25
1992	118.341	79	20.929	14	5.943	4	4.477	3	149.690	100
Bono	65.488	86	1.042	1	5.007	7	4.390	6	75.927	51
Tahvil	52.853	72	19.887	27	936	1	87	0	73.763	49
1993	256.917	78	20.021	6	8.885	3	44.210	13	330.033	100
Bono	129.266	72	1.501	1	5.439	3	42.945	24	179.151	54
Tahvil	127.651	85	18.520	12	3.446	2	1.265	1	150.882	46
1994	601.452	72	82.544	10	22.447	2	134.957	16	841.400	100
Bono	437.583	69	44.535	7	21.950	3	134.610	21	638.678	76
Tahvil	163.869	81	38.009	18	497	1	347	0	202.722	24
1995	1.359.560	82	147.387	9	59.168	3	99.389	6	1.665.504	100
Bono	1.066.381	82	83.330	6	49.530	6	99.389	6	1.298.630	78
Tahvil	293.179	80	64.057	18	9.638	2	0	0	366.874	22
1996	3.902.227	84	458.464	10	132.032	3	132.697	3	4.625.420	100
Bono	2.871.852	83	330.983	10	128.950	3	132.668	4	3.464.453	75
Tahvil	1.030.375	89	127.481	11	3.082	0	29	0	1.160.967	25
1997	5.599.994	90	450.095	7	205.818	3	4.054	0	6.259.961	100
Bono	2.668.158	86	266.240	9	136.135	5	3.867	0	3.074.400	49
Tahvil	2.931.836	92	183.855	6	69.683	2	187	0	3.185.561	51
1998	12.377.480	87	1.142.759	8	554.368	4	179.717	1	14.254.324	100
Bono	8.311.407	87	781.438	8	451.605	5	1.810	0	9.546.260	67
Tahvil	4.066.073	86	361.321	8	102.763	2	177.907	4	4.708.064	33
1999	22.945.201	85	3.013.707	11	566.201	2	361.297	2	26.886.406	100
Bono	6.219.141	91	364.971	5	214.569	3	59.955	1	6.858.636	25
Tahvil	16.726.060	84	2.648.736	13	351.632	2	301.342	1	20.027.770	75
2000	24.636.819	76	6.593.039	20	1.238.450	4	238	0	32.468.546	100
Bono	5.043.858	87	241.900	4	496.817	9	108	0	5.782.683	18
Tahvil	19.592.961	74	6.351.139	24	741.633	2	130	0	26.685.863	82
2001	156.110.743	75	46.403.177	22	3.076.244	1	4.023.071	2	209.613.235	100
Bono	32.645.754	72	6.438.148	14	2.903.710	6	3.442.287	8	45.429.899	22
Tahvil	123.464.989	75	39.965.029	24	172.534	0	580.874	1	164.183.336	78
2002	99.992.548	80	18.701.926	15	5.387.695	4	1.220.956	1	125.303.125	100
Bono	55.982.914	84	5.180.511	8	4.992.457	8	247.218	0	66.403.099	53
Tahvil	44.009.634	75	13.521.415	23	395.239	1	973.738	2	58.900.025	47

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri 1980-2002, (www.hazine.gov.tr).

Tablo: 2.40. Bankacılık Kesiminin Açtığı Ticari Kredilerin Portföylerindeki Kamu Kağıdı Stokuna Oranı (%)

	Verilen krediler / Kamu kağıtları portföyü
1987	4,5
1988	3,7
1989	3,5
1990	4,3
1991	3,5
1992	3,7
1993	3,9
1994	3,9
1995	5,2
1996	3,5
1997	4,0
1998	3,1
1999	1,6
2000	1,8
2001	0,6
2002	0,6

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (www.tcmb.gov.tr); BDDK, Yıllık Rapor, 2002, (www.bddk.org.tr).

Tabloda görüldüğü üzere, 1987 yılında, açılan kredilerin banka portföylerindeki kamu kağıtlarına oranı yüzde 4,5 iken, bu oran 2002 yılında yüzde 0,6 düzeyine gerilemiştir. Bankaların kamu kağıtlarına yoğun olarak yönelmesinin bir göstergesi olan bu durumun altında yatan temel nedenler şu şekilde sıralanabilir:³⁴²

- i) Kamu borçlanma araçlarının likiditesinin yüksek olması.
- ii) Kamu borçlanma araçlarının vergiden muaf tutulması veya vergi oranının çok düşük tutulması.
- iii) Kamu borçlanma araçlarının riskinin sıfır olması.
- iv) Bankaların, kamu kesimi borçlanma araçları için karşılık ayırma zorunluluklarının olmaması nedeniyle karlılıklarının artması.
- v) Kamu borçlanma araçlarının, kamu kuruluşlarının ihale ve sözleşmelerinde teminat olarak kullanılabilmesi.
- vi) Sermaye yeterliliği standart rasyosunun hesaplanmasında, kamu borçlanma araçlarının, risk ağırlığı sıfır olan varlıklar içinde yer alması.

³⁴² M. Faruk Aydın, "Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği, No: 13, (Kasım 2002), s.9.

Bu nedenlerden dolayı, 1990 sonrası dönemde Türkiye’de kamu menkul kıymet araçlarının ekonominin toplam menkul kıymet stoku içindeki payının artmasına paralel olarak, bankacılık kesimi sahip olduğu fonları reel sektöre kredi açmak yerine kamu borçlanma araçlarına yönlendirmiştir.

Türkiye’de, finansal liberalizasyon sürecinde ortaya çıkan gelişmeleri daha net bir biçimde belirleyebilmek için bankacılık sektörünün ayrıntılı olarak incelenmesi anlam taşımaktadır.

2.5. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNDE TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

Türkiye’de bankacılık sektörü, toplam finans sektörü aktifleri içinde yüzde 75 civarında bir paya sahiptir. Son yıllarda banka dışı finansal kurumların sayı ve büyüklüklerinin artma eğilimine karşın, banka dışı finansal kurumların önemli bir kısmının bankaların iştiraki olduğu dikkate alındığında, bankaların finansal sistem içindeki ağırlığının gerçekte daha da yüksek olduğu ortaya çıkmaktadır.³⁴³

Ülke finansal sisteminin temelini oluşturan Türk bankacılık sektörü, ekonomik faaliyetlerin çeşitlenmesi ve hızla artan finansman ihtiyacına paralel olarak belli aşamalardan geçmiş, ekonomik, siyasi ve sosyal yapının gelişimine göre sürekli yapılanma içinde olmuştur. Ekonomik büyüme çabalarında zaman zaman öncü rol üstlenen sektör, içerisinde faaliyet gösterdiği Türkiye ekonomisinin koşullarındaki değişimlere en hassas olan sektörlerden biri olmuştur. Ekonomide belirsizliklerin artması, makroekonomik koşullardaki istikrarsızlıklar, yüksek enflasyon dönemleri, katlanarak artan kamu kesimi borçlanma gereksinimi ve bu durumun finansal piyasalardaki yansımaları, Türkiye’de gerçek anlamda bankacılık faaliyetlerinin yapılmasına ve etkin bir finans sisteminin oluşmasına engel olmuş; kaynakların reel sektöre ve ulusal gelirin artmasını sağlayacak alanlara aktarılmasında sorunlar yaşanmıştır.³⁴⁴

³⁴³ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu, (Temmuz, 2002), s. 1. (www.bddk.org.tr)

³⁴⁴ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu, s. 1.

24 Ocak 1980 Kararları, bankacılık sektöründe finansal liberalizasyonun altyapısını hazırlamıştır. Temmuz 1980'de daha sonra 3182 sayılı Bankalar Kanunu'na dönüşecek olan 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname kabul edilmiş ve bankacılık sektörüne yeni girişlerin önü açılmıştır. Bu sürecin ardından bankacılık sisteminin, uluslararası piyasalara açılmasını sağlayan 30 ve 32 sayılı kararlar alınmıştır. Ancak bu düzenlemelere karşın, bankacılık sektörü etkin bir likidite yönetimi gösterememiş, önemli oranda yabancı para cinsinden kaynaklara yönelmiştir. Bu süreçte uygulanan likidite yönetimi 1994 krizi ile kesintiye uğramıştır. Hazine ve TCMB 1994 krizi sonrası, sermaye yeterliliği ve net genel pozisyon tebliğleri ile bankacılık sektörünün, uluslararası bankacılık kurallarına uyumunu sağlamaya çalışmış iseler de, bankaların aktif-pasif yönetimlerine ilişkin kısıtların uygulanması ve mevduatın tamamının sigorta kapsamına alınmasına yönelik kararın gecikmesi nedeniyle üç banka tasfiye edilmek durumunda kalmıştır.³⁴⁵ 1994 krizi sürecinde tasarruf mevduatının tamamının sigorta altına alınması düzenlemesi gerçekleştirilmiştir. Bu düzenleme 1994 krizini aşmada önemli bir işlev yüklenmesine karşın, 2000/2001 finansal krizinde oluşumun nedenleri arasında yer almıştır.

Bankacılık sektöründeki sorunların iyice ağırlaştığı bir süreçte, 18 Haziran 1999'da yürürlüğe giren 4389 sayılı Bankalar Kanunu, bankacılık sektörünü rekabete açmayı, bankacılık sektörüne ilişkin olarak kabul edilen uluslararası kriterleri Türk bankacılık sektörüne taşımayı ve sektörün şeffaf çalışmasını sağlamayı hedeflemiş olsa da, yapılan bu yasal düzenlemeler sektördeki olumsuz gelişmeleri durdurmaya yetmemiştir. 4389 sayılı yasaya göre bu hedeflerin gerçekleştirilmesinde, denetim ve gözetim gücü BDDK'ya verilmiştir. Yasanın böyle bir yapılanmaya gidişindeki amaç, sisteme yönelik siyasi müdahaleleri en aza indirmektir. Ancak, bunun gerçekleşme olasılığının düşük olduğu, iki yıl içinde yasada yapılan iki yeni düzenleme ve kurum üyelerinin kısa sürede değiştirilmesi ile açıkça ortaya çıkmıştır.³⁴⁶

³⁴⁵ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu, s. 1.

³⁴⁶ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu, s. 1.

2.5.1. Bankacılık Sektörünün Yapısı

Finansal liberalizasyon ile birlikte bankacılık sektörüne giriş olanakları genişlemiş, bunun sonucu olarak banka sayısında ve bankacılık sektörü istihdamında önemli artış yaşanmıştır. Rekabet ve uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme sonucu bankaların hizmet çeşitliliği artmıştır. Ancak, bu olumlu gelişmelere rağmen Türk bankacılık sistemi taşıdığı özkaynak yetersizliği, kamu bankalarının sistemdeki ağırlığının yarattığı bozucu etkiler, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı, bankaların yetersiz iç kontrol ve risk yönetimi sistemleri, banka bilançolarındaki şeffaflığın yetersizliği, zayıf aktif kalitesi gibi yapısal sorunlar nedeniyle temel fonksiyonu olan aracılık hizmetlerini etkin ve yeterli ölçüde yerine getirmekten hızla uzaklaşmış ve sistemik risklere karşı duyarlılığı artmıştır.³⁴⁷

Tablo: 2.41. Bankacılık Kesimi Bilanço Yapısı
(%)

	Toplam Aktifler/GSMH	Mevduatlar/GSMH	Krediler/GSMH
1987	55,1	32,2	24,9
1988	52,9	29,7	21,5
1989	47,3	27,1	20,0
1990	43,3	24,3	20,4
1991	47,0	26,4	20,6
1992	50,7	27,9	21,2
1993	52,9	27,5	21,9
1994	52,3	33,0	20,4
1995	52,8	34,3	22,5
1996	60,6	41,6	26,1
1997	65,3	42,2	29,7
1998	69,5	45,6	26,6
1999	92,2	61,7	27,8
2000	82,6	54,3	27,2
2001	92,7	65,3	22,8
2002	78,0	50,5	18,0

Kaynak: BDDK, Yıllık Rapor, 2002, (www.bddk.org.tr); TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, Tablolar, 1998.

Kaynakların önemli bir bölümünün kârlı ve güvenilir kamu borçlanmasına yönlendirilmesi nedeniyle, bankaların faaliyet ve ürün yapılarının gelişimi sınırlı kalmış ve buna bağlı olarak da bir risk kültürü oluşmamıştır. Bankaların sistemde

³⁴⁷ Yasemin Türker Kaya, "Türk Bankacılık Sektöründe Kârlılığın Belirleyicileri, 1997-2000", BDDK Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporu, No: 2002/1, (Haziran, 2002), s.3.

biriken faiz, kur ve likidite risklerini gerektiği gibi yönetememeleri finansal sistemin bir bütün olarak kırılganlığını arttırmıştır.³⁴⁸ Bu yapısal sorunlara ek olarak, genel makroekonomik ortamdaki istikrarsızlıkların da etkisiyle bankacılık sektörü son dönemde ciddi bir kriz içine girmiştir.

Bir yandan ekonomik yapıdaki mevcut sorunların finansal sektör üzerinde artan baskısı, diğer yandan uygulanan makroekonomik politikaların bankaların risk algılama ve yönetim yapılarını olumsuz yönde etkilemesi ve mevduat sigorta sisteminin bankacılık sektöründe yarattığı ters yönlü teşvikler piyasa disiplini zayıflatmış, banka gözetim ve denetiminde uluslararası bankacılık standartlarının etkin olarak uygulanamaması sektörde önemli yapısal sorunların birikmesine yol açmıştır.³⁴⁹

Bankalar, 1990'larda giderek aracılık işlevinden uzaklaşmışlardır. Yurtdışı kaynaklardan borçlanarak elde ettikleri yabancı para cinsi fonları, TL üzerinden getiri sağlayan finansal araçlara yatırmışlar ya da TL cinsi kredi vermişlerdir. Bu da bankaların yabancı para cinsi aktifleri ile pasifleri arasındaki farkı, diğer bir ifadeyle bankaların açık pozisyonlarını arttırmıştır.

1990'larda Türkiye'de bir anlamda mevduat bankacılığı yapılmıştır. Yukarıdaki verilerden de görülebileceği gibi 1990'lardan itibaren Türkiye'de finansal sistemin en önemli özellikleri, finansal kaynaklar içinde banka mevduatlarının ağırlıklı olması ve daha önce de ifade edildiği gibi, finansal derinleşme olarak algılanan gelişmenin önemli kısmının kamu kesimi borçlanma araçlarından oluşmasıdır. İstatistikî verilerin de gösterdiği gibi, bankacılık kesimi bilanço büyüklüklerinin GSMH'ya oranları önemli oranda artmış olmasına ve tüketici kredilerindeki genişlemeye rağmen bankacılık kesimi kredilerinin GSMH'ya oranı artmamıştır. Daha açık bir ifadeyle, Türk bankacılık sektörü topladığı mevduatları krediye döndürmeyerek, temel finansal aracılık fonksiyonunu aksatmıştır.

³⁴⁸ Melih İpeker, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü", **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, (Mart, 2002), s. 66.

³⁴⁹ TBB, "Son Dönemde Bankacılık Alanında Gerçekleştirilen Yasal ve Düzenleyici Değişiklikler", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını**, (Aralık, 2001), s. 3. (www.tbb.org.tr).

2.5.1.1. Banka, Şube ve Personel Sayısındaki Gelişmeler

Finansal liberalizasyon uygulamaları çerçevesinde 1985 yılında çıkarılan Bankalar Kanunu ile sektöre giriş engellerinin kaldırılması sonucu banka sayısında hızlı bir genişleme süreci yaşanmıştır. 1990 yılında 66 olan banka sayısı, 1999 yılında 81'e çıkmış, 2002 yılı sonunda ise 54'e gerilemiştir. Söz konusu 54 bankanın, 40'ı ticari banka, 14'ü ise kalkınma ve yatırım bankasıdır. Bu arada, 2002 yılı sonu itibariyle TMSF bünyesindeki banka sayısı 2'dir.³⁵⁰

Tablo: 2.42. Bankacılık Sektöründeki Banka ve Şube Sayısı

		Ticaret Bankaları				Yatırım ve Kalkınma Bankaları			Sektör Toplamı
		Kamu Bank.	Özel Bank.	TMSF'deki Bank.	Yabancı Bank.	Kamu Bank.	Özel Bank.	Yabancı Bank.	
1989	Banka	8	24	0	23	3	4	2	64
	Şube	2.643	2.493	0	67	0	4	2	5.209
1990	Banka	7	25	0	22	3	4	3	64
	Şube	2.691	2.540	0	71	0	4	3	5.309
1991	Banka	6	26	0	21	3	4	3	63
	Şube	2.936	2.972	0	91	5	7	3	6.014
1992	Banka	6	31	0	20	3	6	3	69
	Şube	2.994	3.063	0	96	5	9	3	6.170
1993	Banka	6	32	0	20	3	6	3	70
	Şube	2.995	3.059	0	97	8	8	3	6.170
1994	Banka	6	29	0	20	3	6	3	67
	Şube	2.911	3.055	0	95	7	8	3	6.079
1995	Banka	5	32	0	18	3	7	3	68
	Şube	2.869	3.227	0	95	7	12	4	6.214
1996	Banka	5	33	0	18	3	7	3	69
	Şube	2.881	3.435	0	96	7	9	4	6.432
1997	Banka	5	36	0	18	3	7	3	72
	Şube	2.917	3.800	0	113	8	9	4	6.851
1998	Banka	4	35	3	18	3	9	3	75
	Şube	2.841	4.039	335	113	10	12	4	7.354
1999	Banka	4	31	8	19	3	13	3	81
	Şube	2.879	3.934	713	123	10	16	3	7.678
2000	Banka	4	28	11	18	3	12	3	79
	Şube	2.834	3.783	1.073	117	11	16	3	7.837
2001	Banka	3	22	6	15	3	9	3	61
	Şube	2.725	3.523	408	233	4	12	3	6.908
2002	Banka	3	20	2	15	3	8	3	54
	Şube	2.019	3.659	203	206	4	12	3	6.106

Kaynak: BDDK, Yıllık Rapor 2002, s.30. (www.bddk.org.tr); TBB, 2002 Yılı Bankalarımız Kitabı, s. 29. (www.tbb.org.tr).

Gruplara göre banka sayısının dağılımı incelendiğinde, ticari bankalar grubu içinde yer alan kamu sermayeli bankaların sayısındaki azalma dikkat çekmektedir. Özelleştirmeler ve birleştirmeler yoluyla 1980 yılında 9 olan ticari kamu bankalarının sayısı 1999'da 4'e inmiştir. 2001 yılında Emlak Bankası'nın Ziraat

³⁵⁰ BDDK, Yıllık Rapor 2002, (Mayıs, 2003), s. 17, (www.bddk.org.tr).

Bankası'na devredilmesiyle 2002 yılı sonu itibariyle ticari kamu bankalarının sayısı 3'tür.³⁵¹

1980 yılında bankacılık sektöründe yalnız 4 yabancı banka bulunmakta iken, finansal liberalizasyon sürecinin bir sonucu olarak yabancı bankaların sektöre girişlerine izin verilmesiyle birlikte 1990'larda ticaret bankacılığı yapan yabancı banka sayısı 18'e yükselmiştir. 2002 yılı sonu itibariyle ticari yabancı banka sayısı 15, yabancı yatırım ve kalkınma bankası sayısı ise 3'tür. 2002 yılı sonu itibariyle 3'ü kamu sermayeli, 8'i özel sermayeli ve 3'ü de yabancı sermayeli olmak üzere toplam 14 yatırım ve kalkınma bankası mevcuttur.³⁵²

Türkiye'deki bankaların şube sayısı 1990 yılında 6.560 iken, 1999 yılında 7.691'e yükselmiş, 2002 yılı sonu itibariyle 6.216'ya inmiştir. Personel sayısı ise, 1990 yılında 154.089 iken, 1999 yılında 173.988'e yükselmiş, 2002 yılı sonu itibariyle 123.271'e inmiştir.³⁵³

2.5.1.2. Bankacılık Sektöründeki Rekabet ve Yoğunlaşma

Türk bankacılık sektöründe finansal liberalizasyon sürecinde rekabetçi bir piyasa yapısı oluşmamıştır. Dönem başında piyasa giriş çıkış koşullarına ilişkin gerçekleştirilen yasal düzenlemeler bankacılık sektöründeki rekabet yapısını iyileştirememiştir.

Bankacılık sektörüne ilişkin yoğunlaşma oranları dikkate alındığında, dönem ortasına denk gelen yıllarda rekabet yapısında görece bir gelişme olduğu gözlenirse de 2001 ve 2002 yılları göz önüne alındığında yoğunlaşma oranlarının son derece yüksek olduğu görülmektedir. 2002 yılına ait aktif büyüklüğüne göre ilk 5 bankanın sistem içindeki ağırlığı yüzde 58; mevduat büyüklüğüne göre yüzde 61 ve kredi büyüklüğüne göre de yüzde 55'tir. Yine 2002 yılında ilk 10 bankanın sistem içindeki ağırlığı aktif büyüklüğüne göre yüzde 81; mevduat büyüklüğüne göre yüzde 86 ve kredi büyüklüğüne göre yüzde 74'tür. Bu veriler ışığında Türk bankacılık sektöründe

³⁵¹ Köne, a.g.m., s. 241.

³⁵² BDDK, Yıllık Rapor 2002, s. 17.

³⁵³ BDDK, Yıllık Rapor 2002, s. 17.

yoğunlaşma oranlarının yüksek, rekabet düzeyinin düşük olduğu, sektörde belli sayıda bankanın ağırlığı olduğu net bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

Tablo: 2.43. Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma Oranı (%)

		1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002
İlk 5 Banka	Toplam Aktifler	54	48	44	44	46	48	56	58
	Toplam Mevduatlar	59	53	47	49	50	51	55	61
	Toplam Krediler	57	50	46	40	42	42	49	55
İlk 10 Banka	Toplam Aktifler	75	71	67	68	68	69	80	81
	Toplam Mevduatlar	85	73	70	73	69	72	81	86
	Toplam Krediler	78	75	72	73	73	71	80	74

Kaynak: TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, s. 17; TBB, Bankalarımız 2002 , s. 30, (www.tbb.org.tr); BDDK, Yıllık Rapor 2002, s.32, (www.bddk.org.tr).

Toplam aktif büyüklüğüne göre Türkiye’de 20 milyar doların üzerinde aktif büyüklüğüne sahip 1 banka bulunmaktadır ki bu da bir kamu bankası olan T.C. Ziraat Bankası’dır. Türk bankacılık sisteminde toplam aktifleri 10-20 milyar dolar arasında olan 4’ü özel 1’i kamu olmak üzere 5; 5-10 milyar dolar arasında toplam aktif büyüklüğüne sahip 1 banka bulunmaktadır. Toplam aktif büyüklüğü açısından Türkiye’deki bankaların önemli bölümü 500 milyon dolardan daha az toplam aktif büyüklüğüne sahiptir. Bu kategoriye giren bankaların 5’i özel 13’ü yabancı sermayeli ticaret bankası, 11’i ise yatırım ve kalkınma bankasıdır. Bu doğrultuda Türk bankacılık sisteminin küçük ölçekli ve parçalı bir niteliğe sahip olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo: 2.44. Toplam Aktif Büyüklüğüne Göre Banka Sayısı

Milyar dolar		- 0,5	0,5-1	1-2	2-5	5-10	10-20	20 +
Ticaret Bankaları	Kamu Bank.	-	-	-	-	1	1	1
	Özel Bank.	5	4	2	5	-	4	-
	TMSF Bank.	-	-	-	2	-	-	-
	Yabancı Bank.	13	1	1	-	-	-	-
	Toplam	18	5	3	7	1	5	1
Yatırım ve Kalkınma Bankaları		11	1	1	1	-	-	-
Bankacılık Sektörü Toplamı		29	6	4	8	1	5	1

Kaynak: TBB, Bankalarımız 2002, s. 32.

2.5.2. Bankacılık Sektörünün Bilanço Yapısı

Türkiye'deki finansal liberalizasyon sürecinde ekonomik birimler daha önce yukarıda belirtildiği üzere finansal tasarrufları içindeki yabancı para cinsinden aktiflerin payını arttırmışlar; TL cinsinden finansal aktiflere olan talep ise çok yüksek faizle ve çok kısa vadelerde gerçekleşmiştir. Bu durum bankaların bilanço yapılarını olumsuz yönde etkilemiş, kârlılık performansı düşmüş, özkaynaklar erimiştir.³⁵⁴ Buna karşılık, yine daha önce üzerinde durulduğu gibi, kamunun artan borçlanma gereğinin yarattığı baskının da etkisiyle hızla yükselen TL fonlama maliyeti nedeniyle bankalar yurtdışından borçlanmayı arttırmış ve döviz pozisyon açıklarını büyütmişlerdir. Bu doğrultuda, banka bilançolarında hem faiz hem de kur riski önemli ölçüde artmıştır.

Diğer bir ifade ile, finansal liberalizasyon sürecinde bankacılık sektörü bilanço yapısı ve risk algılaması bozulmuştur. Bilanço yapısındaki bozulmadan kastedilen, bilançoların pasif kısmının daha kısa vadeli hale dönüşmesi iken, risk algılamasının bozulmasından kastedilen, Hazine borçlanmalarının temel alıcısı haline gelen bankacılık sektörünün rahata alışmasıdır.³⁵⁵

³⁵⁴ TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, s. 17.

³⁵⁵ İpeker, a.g.t., s. 66.

Tablo: 2.45. Bankacılık Sektörü Bilançosu İçindeki Yabancı Para Miktarı

	YP Aktifler (% pay)		YP Pasifler (% pay)		YP Aktifler- YP Pasifler (Net YP Pozisyonu) (Milyar dolar)	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Ticaret Bankaları	49	46	56	50	-9,0	-5,4
Kamu Bank.	35	33	37	34	-1,0	-0,6
Özel Bank	57	54	65	59	-5,6	-3,9
TMSF Bank.	51	37	83	52	-2,1	-0,8
Yabancı Bank	53	53	61	56	-0,3	-0,1
Yatırım ve Kalk. Ban.	56	52	51	49	0,3	0,2
Sektör	49	46	56	50	-8,7	-5,3

Kaynak: TBB, 2002 Yılı Bankalarımız Kitabı, s. 32. (www.tbb.org.tr).

Yabancı para cinsi aktiflerin toplam aktifler içindeki payı 2001 yılında yüzde 49; 2002 yılında ise yüzde 46 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde özel bankaların yabancı para cinsi aktiflerinin toplam aktifleri içindeki payı sırasıyla yüzde 57 ve yüzde 54 olarak gerçekleşmiştir. Yabancı para cinsi pasiflerin toplam pasifler içindeki payı 2001 yılında yüzde 56; 2002 yılında ise yüzde 50 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde özel bankaların yabancı para cinsi pasiflerinin toplam pasifleri içindeki payı sırasıyla yüzde 65 ve yüzde 59 olarak gerçekleşmiştir.

Tabloda görülen “YP aktifler- YP pasifler” tanımı içinde dövize endeksli varlık ve yükümlülükler yer almamaktadır. Bu doğrultuda, 2000 yılında -17,8 milyar dolar olan bankacılık sektörü bilanço içi net yabancı para pozisyonu, 2001 yılında -8,7 milyar dolara; 2002 yılında ise -5,3 milyar dolara gerilemiştir. 2002 yılı sonu itibarıyla sektörün bilanço içi yabancı para pozisyonu 551 milyon dolar açık vermiştir.³⁵⁶

³⁵⁶ TBB, 2002 Yılı Bankalarımız Kitabı, s. 32. (www.tbb.org.tr).

Tablo: 2.46. Döviz Endeksli Pozisyon Hariç Bilanço İçi Yabancı Para Pozisyonu
(Milyon dolar)

	2000	2001	2002
Kamu Bankaları	-144	191	194
Özel Bankalar	-8.377	-1.487	-454
TMSF Bankaları	-3.984	-441	-367
Yabancı Bankalar	-1.803	108	42
Yat. ve Kalkınma Bank.	-245	40	34
Sektör	-14.553	-1.588	-551

Kaynak: TBB, 2002 Yılı Bankalarımız, s. 32. (www.tbb.org.tr).

Uzun yıllar boyunca bankaların açık döviz pozisyonları ile çalışmayı kârlılık açısından tercih etmeleri, diğer taraftan aktifleri ile pasifleri arasında büyük oranlara ulaşan vade uyumsuzlukları, kredilerin geri dönüşünde karşılaşılan sorunlar bankaları olası olumsuzluklara karşı daha duyarlı bir yapıda çalışmaya, daha yüksek özkaynak bulundurmaya zorlamıştır.³⁵⁷

Finansal liberalizasyon sürecinde Türk bankacılık sektörünün bilanço yapısında ortaya çıkan bu olumsuzlukları, temel bilanço kalemlerini incelemek yoluyla net olarak ortaya koymak anlamlı olacaktır.

2.5.2.1. Aktif Yapısı

Türk bankacılık sektörünün finansal liberalizasyon sürecindeki bilançosunun aktif yapısının gelişimi Tablo 2.47’de görülmektedir. 1989 yılında 105.741 milyar TL (GSMH’nın yüzde 45,9’u) olan bankacılık sektörü toplam aktif büyüklüğü, 1993 yılında 1.027.108 milyar TL’ye (GSMH’nın yüzde 51,4’ü), 1996 yılında 8.958.810 milyar TL’ye (GSMH’nın yüzde 59,8’i), 1999 yılında 72.117.320 milyar TL’ye (GSMH’nın yüzde 92,1’i), 2001 yılında 170.168.438 milyar TL’ye (GSMH’nın

³⁵⁷ İpeker, a.g.t., s. 66.

Tablo: 2.47. Türk Bankacılık Sektörünün Aktif Yapısı
(Milyar TL)

	Toplam Aktifler	Krediler	Takipteki Alacaklar (Net)	Menkul Değerler Cüzdanı (Net)
1989				
Kamu Bank.	54.104	24.778	407	6.161
Özel Bank.	48.019	17.563	258	5.915
Yabancı Bank.	3.619	1.602	23	501
Sektör Toplamı	105.741	43.943	688	12.577
1990				
Kamu Bank.	83.686	40.800	711	8.538
Özel Bank.	76.054	32.493	257	8.201
Yabancı Bank.	6.123	2.968	21	665
Sektör Toplamı	165.862	76.261	989	17.404
1991				
Kamu Bank.	139.168	63.519	2.135	15.473
Özel Bank.	138.258	53.474	428	17.706
Yabancı Bank.	10.470	4.845	50	1.634
Sektör Toplamı	287.896	121.838	2.613	34.813
1992				
Kamu Bank.	254.196	113.368	2.224	30.249
Özel Bank.	256.333	98.991	865	26.762
Yabancı Bank.	21.772	7.489	92	3.167
Sektör Toplamı	532.301	219.848	3.181	60.178
1993				
Kamu Bank.	432.223	185.218	3.889	62.278
Özel Bank.	552.546	210.263	1.412	45.056
Yabancı Bank.	42.339	13.031	147	4.983
Sektör Toplamı	1.027.108	408.512	5.448	112.317
1994				
Kamu Bank.	903.808	374.528	9.882	105.348
Özel Bank.	959.512	336.819	3.696	101.805
Yabancı Bank.	64.832	15.273	862	10.076
Sektör Toplamı	1.928.152	726.620	14.440	217.229
1995				
Kamu Bank.	1.757.829	834.496	16.907	160.374
Özel Bank.	2.028.840	746.434	4.153	219.093
Yabancı Bank.	168.133	39.664	328	31.183
Sektör Toplamı	3.954.802	1.620.594	21.388	410.650
1996				
Kamu Bank.	3.835.956	1.674.116	21.952	568.413
Özel Bank.	4.713.404	2.100.790	8.073	656.086
Yabancı Bank.	409.450	85.329	475	125.961
Sektör Toplamı	8.958.810	3.860.235	30.500	1.350.460
1997				
Kamu Bank.	7.488.162	3.660.651	56.812	740.921
Özel Bank.	10.713.218	4.865.201	28.412	1.557.175
Yabancı Bank.	1.097.181	260.502	1.316	240.263
Sektör Toplamı	19.298.561	8.786.354	86.540	2.538.359
1998				
Kamu Bank.	14.178.636	5.156.332	171.561	1.387.468
Özel Bank.	20.528.116	8.451.882	392.494	3.307.863
Yabancı Bank.	2.128.394	514.227	2.099	519.824
Sektör Toplamı	36.835.146	14.122.441	566.154	5.215.155
1999				
Kamu Bank.	27.668.506	8.100.078	413.000	2.736.175
Özel Bank.	39.089.207	12.786.970	468.347	7.893.011
Yabancı Bank.	5.359.607	828.253	4.681	1.741.716
Sektör Toplamı	72.117.320	21.715.301	886.028	12.370.902
2000				
Kamu Bank.	35.706.805	8.756.921	803.182	2.197.418
Özel Bank.	48.255.368	17.814.630	314.932	4.774.289
TMSF Bank.	8.862.477	2.138.075	309.042	3.750.958
Kal. ve Yat.B.	4.640.185	2.028.448	26.699	140.888
Yabancı Bank.	6.792.650	1.106.578	5.708	1.131.461
Sektör Toplamı	104.257.485	31.844.652	1.459.563	11.995.014
2001				
Kamu Bank.	53.831.378	8.293.613	1.202.498	2.997.619
Özel Bank.	97.445.977	29.496.983	1.227.101	10.481.927
TMSF Bank.	6.031.375	494.141	110.458	3.344.878
Kal. ve Yat.B.	7.803.220	3.358.553	64.265	76.950
Yabancı Bank.	5.056.488	1.335.084	24.945	474.425
Sektör Toplamı	170.168.438	42.978.374	3.738.769	17.375.799
2002				
Kamu Bank.	67.831.493	7.616.274	1.187.737	5.786.090
Özel Bank.	119.471.241	34.183.828	1.568.559	12.750.249
TMSF Bank.	9.310.131	995.206	893.263	1.903.832
Kal. ve Yat.B.	9.438.100	4.236.783	64.265	88.318
Yabancı Bank.	6.629.664	2.161.304	24.945	305.880
Sektör Toplamı	212.680.629	49.193.395	3.738.769	20.834.369

Kaynak: TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, s. 17; BDDK, Yıllık Rapor 2002, Tablolara, (www.bddk.org.tr).

yüzde 96,4'ü) ve 2002 yılında 212.680.629 milyar TL'ye (GSMH'nın yüzde 77,8'i) yükselmiştir.

1990-1999 yılları arasında bankacılık sisteminin toplam aktiflerinin sabit fiyatlarla artış hızı yılda ortalama yüzde 13,4 iken, aynı dönemde GSMH yılda ortalama yüzde 3,1 oranında reel artış göstermiştir. Bankacılık kesiminin aktif yapısındaki bu çok hızlı ve sağlıksız gelişmenin arkasında yine devlet iç borçlanma gereğindeki artış bulunmaktadır.³⁵⁸

Bankacılık kesimi toplam kredilerinin, toplam aktifler içindeki payı dönem içinde önemli oranda azalmıştır. Bankacılık kesimi toplam kredilerinin, toplam aktifler içindeki payı 1989 yılında yüzde 41,6; 1998 yılında yüzde 38,3; 1999 yılında yüzde 30,1; 2001 yılında yüzde 25,3 ve 2002 yılında yüzde 23,1 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın, bankacılık sisteminin takipteki alacaklarının toplam kredilere ve toplam aktiflere oranı dönem boyunca artmıştır. 1990 yılında takipteki alacakların toplam kredilere oranı yüzde 1,3; toplam aktiflere oranı yüzde 0,6 iken, bu oranlar 1994 yılında sırasıyla yüzde 2 ve yüzde 0,8; 1998 yılında yüzde 4 ve yüzde 1,5; 2000 yılında yüzde 4,6 ve yüzde 1,4; 2001 yılında yüzde 6,1 ve yüzde 1,6; 2002 yılında ise yüzde 7,6 ve yüzde 1,8 olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sisteminin aktif yapısı bilançolardaki menkul değerler açısından değerlendirildiğinde, kamu iç borçlanmasının bankacılık sektörü bilançoları üzerindeki etkileri daha net ortaya çıkmaktadır. 1989 yılında bankacılık sektörü menkul değerler cüzdanı, 12.577 milyar TL (GSMH'nın yüzde 5,5'i) ve toplam aktiflerin yüzde 11,9'u iken, 1996 yılında 1.350.460 milyar TL (GSMH'nın yüzde 15,8'i) ve toplam aktiflerin yüzde 17,2'si düzeyine erişmiştir. 2002 yılında ise bankacılık sistemi menkul değerler cüzdanı toplamı 20.834.369 milyar TL (GSMH'nın yüzde 7,6'sı) ve toplam aktiflerin yüzde 9,8'i olarak gerçekleşmiştir.

³⁵⁸ Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği Yayını, 2001, s. 5.

Kamu bankaları aktiflerinin toplam aktifler içindeki payı dönem süresince genelde azalmış olmasına rağmen, hala yüzde 30'lar civarında bir paya sahip olması nedeniyle oldukça yüksek düzeydedir. Kamu bankaları aktiflerinin toplam aktifler içindeki payı, 1989 yılında yüzde 51,2; 1993 yılında yüzde 42,1; 1994 yılında yüzde 46,9; 1996 yılında yüzde 42,8; 1999 yılında yüzde 38,4; 2000 yılında yüzde 34,2; 2001 yılında yüzde 31,6; 2002 yılında ise yüzde 31,9 olarak gerçekleşmiştir.

Özel bankaların aktiflerinin bankacılık sektörü toplam aktifleri içindeki payı finansal kriz dönemlerinde belirgin azalışlar göstermiştir. Özel bankaların aktiflerinin bankacılık sektörü toplam aktifleri içindeki payı 1989 yılında yüzde 45,4; 1993 yılında yüzde 53,8; 1994 yılında yüzde 49,8; 1997 yılında yüzde 55,5; 1999 yılında yüzde 54,2; 2000 yılında yüzde 46,3; 2001 yılında yüzde 57,3 ve 2002 yılında yüzde 56,1 olarak gerçekleşmiştir. Özel bankaların portföylerinde tuttıkları menkul değerlerin bankacılık sektörü toplam menkul değerler cüzdanı içindeki payı 1997 yılından itibaren 2000 yılı haricinde yüzde 60 oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Özel bankaların portföylerinde tuttıkları menkul değerlerin bankacılık sektörü toplam menkul değerler cüzdanı içindeki payı 1989 yılında yüzde 47; yüzde 51; 1993 yılında yüzde 40,1; 1995 yılında yüzde 53,4; 1997 yılında yüzde 61,3; 1999 yılında yüzde 63,8; 2000 yılında yüzde 39,8; 2001 yılında yüzde 60,3 ve 2002 yılında yüzde 61,2 olarak gerçekleşmiştir.

Kamu bankalarının kullandığı kredilerin bankacılık sektörü toplam kredileri içindeki payı, dönem boyunca sürekli azalmıştır. Kamu bankalarının kullandığı kredilerin bankacılık sektörü toplam kredileri içindeki payı, 1989 yılında yüzde 56,4; 1993 yılında yüzde 45,3; 1994 yılında yüzde 51,5; 1996 yılında yüzde 43,4; 1999 yılında yüzde 37,3; 2000 yılında yüzde 27,5; 2001 yılında yüzde 19,3 ve 2002 yılında yüzde 15,5 olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörünün kullandığı kredilerin 2002 yılı sonu itibariyle 13.758.987 milyar TL'si (toplam kredilerin yüzde 28,8'i) kısa vadeli TL cinsi kredi; 11.695.064 milyar TL'si (toplam kredilerin yüzde 24,5'i) kısa vadeli yabancı para cinsi kredi; 5.170.484 milyar TL'si (toplam kredilerin yüzde 10,8'i) orta ve uzun vadeli TL cinsi kredi; 17.144.079 milyar TL'si (toplam kredilerin yüzde 35,9'u) orta

ve uzun vadeli yabancı para cinsi kredidir. Kısa vadeli TL cinsi kredilerin yüzde 31,3'ünü kredi kartları; yüzde 14'ünü ise tüketici kredileri oluşturmaktadır.³⁵⁹ Toplam kredilerin yüzde 53,3'ü kısa vadeli kredi; yüzde 60,4'ü ise yabancı para cinsi kredidir.

Tablo: 2.48. Tahsili Gecikmiş Alacaklar
(Trilyon TL)

	1999	2000	2001	2002
Kamu Bankaları	635	983	3.624	4.560
Özel Bankalar	954	2.057	2.587	5.303
Yabancı Bankalar	14	28	59	109
Sektör Toplamı	1.603	3.068	6.271	9.972
Tahsili Gecikmiş Alacaklar / Ticaret Bankaları Kredileri (%)	10	12	20	31
Tahsili Gecikmiş Alacaklar / GSMH (%)	2	3	4	4

Kaynak: BDDK, Yıllık Rapor 2002, s. 19.

Bankacılık sektörünün sorunlu kredilerinde belirgin bir artış söz konusudur. 2002 yılı sonu itibariyle TMSF'ye devredilen bankalara ait tahsili gecikmiş alacaklarla beraber bankacılık sektörünün toplam tahsili gecikmiş alacakları 15.600 trilyon TL'ye ulaşmıştır. 2002 yılı itibariyle tahsili gecikmiş alacakların yüzde 46'sı kamu bankalarına; yüzde 38'i özel bankalara; yüzde 15'i TMSF'ye devredilen bankalara aittir. 2002 yılı için, ticaret bankaları için, tahsili gecikmiş alacaklarının toplam kullandırdıkları kredilerine oranı yüzde 31 düzeyindedir. Aynı oran, kamu bankalarında yüzde 63; özel bankalarda yüzde 18 düzeyindedir.³⁶⁰ Oysa ki, ticaret bankalarının tahsili gecikmiş alacaklarının toplam kullandırdıkları kredilerine oranı 1999 yılında yüzde 10; 2000 yılında yüzde 12 ve 2001 yılında yüzde 20 oranlarında gerçekleşmiştir. Tahsili gecikmiş alacakların GSMH'ya oranı ise 1999 yılında yüzde 2; 2000 yılında yüzde 3; 2001 ve 2002 yıllarında ise yüzde 4 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bankacılık sektöründe tahsili gecikmiş alacakların toplam kredilere ve GSMH'ya oranı her geçen yıl artmıştır.

³⁵⁹ BDDK, Yıllık Rapor 2002, Tablolar, (www.bddk.org.tr).

³⁶⁰ BDDK, Yıllık Rapor 2002, s. 19.

Kamu bankalarının takipteki alacaklarının bankacılık sektörü toplam takipteki alacakları içindeki payı, 1989 yılında yüzde 59,2; 1991 yılında yüzde 81,7; 1993 yılında yüzde 71,4; 1996 yılında yüzde 72; 1999 yılında yüzde 46,6; 2000 yılında yüzde 55; 2001 yılında yüzde 45,7 ve 2002 yılında yüzde 31,8 olmuştur. Öte yandan, TMSF'ye devredilen bankaların takipteki alacaklarının toplam takipteki alacaklar içindeki payı, 2000 yılında yüzde 21,2 iken 2001 yılında yüzde 4,2; 2002 yılında ise yüzde 23,9 olmuştur.

Kamu bankalarının ellerinde bulunan menkul değerlerinin bankacılık sektörü toplam menkul değerler cüzdanı içindeki payı 1993 yılında itibaren sürekli azalma göstermiştir. 2002 yılında gözlenen artış ise kamu bankaları görev zararlarının tasfiyesi sürecinde kamu bankalarına verilen kamu borçlanma araçlarından kaynaklanmaktadır. Kamu bankalarının ellerinde bulunan menkul değerlerin bankacılık sektörü toplam menkul değerler cüzdanı içindeki payı, 1989 yılında yüzde 49; 1991 yılında yüzde 44,4; 1993 yılında yüzde 55,4; 1995 yılında yüzde 39,1; 1997 yılında yüzde 29,2; 1999 yılında yüzde 22,1; 2000 yılında yüzde 18,3; 2001 yılında yüzde 17,3; 2002 yılında yüzde 27,8 olarak gerçekleşmiştir. TMSF'ye devredilen bankaların portföyündeki menkul değerlerin payı ise, 2000 yılında yüzde 31,3; 2001 yılında yüzde 19,3 ve 2002 yılında yüzde 9 olmuştur.

2.5.2.2.Pasif Yapısı

Türk bankacılık sisteminin finansal liberalizasyon dönemindeki bilançosunun pasif yapısının gelişimi Tablo 2.49'da görülmektedir. 1989 yılında 105.741 milyar TL (GSMH'nın yüzde 45,9'u) olan bankacılık sistemi toplam pasifleri, 1993 yılında 1.027.108 milyar TL (GSMH'nın yüzde 51,4'ü); 1996 yılında 8.958.810 milyar TL (GSMH'nın yüzde 59,8'i); 1999 yılında 72.117.320 milyar TL (GSMH'nın yüzde 92,1'i); 2001 yılında 170.168.438 milyar TL (GSMH'nın yüzde 96,4'ü) ve 2002 yılında 212.680.629 milyar TL (GSMH'nın yüzde 77,8'i) düzeyinde gerçekleşmiştir.

Bankacılık sisteminin özkaynaklarının gelişimine bakıldığında, Türk bankacılık sisteminde özkaynak yapısının dönem içinde gittikçe eridiği, ancak 2000 yılında yapılan bankacılık düzenlemeleri sonrasında uluslararası standartlar düzeyine eriştiği

Tablo: 2.49. Türk Bankacılık Sektörünün Pasif Yapısı
(Milyar TL)

	Toplam Pasifler	Özkaynaklar	Kâr	Mevduat
1989				
Kamu Bank.	54.104	2.054	538	29.142
Özel Bank.	48.019	3.866	1.464	30.628
Yabancı Bank.	3.618	272	121	1.844
Sektör Toplamı	105.741	7.192	2.123	61.614
1990				
Kamu Bank.	83.686	4.671	1.310	45.881
Özel Bank.	76.054	6.545	2.177	45.789
Yabancı Bank.	6.123	466	181	2.263
Sektör Toplamı	165.862	11.682	3.668	93.933
1991				
Kamu Bank.	139.167	7.569	958	78.531
Özel Bank.	138.258	11.357	4.173	82.638
Yabancı Bank.	10.470	941	525	3.507
Sektör Toplamı	287.895	19.867	5.656	164.676
1992				
Kamu Bank.	254.196	14.688	5.446	147.823
Özel Bank.	256.332	19.833	6.257	140.940
Yabancı Bank.	21.772	1.579	1.231	5.296
Sektör Toplamı	532.301	36.100	12.933	294.059
1993				
Kamu Bank.	432.223	28.536	10.155	233.323
Özel Bank.	552.546	37.276	16.081	280.339
Yabancı Bank.	42.339	2.931	1.688	8.630
Sektör Toplamı	1.027.108	68.743	27.924	522.292
1994				
Kamu Bank.	903.808	43.045	3.593	545.410
Özel Bank.	959.512	75.392	29.353	622.519
Yabancı Bank.	64.832	4.852	6.328	24.436
Sektör Toplamı	1.928.152	123.289	32.088	1.192.365
1995				
Kamu Bank.	1.757.829	72.177	5.937	1.130.005
Özel Bank.	2.028.840	161.854	85.187	1.268.400
Yabancı Bank.	168.143	13.343	12.270	101.474
Sektör Toplamı	3.954.812	247.374	103.394	2.499.879
1996				
Kamu Bank.	3.835.956	168.675	35.715	2.707.521
Özel Bank.	4.713.404	338.853	195.059	3.215.930
Yabancı Bank.	409.450	32.863	23.098	222.313
Sektör Toplamı	8.958.810	540.391	253.872	6.145.764
1997				
Kamu Bank.	7.488.162	442.819	62.367	5.001.654
Özel Bank.	10.713.218	665.651	374.883	7.162.306
Yabancı Bank.	1.097.181	70.964	42.634	406.629
Sektör Toplamı	19.298.561	1.179.434	479.884	12.570.589
1998				
Kamu Bank.	14.178.636	602.803	147.486	9.837.860
Özel Bank.	20.528.116	1.373.415	490.856	13.509.954
Yabancı Bank.	2.128.394	152.499	121.617	845.909
Sektör Toplamı	36.835.146	2.128.716	759.959	24.193.723
1999				
Kamu Bank.	27.668.506	1.093.095	427.424	19.204.022
Özel Bank.	39.089.207	512.027	1.017.030	26.911.470
Yabancı Bank.	5.359.607	336.140	285.060	2.156.705
Sektör Toplamı	72.117.320	1.941.262	1.729.454	48.272.197
2000				
Kamu Bank.	35.706.805	1.093.340	-185.316	23.483.108
Özel Bank.	48.255.368	6.628.041	371.420	26.058.610
TMSF Bank.	8.862.477	-2.051.616	-3.309.927	7.896.265
Kal. ve Yat.B.	4.640.185	1.131.847	214.920	0
Yabancı Bank.	6.792.650	702.085	61.302	1.462.078
Sektör Toplamı	104.257.485	7.503.697	-2.847.591	58.900.061
2001				
Kamu Bank.	53.831.378	4.548.980	-20.791	37.257.560
Özel Bank.	97.445.977	9.004.279	453.379	67.004.047
TMSF Bank.	6.031.375	-446.570	-2.410.485	3.628.443
Kal. ve Yat.B.	7.803.220	1.578.324	191.901	0
Yabancı Bank.	5.056.488	1.010.672	420.447	2.243.518
Sektör Toplamı	170.168.438	15.695.685	-1.365.549	110.133.568
2002				
Kamu Bank.	67.831.493	6.747.415	1.056.113	48.488.559
Özel Bank.	119.471.241	15.193.747	2.430.849	80.629.436
TMSF Bank.	9.310.131	-1.095.892	-1.676.608	5.769.569
Kal. ve Yat.B.	9.438.100	2.995.545	464.480	0
Yabancı Bank.	6.629.664	1.387.698	83.275	3.085.808
Sektör Toplamı	212.680.629	25.228.513	2.358.109	137.973.372

Kaynak: TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, s. 17; BDDK, Yıllık Rapor 2002, Tablolar, (www. bddk. org.tr).

görülmektedir. Özkaynakların bankacılık sistemi toplam pasiflerine oranı, 1989 yılında yüzde 6,8; 1990 yılında yüzde 7; 1994 yılında yüzde 6,4; 1996 yılında yüzde 6; 1998 yılında yüzde 5,8; 1999 yılında yüzde 2,7; 2000 yılında yüzde 7,2; 2001 yılında yüzde 9,2 ve 2002 yılında yüzde 11,9 olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörünün kârlılığının toplam pasiflere oranı, 1990 yılında yüzde 2,2; 1993 yılında yüzde 2,7; 1994 yılında yüzde 1,7; 1996 yılında yüzde 2,8; 1999 yılında yüzde 2,4 ve 2002 yılında yüzde 1,1 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü 2000 ve 2001 toplulaştırılmış bilançolarında zarar görülmektedir.

Bankacılık sektörü mevduatlarının toplam pasifler içindeki payı, 1989 yılında yüzde 58,3; 1993 yılında yüzde 50,9; 1994 yılında yüzde 61,8; 1995 yılında yüzde 84,6; 1996 yılında yüzde 68,6; 2000 yılında yüzde 56,5; 2001 yılında yüzde 64,7 ve 2002 yılında yüzde 64,9 olarak gerçekleşmiştir.

Kamu bankaları pasiflerinin bankacılık kesimi toplam pasifleri içindeki payı 1994 yılından itibaren genel bir azalış eğilimi içinde olmuştur. Kamu bankaları pasiflerinin bankacılık kesimi toplam pasifleri içindeki payı, 1989 yılında yüzde 51,2; 1993 yılında yüzde 42,1; 1994 yılında yüzde 46,8; 1995 yılında yüzde 44,4; 1999 yılında yüzde 38,4; 2000 yılında yüzde 34,2; 2001 yılında yüzde 31,6 ve 2002 yılında yüzde 31,9 olmuştur.

Kamu bankaları özkaynaklarının bankacılık sektörü toplam özkaynakları içindeki payı dönem süresince sektörde gözlenen istikrarsızlıkların bir yansıması olarak önemli iniş-çıkışlar göstermiştir. Kamu bankaları özkaynaklarının bankacılık kesimi toplam özkaynakları içindeki payı, 1989 yılında yüzde 42,5; 1994 yılında yüzde 34,9; 1996 yılında yüzde 31,2; 1998 yılında 28,3; 1999 yılında yüzde 56,3; 2000 yılında yüzde 14,6; 2001 yılında yüzde 29 ve 2002 yılında yüzde 26,7 olarak gerçekleşmiştir.

Kamu bankalarının elde ettikleri kârların bankacılık sektörünün toplam kârı içindeki payı, 1989 yılında yüzde 25,3; 1991 yılına yüzde 16,9; 1993 yılında yüzde 36,4; 1996 yılında yüzde 14,1; 1999 yılında yüzde 24,7 olarak gerçekleşmiştir. Kamu

bankaları bilançosunda kriz yılları olan 1994, 2000 ve 2001 yıllarında zarar görülmektedir.

Kamu bankalarının topladıkları mevduatların bankacılık sektörü toplam mevduatları içindeki payı dönem süresince genel olarak azalmıştır. Kamu bankaları mevduatlarının bankacılık sektörü toplam mevduatları içindeki payı, 1989 yılında yüzde 47,3; 1993 yılında yüzde 44,7; 1997 yılında yüzde 39,8; 2000 yılında yüzde 39,9; 2001 yılında yüzde 33,8 ve 2002 yılında yüzde 35,1 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo: 2.50. Mevduatın Vadelere Göre Dağılımı (%)

		2001	2002
Türk Lirası Mevduat	1 Aya Kadar	59,6	58,6
	1-3 Ay	31,3	29,9
	3-6 Ay	4,9	6,6
	6-12 Ay	1,3	2,8
	12 Ay +	2,8	2,1
	Toplam	100,0	100,0
Döviz Tevdiat Hesapları	1 Aya Kadar	58,6	62,6
	1-3 Ay	27,6	23,7
	3-6 Ay	5,6	6,5
	6-12 Ay	5,7	6,3
	12 Ay +	2,5	1,0
	Toplam	100,0	100,0

Kaynak: BDDK, Yıllık Rapor 2002, s. 30. (www. bddk. org.tr).

Türkiye’de ekonomik birimlerin, siyasi ve ekonomik belirsizlik ortamının bir sonucu olarak kısa vadeli tasarruf etme eğilimleri ön plandadır. Banka kaynakları içerisindeki en önemli paya sahip olan mevduatın ortalama vadesi 2002 yılı için 2,6 ay olarak gerçekleşmiştir.³⁶¹ Kısa vadeli mevduatın ağırlıklı payının hem TL hem de döviz cinsinden mevduatlarda görülmesi, tasarruf sahiplerinin faiz oranlarındaki değişmelere karşı duyarlı olduklarını göstermektedir. TL cinsi mevduatlar içinde 3 aydan kısa vadeli mevduatların payı 2002 yılında yüzde 88,5 oranında

³⁶¹ BDDK, Yıllık Rapor 2002, s. 30. (www. bddk. org.tr).

gerçekleşirken, döviz cinsinden mevduatlar içinde 3 aydan kısa vadeli mevduatların payı ise yüzde 86,3 oranında gerçekleşmiştir.

2.5.3. Bankacılık Sektörü Rasyoları

Bankacılık sektörünün finansal liberalizasyon sürecinde gösterdiği performansı değerlendirmek açısından sektör ve gruplar ayrımı çerçevesinde temel bankacılık rasyolarını incelemek anlam taşımaktadır.

2.5.3.1. Sermaye Yeterliliği Rasyosu

Bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği rasyosu değerlendirildiğinde, özkaynaklar ile kâr toplamının, toplam aktiflere oranından oluşan sermaye yeterliliği rasyosu sektör bazında 1990 ve 2002 yılları haricinde yüzde 10'un altında kalmış, 1999 yılında yüzde 5,9; 2000 yılında ise yüzde 6,9 ile en düşük değerlerini almıştır. Bu veriler, Türk bankacılık sektöründe ciddi anlamda bir sermaye yetersizliği sorunu olduğunu fakat 2002 yılında bu durumun düzelme eğilimine girdiğini kanıtlamaktadır.

Tablo: 2.51. Sermaye Yeterliliği Rasyoları (%)

	(Özkaynak + Kâr) / Top. Aktif				(Özkaynak + Kâr) / (Mevduat + Mev. Dışı Kaynak)			
	Kamu Bankaları	Özel Bankalar	Kalkınma ve Yatırım Bank.	Sektör	Kamu Bankaları	Özel Bankalar	Kalkınma ve Yatırım Bank.	Sektör
1989	8,2	10,3	10,1	9,4	10,7	13,4	13,8	12,3
1990	8,2	11,5	13,2	10,1	10,5	15,0	18,8	13,3
1991	7,1	11,2	11,8	9,6	9,3	14,6	17,0	12,7
1992	6,3	10,0	11,0	8,6	7,9	12,9	17,1	11,1
1993	8,8	9,5	9,9	9,4	11,0	12,0	14,6	12,0
1994	5,9	10,6	4,8	8,5	7,0	13,4	6,1	10,6
1995	5,1	11,7	7,1	8,9	6,0	15,2	10,1	11,3
1996	4,7	11,3	12,0	8,9	5,4	13,9	17,0	10,8
1997	6,0	10,9	1,1	9,4	7,2	13,3	23,1	11,6
1998	4,2	12,8	18,1	8,9	5,0	16,2	28,6	11,0
1999	4,1	12,9	18,9	5,9	4,8	16,2	30,4	7,0
2000	3,1	13,7	24,4	6,9	3,4	17,2	42,5	8,2
2001	8,5	5,6	20,2	7,2	9,8	6,3	37,3	8,3
2002	11,5	14,8	36,7	13,0	14,7	18,6	98,4	16,9

Kaynak: TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, Tablolar; BDDK, Yıllık Rapor 2002, Tablolar, (www. bddk. org.tr).

Öte yandan, kamu bankalarının sermaye yeterlilik rasyoları özel bankalara göre çok daha düşük düzeylerde kalmıştır. Kamu bankalarının sermaye yeterlilik rasyosu 2000 yılında yüzde 3,1 oranıyla en düşük düzeyine inmiştir. Özel bankalar açısından 2001 yılındaki yüzde 5,6 oranı, dönem içinde gözlenen en düşük sermaye yeterlilik oranı olmuştur. 2002 yılında tüm sektördeki sermaye yeterlilik oranları yapılan düzenlemelerin bir sonucu olarak artmıştır.

2.5.3.2. Aktif Kalitesi Rasyosu

Bankacılık sektörü aktif kalitesini yansıtan temel rasyolardan olan toplam kredilerin toplam aktifler içindeki payı dönem içinde yaklaşık yüzde 40'lar düzeyinden dönem sonunda yüzde 25'lerin altına düşmüştür. Kredilerin toplam aktifler içindeki payının düşmesi bankacılık sektörü aktif kalitesinin giderek düştüğünün net bir göstergesidir. Bu süreçte, kamu bankalarının aktif kalitesi diğer banka gruplarına göre daha kötü pozisyona ulaşmıştır.

Tablo: 2.52. Bankacılık Sektörü Aktif Kalitesi
(%)

	Toplam Krediler / Toplam Aktifler				Yabancı Para Cinsinden Aktifler / Yabancı Para Cinsinden Pasifler			
	Kamu Bank.	Özel Bank.	Kal. ve Yat. Bank.	Sektör	Kamu Bank.	Özel Bank.	Kal. ve Yat. Bank.	Sektör
1989	43,8	36,2	61,9	42,2	105,3	105,3	105,3	105,3
1990	47,6	43,0	63,4	47,0	88,1	88,1	88,1	88,1
1991	44,8	39,8	61,1	43,9	90,0	90,0	90,0	90,0
1992	41,1	39,8	62,4	41,8	86,8	86,8	86,8	86,8
1993	39,9	40,5	61,1	41,4	84,6	84,6	84,6	84,6
1994	37,6	37,9	58,8	39,0	96,5	96,5	96,5	96,5
1995	44,2	39,1	63,4	42,5	90,6	90,6	90,6	90,6
1996	39,5	43,6	70,6	43,1	93,6	93,6	93,6	93,6
1997	45,6	44,7	69,3	45,5	89,6	89,6	89,6	89,6
1998	31,9	41,4	70,8	38,3	97,8	82,6	103,0	84,9
1999	24,3	33,5	65,6	30,1	99,2	82,2	104,0	79,4
2000	25,8	37,7	68,1	32,9	93,8	74,0	110,3	75,9
2001	16,4	26,7	68,3	24,6	95,4	80,3	105,2	83,7
2002	11,2	28,4	44,9	23,0	96,0	84,7	105,4	85,7

Kaynak: TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, Tablolar; TBB, Bankalarımız 2002 Yılı Kitabı, Tablolar, (www.tbb.org.tr).

Bankacılık sektörünün aktif kalitesi, yabancı para cinsinden aktiflerin yabancı para cinsinden pasiflere oranı açısından değerlendirildiğinde, TL'nin aşırı değerlendiği 1994 ve 2000/2001 krizleri öncesi dönemlerde aktif kalitesinde gözlenen görece düzelme kriz süreci ve sonrasında oluşan para ikamesinin doğrudan bir sonucu olarak tekrardan bozulmuştur.

2.5.3.3. Kârlılık Rasyosu

Türk bankacılık sisteminin gelir gider yapısı incelendiğinde, bankacılık sistemi toplam gelirlerinin 1989 yılında yüzde 73,8'i; 1994 yılında yüzde 58,7'si; 1997 yılında yüzde 68,6'sı; 1999 yılında yüzde 58,4'ü; 2000 yılında yüzde 87,3'ü; 2001 yılında yüzde 91'i ve 2002 yılında yüzde 85,2'si toplam faiz gelirlerinden oluşmuştur. Öte yandan, bankacılık sisteminin toplam giderlerinin 1989 yılında yüzde 71,9'u; 1993 yılında yüzde 50,6'sı; 1994 yılında yüzde 41,6'sı; 1996 yılında yüzde 51,9'u; 1999 yılında yüzde 47,7'si; 2000 yılında yüzde 73,9'u; 2001 yılında yüzde 79,5'i ve 2002 yılında yüzde 72,2's, toplam faiz giderlerinden oluşmuştur.³⁶²

Tablo: 2.53. Bankacılık Sektörünün Kârlılık Yapısı (%)

	Net DönemKârı / Ortalama Toplam Aktifler				Net DönemKârı / Ortalama Özkaynaklar				Net DönemKârı / Ortalama Ödenmiş Sermaye			
	Kamu Bank.	Özel Bank.	Kal. ve Yat. Bank.	Sektör	Kamu Bank.	Özel Bank.	Kal. ve Yat. Bank.	Sektör	Kamu Bank.	Özel Bank.	Kal. ve Yat. Bank.	Sektör
1989	1,7	2,7	1,1	2,2	28,0	35,0	12,4	30,3	47,2	71,1	15,5	52,8
1990	2,2	3,5	2,0	2,8	33,4	41,9	19,1	36,0	60,6	79,9	23,5	62,3
1991	0,7	3,9	1,7	2,4	11,9	47,2	16,0	32,6	17,8	84,9	19,4	51,1
1992	2,1	3,1	1,7	2,8	49,8	40,6	16,7	42,9	56,1	72,3	20,8	62,0
1993	3,1	3,9	2,3	3,5	57,9	56,5	25,9	54,5	90,1	98,9	33,5	87,9
1994	-0,1	3,8	-1,7	2,2	-1,2	52,9	-34,5	33,5	-2,5	92,9	-34,5	58,4
1995	0,2	5,7	2,6	3,4	4,0	76,8	58,1	55,4	8,3	140,9	58,0	100,2
1996	0,9	5,8	4,8	3,9	22,1	80,0	70,7	64,3	52,9	147,3	82,9	119,0
1997	0,8	4,8	3,8	3,4	17,9	69,6	36,7	54,1	32,6	100,0	45,9	80,6
1998	0,8	5,6	6,9	2,7	20,0	70,8	56,6	44,9	34,8	111,1	69,7	59,6
1999	1,5	5,6	7,5	-0,6	48,2	65,2	57,7	-14,9	86,9	108,9	74,0	-12,7
2000	-0,6	0,9	5,3	-3,6	-21,5	9,6	31,4	-89,8	-33,3	16,0	39,8	-71,9
2001	0,0	-4,7	3,1	-3,8	-0,8	-69,5	17,3	-69,9	-0,9	-81,6	20,5	-63,4
2002	1,6	2,0	4,9	1,1	15,7	16,0	15,5	9,3	28,6	45,2	30,3	19,5

Kaynak: TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, 1998, Tablolar; BDDK, Yıllık Rapor 2002, Tablolar, (www.bddk.org.tr).

³⁶² TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi, İstanbul: TBB Yayını, Tablolar, 1998; TBB, Bankalarımız 2002, (www.tbb.org.tr).

Bankacılık sektörünün net faiz gelirlerinin toplam aktiflere oranı 1998 yılında yüzde 12,3; 2000 yılında yüzde 3,5; 2001 yılında yüzde 4,7 ve 2002 yılında yüzde 6 oranlarında gerçekleşmiştir. Faiz gelirlerinin, faiz giderlerini karşılama oranı dönem boyunca genelde yüzde 140'lar düzeyinde gerçekleşmiştir. Toplam gelirlerin, giderleri karşılması açısından ise yalnız 2000 yılında giderler gelirleri aşmıştır.³⁶³

Bankacılık sektörü kârlılık yapısı açısından değerlendirmeye alındığında, net dönem kârının toplam aktiflere oranı açısından sektör kârlılığının 1996-2001 yılları arasında sürekli azaldığı, hatta 1999, 2000 ve 2001 yıllarının zarar yılları olduğu görülmektedir. Ne var ki, tabloda 1999 ve 2001 yılları arasındaki net dönem kârının toplam aktiflere oranını yansıtan veriler dikkate alındığında, 1999-2001 yılları arasındaki sektör zararının önemli bir kısmının TMSF'ye devredilen bankalardan kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. Net dönem kârının özkaynaklara oranı ve net dönem kârının ödenmiş sermayeye oranı açısından da sektör kârlılığı aynı şekilde 1996-2001 yılları arasında düzenli olarak azalmıştır. Bu süreçte özel bankaların yalnız 2001 yılında fakat oldukça yüksek oranlarda zarar ettikleri görülmektedir. Sonuç olarak, kârlılık yapısı açısından bankacılık sektörü 1996 yılından sonra önemli olumsuzluklar yaşamıştır. 2000 ve 2001 yılları tüm bankacılık sektörü grupları için son derece kötü kârlılık performanslarının gerçekleştiği yıllar olmuştur.

Yukarıda yapılan tespitler ışığında Türk bankacılık sisteminin yapısal özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz;

- i) Yetersiz özkaynaklar.
- ii) Küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı.
- iii) Kamu bankalarının sistem içindeki payının yüksekliği.
- iv) Kredi yoğunlaşması, grup bankacılığı ve risklerin yoğunluğu, kredi ve karşılıklar arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanan zayıf aktif kalitesi.
- v) Vade uyumsuzluğu ve açık pozisyondan kaynaklanan piyasa risklerine aşırı duyarlılık ve kırılganlık.

³⁶³ TBB, 40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi ; TBB, Bankalarımız 2002, (www.tbb.org.tr).

1990 sonrası dönemde, Türkiye'deki bankacılık sistemi genel olarak vade uyumsuzluğundan kaynaklanan bir likidite riski ile karşı karşıya kalmıştır. Çünkü bankalar genel olarak, daha kısa vadeli ve düşük faizli mevduatlar ve yurt dışı kaynaklı kredilerle oluşturdukları fonları, uzun vadeli ve daha yüksek faiz getirili kamu menkul kıymet araçlarında değerlendirdiklerinden, likidite sıkışıklığına girildiği durumlarda ciddi sorunlarla karşılaşmışlardır. Söz konusu likidite riski, özellikle kriz sürecinde, ödeme gücünü çeken bankaların yarattığı aşırı fon talebi nedeniyle faiz oranlarını aşırı yükseltmiş, bankaların portföylerinde bulunan menkul kıymet fiyatlarını aşağıya çekerek yaşanan krizi derinleştirmiştir.³⁶⁴ Bankaların açık pozisyon vererek kamuyu fonlamasının doğal sonucu olarak ortaya çıkan kur ve faiz riski 1990'lardan itibaren Türkiye'de bankacılık kesiminin en büyük problemlerinden biri olmuştur. Pozisyon açığı veren bankalar, arbitraj karı beklentisiyle önemli oranda döviz kuru riski taşımaktadırlar. Beklentilerin tersine, faiz oranlarındaki düşüşler ve döviz kurundaki artış bankacılık kesimi için çok ciddi zararları beraberinde getirmektedir.

Bankacılık sektörünün yukarıda ortaya konulan yapısal özellikleri ve yaşanan krizlerdeki önemli rolü nedeniyle, sistemi daha sağlıklı bir yapıya kavuşturabilmek amacıyla Mayıs 2001'de "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı" uygulamaya konulmuştur.

2.5.4. Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı

2000 yılına girerken uygulamaya sokulan ekonomik istikrar programının yanı sıra finansal sistemin güçlendirilmesini hedefleyen kararlar alınmış ve düzenlemelere gidilmiştir. Yukarıda değinildiği üzere, 4389 sayılı yeni Bankalar Kanunu ile getirilen temel yenilikler; idari ve mali açıdan tamamen bağımsız bir denetim ve gözetim otoritesinin kurulması, risk izleme ve yönetim anlayışının değiştirilmesi, mali bünye sorunları olan bankaların sistemik bir risk doğurmasını engelleyerek

³⁶⁴ Aydın, a.g.m., s. 10.

bankacılık sektörünün etkin olarak çalışmasını sağlayacak önlemlerin alınması ve bunun için gerekli mekanizmanın oluşturulmasıdır.³⁶⁵

Uluslararası finansal mimari düzenlemelerinin bir uzantısı olarak uygulamaya konulan bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programı Türk bankacılık sisteminin içerdiği yapısal sorunları aşmaya yöneliktir. Bu programla bankacılık sistemin finansal ve operasyonel yapısının güçlendirilmesi ve sistemdeki etkinliğin ve rekabetin kalıcı olarak yerleştirilmesi amaçlanmaktadır. Programın temel unsurları şunlardır:³⁶⁶

- i) Kamu bankalarının yeniden yapılandırılması.
- ii) TMSF'ye devredilen bankaların çözümlenmesi.
- iii) Özel bankacılık sisteminin daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması.
- iv) Gözetim ve denetim çerçevesinin güçlendirilmesi ve sektörde etkinliğin artırılması.

Bu çerçevede, BDDK bankacılık sektörünün uluslararası standartlarda etkin ve sağlıklı bir şekilde çalışabilmesini sağlamak üzere toplam 1132 karar alınmıştır. Öte yandan, TMSF tarafından devralınan bankaların çözümlenmesi süreci içerisinde 1806 karar alınmıştır.³⁶⁷

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasının toplam maliyeti 47,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kamu maliyesi üzerinde, yeniden yapılandırma sürecinde görev zararları dahil olmak üzere kamu bankaları için 21,9 milyar dolar, TMSF'ye devredilen bankalar için ise 17,3 milyar dolar olmak üzere toplam 39,3 milyar dolarlık (GSYİH'nın yüzde 26,6'sı) bir ek yük ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasının özel sektöre maliyeti, 5,2 milyar doları TMSF tarafından ve 2,7 milyar doları kriz döneminde eriyen sermayeleri güçlendirmek amacıyla özel sektör bankaları tarafından olmak üzere toplam 7,9 milyar dolar (GSYİH'nın yüzde 5,3'ü) olmuştur.³⁶⁸

³⁶⁵ TBB, "Son Dönemde Bankacılık Alanında Gerçekleştirilen Yasal ve Düzenleyici Değişiklikler", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını**, (Aralık, 2001), s. 3. (www.tbb.org.tr).

³⁶⁶ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, (Ekim, 2003), s. 9. (www.bddk.org.tr).

³⁶⁷ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 9.

³⁶⁸ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 7.

2.5.4.1. Kamu Bankalarının Yeniden Yapılandırılması

Kamu bankalarının yeniden yapılandırılması çabaları, bir taraftan söz konusu bankaların sistem üzerindeki olumsuz etkilerini en aza indirirken, diğer taraftan kamu maliyesi üzerinde bir yük yaratmıştır. Bu kapsamda, kamu bankalarının mevcut görev zararları alacaklarının menkul kıymete bağlanması ve sermaye desteği sağlanması amacıyla Hazine tarafından aktarılan kaynak, 2001 yılı sonu itibariyle GSYİH'nın yüzde 14,8'ine ulaşmıştır.³⁶⁹

Kamu bankalarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin çalışmalarda öncelik, bu bankaların finansal yapılarının güçlendirilmesine verilmiştir. Bu çerçevede; görev zararları alacaklarının tasfiyesi, kısa vadeli yükümlülüklerin azaltılması, sermaye desteği sağlanması, mevduat faizlerinin piyasa faizlerine uyumlu hale getirilmesi ve kredi portföyünün etkin yönetimi alanlarında yoğunlaşmıştır.³⁷⁰

Kamu bankalarının finansal yapılarının güçlendirilmesiyle eşanlı olarak operasyonel yeniden yapılandırma çalışmaları da başlatılmıştır. Kamu bankalarının operasyonel açıdan yeniden yapılandırılması kapsamında; bu bankaların organizasyon, teknoloji, ürün, insan kaynakları, krediler, mali kontrol, planlama, risk yönetimi ve hizmet yapısını çağdaş bankacılığın ve uluslararası rekabetin gereklerine göre yapılandırılması hedeflenmiştir. Operasyonel yeniden yapılandırma sürecinde ilk adım olarak bu bankaların yönetimi, ortak yönetim kuruluna devredilmiş ve ortak yönetim kuruluna kamu bankalarını yeniden yapılandırma ve özelleştirmeye hazırlama yetkisi verilmiştir. Öte yandan, kamu bankalarının şube ve personel sayısının rasyonel seviyeye getirilmesi yönünde çalışmalar yapılmıştır.³⁷¹

³⁶⁹ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 11.

³⁷⁰ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 12.

³⁷¹ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, ss. 16-17.

2.5.4.2. TMSF'ye Devredilen Bankaların Yeniden Yapılandırılması

1997 yılından Ağustos 2003 tarihine kadar 20 banka TMSF'ye devredilmiştir. TMSF'ye devredilen bankaların devir tarihi itibarıyla toplam yükümlülükleri 32 milyar dolardır. Devralınan yükümlülüklerin yüzde 81'i mevduat hesaplarından (26 milyar dolar) oluşmakta, mevduat hesaplarının 16,8 milyar dolarlık kısmı sigortaya tabi mevduat kapsamındadır. TMSF'ye devredilen bankaların bilanço içi yabancı para pozisyon açığı yaklaşık 6 milyar dolar tutarında gerçekleşmiştir. Söz konusu bankaların aktiflerinin önemli bir kısmı ise çok kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmiş durumdadır.³⁷²

TMSF'ye devredilen bankaların toplam zararlarının çok önemli bir kısmı hakim ortakların kendi bankalarından yasal limitlerin çok üzerinde kaynak kullanmış olmalarından kaynaklanmıştır. Nitekim, hakim ortakların kendi ve diğer TMSF bankaları aracılığıyla kullandıkları toplam kaynak tutarı 11 milyar dolar düzeyindedir.

TMSF bünyesine alınan bankaların finansal yeniden yapılandırılması çerçevesinde kısa vadeli yükümlülükleri azaltılmış, açık pozisyonları önemli oranda kapatılmış, mevduat faizleri piyasa koşullarına uygun hale getirilmiş, bu bankaların mevduat ile yabancı para yükümlülükleri diğer bankalara devredilmiştir.³⁷³

TMSF'ye devredilen bankaların finansal yeniden yapılandırılması çabalarıyla eşanlı olarak operasyonel yeniden yapılandırılması da gerçekleştirilmiş bu çerçevede, öncelikle devralınan bankaların şube ve personel sayıları azaltılmıştır. Banka varlıklarının etkin ve kısa sürede çözümlenmesi amacıyla takipteki alacaklar, iştirakler ve gayrimenkuller için yeni bir yapılanma içerisine girilmiştir.³⁷⁴

³⁷² BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 22.

³⁷³ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 27.

³⁷⁴ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 33.

2.5.4.3. Özel Bankaların Yeniden Yapılandırılması

Yaşanan finansal krizler mali bünyesi zayıf olan bankaları olduğu gibi mali bünyesi güçlü olan bankaları da olumsuz yönde etkilemiştir. Mali bünyesi zayıf bankalar krizler sonucunda durumları daha da kötüleşerek faaliyetlerini sürdüremez hale geldiklerinden TMSF'ye devredilirken, mali bünyesi güçlü olan bankalar ciddi sermaye kayıpları ile karşı karşıya kalmışlardır.

Özel bankaların finansal ve operasyonel anlamda yeniden yapılandırılması çalışmaları ile eşanlı olarak sektöre yönelik düzenleme, gözetim ve denetim çerçevesini güçlendirecek, bankacılık sistemini daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturacak, sektörün dayanıklılığını gerçekleştirecek ve sektöre güveni kalıcı kılacak yasal çerçevenin uluslararası standartlara uyumlaştırılmasına çalışılmaktadır. Bu çerçevede “Basle Komitesi Kararları” doğrultusunda gözetim ve denetim yapısına ilişkin esas alınan düzenlemeler şunlardır:³⁷⁵

- i) Sermaye yeterliliği.
- ii) Risk düzenlemeleri.
- iii) Kredi ve iştirak sınırlamaları ile karşılıklara ilişkin düzenlemeler.
- iv) Muhasebe standartları, bağımsız denetim ve devir ile birleşmelere ilişkin düzenlemeler.
- v) “Banka Sermayelerinin Güçlendirilmesi Programı” kapsamında yapılan düzenlemeler.
- vi) Özel finans kurumlarına ilişkin düzenlemeler.
- vii) Yabancı ülkelerle yapılan denetim ve işbirliği anlaşmaları.

2000/2001 krizlerinin etkisiyle mali bünyeleri ve kârlılık performansları kötüleşen özel bankaların daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına yönelik önlemler çerçevesinde, öncelik özel bankaların kendi kaynakları ile sermaye yapılarını güçlendirmelerine ve piyasa risklerinin sınırlandırılmasına verilmiştir. Bu çerçevede 2001-2003 yılları arasında 4 katrilyon TL (2,7 milyar dolar) sermaye artışı sağlanmıştır. Hazine, Haziran 2001’de gerçekleştirdiği iç borç takas işlemiyle özel

³⁷⁵ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 60.

bankaların yabancı para pozisyon açıklarını önemli ölçüde kapatmalarına katkıda bulunmuştur. Nitekim, 2000 yılı sonunda 8,4 milyar dolar olan özel bankaların bilanço içi yabancı para pozisyon açıkları, 2001 yılı sonunda 1,5 milyar dolara gerilemiştir. Hazine'nin gerçekleştirdiği bu iç borç takas işlemi sonucu iç borçlanmada değişken faizli, dövizde endeksli ve döviz cinsinden tahvillerin payının artması, bankaların kur riskinin yanı sıra, faiz riskinin de azalmasına katkıda bulunmuştur.³⁷⁶

Ne var ki, kamu iç borcunun yeniden yapılandırılması, özel bankalar açısından olumlu bir gelişme iken kamunun borç yükünü önemli oranda arttırmış, iç borcun önemli oranda dövizde endekslenmesi aynı süreçte ekonomideki para ikamesi olgusunun boyutunu derinleştirerek para politikası olanaklarının daralmasını beraberinde getirmiştir.

Ekonomide durgunluğun beklenenden daha derin olması, küresel ekonomideki belirsizliklerin artması, olumsuz koşulların duran varlıkları nakde çevirme olanağını kısıtlaması ve yerli/yabancı yatırımcıların sektöre yönelik çekincelerinin artması, bir yandan sermaye gereksinimini artırırken, diğer yandan özel kesimin yeni sermaye artırımını olanaklarını sınırlandırmıştır. Bu durum özel bankalara yönelik yeniden yapılandırma stratejisinin yeni araçlarla güçlendirilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu çerçevede belirlenen ve uygulamaya konulan yeni araçlar şunlardır:³⁷⁷

- i) Özel bankaların erozyona uğrayan sermaye yapılarının gerekirse kamu desteği de sağlanarak güçlendirilmesi.
- ii) Bankacılık sektöründeki kötü aktifler sorununun "İstanbul Yaklaşımı" ve varlık yönetim şirketlerinin kurulması yoluyla çözümlenmesidir.

Sorunlu aktiflerin çözümünü hızlandırıcı mekanizmaların uygulanmasına yönelik düzenlemeler yapılmış, bu kapsamda 2003 Eylül sonu itibarıyla "İstanbul Yaklaşımı" çerçevesinde 226 firmaya ait 5,1 milyar dolar tutarındaki borç yeniden yapılandırılmıştır.³⁷⁸

³⁷⁶ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 46.

³⁷⁷ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 47.

³⁷⁸ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu- VII, s. 8.

Sonuç olarak, çalışmanın ikinci bölümünde, finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye'nin temel makroekonomik göstergelerinde ve bankacılık kesimi özelinde finansal sisteminde meydana gelen gelişmeler incelemiştir. Verilerden hareketle incelenen süreçte varılan temel yargı; Türkiye'de yaşanan iki ayrı finansal krize, kamu kesimi borçlanma gereğinin sürekli artmasına paralel olarak artan kamu baskısının, finansal sistemde önemli olumsuzluklara yol açmasının yanında, piyasalarda oluşan belirsizliklerin, döviz kuru ve faiz oranı üzerinde baskı oluşturarak, bankacılık kesiminin kırılabilirliğini arttırmasının neden olduğudur. Bu çerçevede ikinci bölümün sonunda çalışmanın kapsadığı finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye'de yaşanan 1994 ve 2000/2001 krizlerinin ele alınması anlamlı olacaktır.

2.6. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNDE TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalizasyon sürecinin sıralaması konusunda, teori ve pratikte yer alan uyarı ve ipuçlarına rağmen; Türkiye'de kamu maliyesi dengesi oluşturulmadan, bankacılık sistemindeki gerekli düzenleme ve denetim mekanizmaları kurulmadan ve enflasyon kontrol altına alınmadan tam finansal liberalizasyonun benimsenmiş olması, ekonomide karşılaşılan sorunların ana kaynağını oluşturmuştur.

Dış ödemeler dengesi ve döviz piyasasına ilişkin dengesizliklerle birleşen ve asıl olarak yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminden kaynaklanan bir dizi dinamik, Türkiye'de finansal krizlerin kaynağını oluşturmuştur.³⁷⁹ Türkiye'de yaşanan finansal krizlerin en yaygın kabul gören açıklaması, bütçe açıklarının ve kamu kesimi borçlanma gereğinin büyüklüğü üzerinde odaklanmıştır. Bu doğrultuda, finansal krize yol açan iki farklı faktör demeti ön plana çıkmıştır. Birinci grup kriz nedenleri “kötü politikalar” olarak isimlendirilebilir. İkinci grup kriz nedenleri ise “piyasa aksaklıkları” ve “finansal kırılabilirlik” olguları olarak isimlendirilebilir. Özellikle finansal liberalizasyonun derecesi arttıkça, sermaye hareketleri giderek

³⁷⁹ Kemal Çakman ve Umut Çakmak, “1989 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Kriz Dinamikleri”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 213, Yıl: 18, (Aralık, 2003), s. 32.

yoğunlaşırken, piyasalar arasında olumsuz etkilerin yayılması, dengesizliklerin ve aksaklıkların boyutunu büyütüştür. Bu aksaklıklarla beraber, ulusal finansal sistemin kırılma eğilimini arttıran bir takım kötü politikalar da devreye girdiğinde piyasalardaki derinleşen dengesizlikler önce finansal paniğe, devamında finansal krize dönüşmüştür.³⁸⁰

Türkiye'nin yaşadığı 1994 finansal krizi, Meksika ve Doğu Asya krizleriyle karşılaştırıldığında; aşırı değerlenmiş döviz kurunun, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve yurtiçi-yurtdışı faiz oranı farklılığından dolayı bankaların yurtdışından kısa vadeli borçlanma karşılığı yurtiçinde uzun vadeyle ulusal para birimi cinsinden borç vermelerinin yarattığı kırılma eğilimi söz konusu krizlerin ortak yanlarını oluşturmaktadır.

Türkiye'nin yaşadığı 2000-2001 finansal krizinin arka planındaki başlıca yapısal ve makroekonomik olumsuzluklar, diğer birçok kriz yaşayan gelişmekte olan ülkede de gözlemlendiği gibi, denetim ve düzenlemenin yetersiz kaldığı bir ortamda finansal sektörün dışa açılarak, hızla büyümesi sonucunda oluşan yapısal kırılma eğilimleri olarak ortaya çıkmıştır. Türkiye'nin 2000-2001 krizinin, diğer finansal krizlerden en temel farklılığı, Türkiye'nin yüksek enflasyon ortamında, devletin yüksek faizli iç borç stokunu, kısa süreli vadelerle, görece küçük bir finansal sistem içinde çevirme gayretinin bir sonucu olmasıdır.

Gerek 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerindeki, gerekse 1990'lı yıllarda Meksika, Doğu Asya, Rusya ve Türkiye'deki finansal krizler, finansal sistemin kırılma eğilimi olduğu ülkelerde, döviz kuru çapası uygulamasının, spekülasyon ataklarına karşı sürdürülmesinin oldukça zor olduğunu göstermiştir. Uygulanan sabit kura dayalı istikrar programlarının sonucunda genelde; sert ve hacimli bir devalüasyon beklentisi içinde hızlı bir sermaye çıkışı ile kur değeri kaybetmiş ve faiz oranlarında önemli yükselişler yaşanmıştır. Döviz kuru çapası, ulusal para birimleri için bir istikrar unsuru olarak görülmeye başlandığında, döviz cinsinden borçlanmayı ve yüksek oranlarda döviz kuru riski almayı teşvik etmektedir. Bu süreçte, faiz oranlarını

³⁸⁰ Arın, a.g.m., ss. 570-571.

yükselterek döviz talebini bastırma çabaları, finansal sisteme çok büyük zararlar vermekte ve kırılganlığı arttırmaktadır.³⁸¹

Türkiye’de faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve Hazine’nin TCMB kaynakları yerine, kamu menkul kıymetleri aracılığıyla iç borçlanmaya yönelmesi, kamu kesimi açıklarının finansman maliyetlerini arttırmak yanında, özel sektör borçlanmasını da sistemden dışlamıştır. Kamu kesiminin finansal piyasalardaki baskısının bir sonucu olarak, sermaye piyasalarının etkinlikten uzak faaliyetinin yol açtığı finansal istikrarsızlık, reel sektörü ve ulusal üretim hacmini olumsuz yönde etkileyerek, GSMH’da dalgalanmalar yaşanmasına neden olmuştur.

Türkiye’de uygulamaya sokulan “tam konvertibilite”nin net etkisi olarak, en küçük tasarruf sahipleri dahi “güvenilir” buldukları yabancı para birimlerine kolaylıkla ulaşabilecek duruma geldiklerinden, Hazine borçlanabilmek için fon arz edenlere daha yüksek risk primi ve faiz sunmak zorunda kalmıştır. Sonuç olarak, yukarıda tespit edildiği üzere, 1995-1999 yılları arasında reel olarak yıllık ortalama yüzde 30,6 oranına yükselen kamu iç borçlanma faiz oranları, ulusal finansal sistem üzerinde büyük bir baskı oluşturarak, 2000-2001 finansal krizine giden yolu açmıştır.

Türkiye’de 1987 sonrası dönemde gözlenen finansal istikrarsızlık ve kamu açıklarının finansmanı sürecinde kırılgan bankacılık sistemine olan bağımlılık sonucu, ekonomik faaliyet ve buna bağlı büyüme oranlarında dalgalanmalar yaşanmış, 1990-2001 yılları arasında GSMH’nın ortalama büyüme oranı yüzde 3 iken, standart sapması bunun iki katı olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik faaliyetlerdeki istikrarsızlık, sabit sermaye birikimi verilerine sert dalgalanmalar şeklinde yansımış ve bu durum da ekonominin uzun dönemdeki büyüme potansiyeli üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır.³⁸²

Türkiye’de kamu bankalarının sektör içindeki görelî payının yüksek olması, yaşanan finansal krizi derinleştiren diğêr bir olgu olmuştur. Siyasal tercihlerle belirli kesimlere düşük faizlerle kullandırılan ve önemli kısmı geri dönmeyen kamu

³⁸¹ Celasun, a.g.m., s. 171.

³⁸² Boratav ve Akyüz, a.g.m., s. 20.

kredilerinden kaynaklanan “görev zararları”, devlet bütçesinden yeterli likit kaynaklarla karşılanmadığı için, kamu bankalarının nakit açığı büyümüş, gecelik fonlama maliyetleri artmış ve bankacılık sisteminin kırılganlığı önemli oranda artmıştır.³⁸³

2.6.1. 1994 Finansal Krizi

Türkiye ekonomisinin 1980’lerin sonuna doğru yaşadığı tıkanmanın çözümüne yönelik yapısal düzenlemelerin siyasi tercihlerle uygulamaya konulamamış olması sonucu 1994 yılı başında Türkiye bir ekonomik krizin içine girmiş, uzun bir süre istikrarlı görünen dolar-TL paritesi ciddi şekilde bozulmuş, enflasyonist baskı büyük ölçüde artmıştır.³⁸⁴

1993 yılı sonu itibariyle, finansal liberalizasyon uygulaması altında geçen yaklaşık dört yıllık sürecin sonunda Türkiye ekonomisinin temel görünümü şöyle sıralanabilir: hızlı büyüme, yüksek enflasyon, yüksek dış ticaret açığı, büyük oranlı ve kısa vadeli iç borçlanma, önemli miktarda bütçe ve kamu açığı, baskısı artan borç servisi. Bu süreçte, Türkiye ekonomisine ait makroekonomik öğelerden tek olumlu olan yüksek büyüme hızını belirleyen ise yatırım ve ihracat değil, iç talep ve bu doğrultuda tüketim harcamalarındaki artış olması nedeniyle Türkiye’de büyümenin, kamu açığı, ithalat ve dış borçlanmaya dayalı olarak ivme kazandığı açık olarak ortaya çıkmıştır.³⁸⁵

Türkiye’de, 1990 yılında enflasyonla mücadele için bir para programı uygulanmıştır. Söz konusu programda, döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması, ulusal paranın değerlenmesine yol açmıştır. TL, 1989’da yüzde 9,5; 1990’da ise yüzde 18,7 oranında değer kazanmış, bunun üzerine nominal çapa uygulamasına Şubat 1991’de son verilmiştir.³⁸⁶

³⁸³ Erinç Yeldan, “Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, *Doğu-Batı Dergisi*, Sayı: 17, (Kasım-Aralık-Ocak 2001-02), s. 193.

³⁸⁴ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*, 4. b., İstanbul: Om Yayınevi, 2003, ss. 313-314.

³⁸⁵ Sönmez, a.g.m., s. 344.

³⁸⁶ Faruk Türkoğlu, “Krizin Ayak Sesleri”, *Görüş Dergisi*, Sayı: 47, 2001, s. 10.

Ne var ki, yüksek faiz oranlarına dayalı iç borçlanma aracılığıyla kamu kesimi borçlanma gereğini karşılama politikası yanında TL'nin aşırı değerlenmesi, Türkiye ekonomisini kısa vadeli spekülâtif fonlara açık hale getirmiştir. Ancak kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarının gerek ulusal paranın değeri, gerekse bankacılık sektörü üzerindeki etkileri, finansal sistemi istikrarsızlaştırmıştır. Yukarıda belirtildiği gibi, bankacılık sektörü bu dönemde açık pozisyonlarındaki artışa rağmen yurtdışı piyasalardan borçlanarak kamu kesimini fonlamıştır. Kısa vadeli sermaye akımları artışının finansal sistemde yarattığı nominal büyüme ile bankacılık sisteminin giderek artan açık pozisyonları ve vade uyumsuzlukları, 1994 yılındaki krizin temelini oluşturmuştur.

TL'nin reel olarak aşırı değerlenmesi, Türk ekonomisinin rekabet gücünü yitirmesine yol açarken, iç ve dış dengelerdeki mevcut olumsuzluklar derinleşmiştir. Kamu kesimi borçlanma gereğinin 1987-1992 yılları arasında artış göstermesinden sonra 1993 yılı sonunda hükümet, hazine bonolarının faiz oranlarını düşürmek ve bütçedeki faiz harcamalarını azaltmak amacıyla iç borçlanma stratejisini değiştirmiştir. Bu politika değişikliği, piyasalardaki belirsizlik algulamalarını arttırarak hazine bonolarına olan talebin azalmasına ve bu nedenle de borçların para yaratma yoluyla ödenmesine yol açmıştır. 1994'ün ilk çeyreğinde de devam eden bu strateji sonrasında, bütçe açığını finanse etmek için Hazine'nin elinde kalan son yurtiçi kaynak, TCMB'den kullandığı kısa vadeli avans olanağı olmuştur.³⁸⁷

Hükümet, bir yandan faiz oranlarının düzeyini korumaya çalışırken, diğer yandan da döviz satarak, döviz kurunu kontrol altında tutmak istemiştir. Bu süreçte, hükümetin kamu finansmanında TCMB kaynaklarının kullanılması, piyasadaki likiditeyi arttırırken, piyasada bollaşan TL, devalüasyon beklentisi ve bankaların açık pozisyon kapatma gayretleriyle pekişerek dövize yönelmiş, sonuçta reel olarak TL hızla değer yitirirken, faiz oranları ise aynı hızla yükselmiştir.³⁸⁸

1994 yılı başında resmi döviz kuru ile serbest piyasada oluşan kur arasındaki fark yüzde 23'ü geçmiştir. Bu gelişmeler üzerine, 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık

³⁸⁷ TCMB, a.g.e., s. 32.

³⁸⁸ TCMB, a.g.e., s. 32.

olarak yüzde 14 oranında devalüe edilmiş, bunu 1 ve 17 Mart tarihlerindeki iki ayrı devalüasyon izlemiştir. TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar sürmüş, Ocak-Nisan döneminde TL'nin toplam değer kaybı nominal olarak yüzde 172'ye kadar yükselmiştir. 1 Aralık 1993'te 7 milyar dolardan fazla olan TCMB döviz rezervi, 1 Mart 1994'te 3.3 milyar dolara düşmüştür. Enflasyon oranı TÜFE bazında yıllık yüzde 106'ya çıkmıştır.³⁸⁹

Uluslararası kredi değerlendirme kuruluşlarının, Türkiye'nin kredi değerliliği notunu arka arkaya düşürmesi sonucu dış kredi bulma olanağı kalmayınca, iç borçlanmadaki yüksek maliyetleri de göz önüne alan siyasi iktidar bir ekonomik istikrar paketini yürürlüğe koymuş ve IMF ile 14 aylık bir Stand-by düzenlemesine girilmiştir. 5 Nisan 1994 tarihli ekonomik istikrar programının başlıca hedefleri şunlardır:³⁹⁰

- i) Ek vergi alınarak kamu gelirlerinin artırılması.
- ii) Kamu giderlerinin ve ücret artışlarının enflasyonun altında tutulması da dahil olmak üzere, çeşitli bütçe kısıntıları yoluyla düşürülmesi.
- iii) Alınacak önlemler sonucu konsolide bütçe açığının ve dolayısıyla kamu kesimi harcama gereğinin düşürülmesi.
- iv) TL'nin dolar karşısında değer kazanmasının önlenmesi.
- v) Hazinesinin iç borçlanmasını çekici hale getirebilmek için başlangıçta enflasyonun çok üstünde bir faizle kağıt satılması ve zaman içinde bu faizin düşürülmesi.

Krizin patlak vermesinden sonra yaklaşmakta olan yerel seçimler nedeniyle üç ay gecikmeli olarak yürürlüğe giren istikrar programı çerçevesinde 1994 yılı boyunca kamu kesimini daraltıcı ve döviz kazandırıcı tedbirler uygulanmıştır. Bu tedbirler sonucu, üretim ve istihdamda önemli bir daralma yaşanmış, 1994 yılında ulusal gelir reel olarak yüzde 6,1 oranında küçülmüştür.

Sonuç olarak, hiçbir dış şokun etkisinde kalmadan, Türkiye ekonomisi 1994'de kendi kendine bir kriz yaratmıştır. Makroekonomik göstergelerin bozulduğu ve kamu

³⁸⁹ Nur Keyder, **Para: Teori Politika ve Uygulama**, 7. b., Ankara: Bizim Büro Basımevi, 2000, s. 112.

³⁹⁰ Eğilmez ve Kumcu, a.g.e., s. 314.

borçlanma gereğinin büyüdüğü bir aşamada, faiz oranlarının düşürülmeye ve döviz kurunun değerli tutulmaya çalışılması, TL'den kaçış ve dövize hücumu yol açarak, TL'nin önemli oranda değer kaybetmesine ve çok ağır bir sosyal maliyete neden olmuştur.

2.6.2. 2000/2001 Finansal Krizleri

1997 ve 1998 yıllarında ardı ardına yaşanan Doğu Asya ve Rusya krizlerinin uluslararası finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkileri; makroekonomik göstergeler açısından sorunlar yaşamasına rağmen yabancı sermaye girişleri sayesinde bütçe açıklarını ve borç servisini sürdürebilmesine karşın Türkiye ekonomisinin sahip olduğu olumsuzlukların derinleşmesine neden olmuştur.

1998 yılı ortalarında iç ve dış ekonomik gelişmelerin olumsuzluğu karşısında Türkiye IMF ile “Yakın İzleme Anlaşması” yapmak durumunda kalmıştır. Bu anlaşma; bütçenin faiz dışı fazla vermesi hedefine uygun olarak kamu harcamalarının azaltılması, özelleştirmenin hızlandırılması, sosyal güvenlik reformu, banka sermayelerinin güçlendirilmesi, kur politikalarının enflasyon ile uyumlu seyrinin devamı ve TCMB'nin kamu kesimine kullandığı kredilerin sınırlandırılması hedeflerini benimsemiştir. IMF ile yapılan anlaşma hedefleri doğrultusunda yapılması gerekli düzenleme ve uygulamaların çeşitli gerekçelerle yerine getirilememesinin etkisiyle de Türkiye'de 1998-1999 yıllarında, makroekonomik göstergelerde ciddi bir bozulma gözlenmiştir. Talep yetersizliğinden kaynaklanan ekonomik durgunluğun olduğu bir ortamda iç borç stoku ve borç servisi oranları yükselmiş, bütçe ve kamu açıkları genişlemiştir.³⁹¹

Bu süreçte diğer önemli bir nokta ise, yukarıda değinildiği üzere yapısal sorunlar nedeniyle bankacılık sektöründeki olumsuz gelişmelerin, ekonominin bütününe tehdit eder hale gelmesi olmuştur. Daha önce belirlendiği gibi, döviz açık pozisyonlarını arttırarak devlet iç borçlanma araçlarının başlıca müşterisi olan özel ticari bankaların, karlarını arttırdıkları ölçüde asıl faaliyet alanlarından uzaklaştıkları ve kırılgan finansal bir yapıya sürüklendikleri gözlenmiştir. Bu kırılganlığın bir

³⁹¹ Fisunoğlu, a.g.m., ss. 282-283.

sonucu olarak 1998-1999 yıllarında sekiz banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'na devredilmiş ancak sektördeki yapısal bozuklukların çözümü için gerekli düzenlemelere gidilmemiştir. Yüksek enflasyon ve yüksek risk primlerinin yarattığı yüksek reel faiz ortamında, bankalar karlarının çok büyük bir kısmını kamu borçlanma araçlarından sağlarken, karlılıklarının devamı anlamında buna bağımlı hale gelmişlerdir. Bu ortamda, bankacılık sektörü aktiflerindeki, kamu borçlanma araçlarının finansmanının sürdürülebilmesi için oluşturulan önemli miktardaki açık pozisyonları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini tetikleyen, TL'ye saldırıda önemli rol oynamıştır.³⁹²

1999 yılı sonunda Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kaldığı ve sürdürülemez boyutlara ulaşan makroekonomik dengesizlikleri aşmak amacıyla, 2000 yılı başında orta vadeli ve kapsamlı bir makroekonomik program hazırlanarak uygulamaya konulmuştur. Bu programın temel amaçları; üç yıllık bir dönem sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, kamu finansman dengesini sağlıklı bir yapıya kavuşturmak ve ekonomide sürdürülebilir bir büyüme ortamını tesis etmek olarak belirlenmiştir. Uygulamaya konulan makroekonomik program dört ana unsura dayandırılmıştır. Kamu kesimi faiz dışı dengesinde yüksek oranlı bir iyileşme sağlamayı hedefleyen maliye politikaları programın birinci unsurunu oluşturmuştur. İkinci unsur, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasıdır. Enflasyonun düşürülmesine odaklanmış para ve kur politikaları ile kamu dengesinde öngörülen iyileşmeyi ve enflasyondaki düşüşü kalıcı kılacak yapısal reformlar, programın diğer temel unsurlarını oluşturmuştur.³⁹³

Türkiye'de yaşanan enflasyonun temelinde “yapışkan nitelikli beklentiler” yattığı tespitinden yola çıkarak uygulamaya konulan istikrar programında, öncelikle 1 dolar + 0.77 eurodan oluşan bir kur sepeti yaratılmış ve bu sepetin günlük aşınması TCMB tarafından belirlenerek 2000 yılı sonuna kadar TL'nin yüzde 20 oranında değer yitirmesi planlanmıştır.³⁹⁴

³⁹² BDDK, *Yıllık Rapor 2000*, (Mayıs, 2001), ss. 9-10. (www.bddk.org.tr).

³⁹³ BDDK, *Yıllık Rapor 2000*, (Mayıs, 2001), s. 10.

³⁹⁴ Yeldan, “Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, s. 190.

Programın pasif tarafını oluşturan para politikası açısından en belirgin temeli, TCMB'nin Net İç Varlıkları üzerine konan sınırlama olmuştur. Buna göre TCMB yalnızca döviz girişleri karşılığında yaratacağı TL'yi piyasaya verecek ve ek likidite ancak bu yolla sağlanabilecekti.³⁹⁵ “Para Kurulu”nu andıran ve parasal tabanın, net dış varlıklara dayandırıldığı, kurala dayalı para programı uygulaması ile para arzındaki genişleme doğrudan doğruya piyasa güçlerine terk edilerek enflasyonist baskıların hafifletilmesi planlanmıştır.³⁹⁶

Bu önlemler sonucunda, enflasyonist baskıları besleyen beklentilerin kırılması amaçlanmış ve fiyatların, faiz oranlarıyla birlikte, sabitlenen döviz kuru aşınma programına uygun bir seyir izleyecekleri öngörülmüştür.³⁹⁷

Programın açıklanmasının yarattığı olumlu etkiler sonucunda 1999 yılında ortalama yüzde 106'ya ulaşmış olan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı Ocak 2000'de yüzde 37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da ulaşmış olduğu yüzde 66.6'dan yüzde 34.1'e düşmüştür. Faiz oranlarındaki bu beklenmedik ve hızlı düşüş, enflasyonla mücadelede gerçekten önemli sorunlar yaratmıştır. Ertelenmiş tüketim taleplerinin hızla devreye girmesi sonucunda bankaların düşük faizlerle önerdikleri bireysel kredilerin de desteğiyle tasarruflar tüketime kaymış, sonuçta talep canlı kaldığı için enflasyondaki düşüş beklenen hızda olmamıştır.³⁹⁸

Tüketici kredilerindeki çok hızlı artış sonucu, dayanıklı tüketim ve yatırım mallarıyla otomobil satışları önemli oranda artmıştır. 1999 Aralık ayı sonunda yaklaşık 100 trilyon TL tutarındaki tüketici kredileri hacmi, 2000 Ekim ayı sonunda 4.504 trilyon TL'ye ulaşmıştır.³⁹⁹

Reel olarak aşırı değerlendirilen TL, ithal malları alımını cazip kılarken, ihracatta rekabet gücünün azalmasına yol açmıştır. Önemli dış ticaret açığı verilmesine yol

³⁹⁵ Eğilmez ve Kumcu, a.g.e., s. 321.

³⁹⁶ Ercan Uygur, “2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler”, **A. Ü. Mülkiye Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 227, 2001, s. 46.

³⁹⁷ Yeldan, “Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, s. 190.

³⁹⁸ Eğilmez ve Kumcu, a.g.e., ss. 321-322.

³⁹⁹ Uygur, “2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler”, s. 47.

açan bu süreçte; otomobil ithalatı yüzde 112, tüketim malı ithalatı yüzde 31.7, yatırım malı ithalatı ise yüzde 29.2 oranlarında artmıştır.⁴⁰⁰

Program, cari açığı, GSMH'nin yüzde 1.5-2'si dolayında, 3-4 milyar dolar arasında öngörmüş, oysa gerçekleşme 9.8 milyar dolar, diğer bir ifadeyle GSMH'nin yüzde 4.8'i oranında olmuştur.⁴⁰¹ Cari açığın beklenenden yüksek çıkmasının altında, TL'nin aşırı değerlenmesinin yanı sıra, Türkiye'nin dış ticaretinin büyük bölümünü gerçekleştirdiği Avrupa Birliği ülkeleri para birimi euronun dolar karşısında beklenmedik düzeyde değer kaybetmesinden dolayı bu ülkelerden yapılan ithalatın artması ve petrol fiyatlarının 1999 yılına göre önemli oranda yükselmiş olması yatmaktadır.⁴⁰²

Programın bir başka önemli etkisi, geleceğe ilişkin kur gelişmeleri belirlenmiş olduğundan, diğer bir ifadeyle devalüasyon riski ortadan kalktığı için, bankaların açık pozisyonlarını yükseltmeleri yönünde olmuştur. Ekim 2000'de Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK) 'nun devreye sokulması, bankaları, açık pozisyonlarını kapatma yolunda çok hızlı ve ani davranışlar içine sokmuştur. Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini arttırmaya yönelmişler, likidite talebindeki artış ise doğal olarak faizlerin yukarı hareketlenmesi sonucunu getirmiştir. Faizlerdeki bu tırmanma, yüksek miktarda Hazine kağıdı taşıyan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaları sıkıntıya sokmuştur.⁴⁰³

Yüksek enflasyona bağlı olarak, yüksek getiri sağlayan kamu borçlanma araçlarından elde ettikleri kazançlara bağımlı hale gelmiş olan bankalar, dezenflasyon sürecinde daha da kırılgan bir yapının oluşmasına neden olduklarından, izlenen iktisadi politikalarda önemli bir çelişkiye yol açmışlardır.⁴⁰⁴ Çünkü, bütçe açıkları aşağı çekilerek kamu maliyesinin durumunun düzeltilmesi hedefinin büyük ölçüde gereksinim duyduğu nominal ve reel faiz oranlarının aşağı çekilmesine

⁴⁰⁰ Akın İzmirlioğlu, *Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 2000, s. 61.

⁴⁰¹ Uygur, "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler", s. 46.

⁴⁰² Yay ve diğerleri, a.g.e., s. 46.

⁴⁰³ Eğilmez ve Kumcu, a.g.e., ss. 329-330.

⁴⁰⁴ Öztin Akgüç, "Bankacılık Kesimi Kriz Nedeni midir?", *İktisat Dergisi*, Sayı: 410-411, 2001, s. 32.

yönelik iktisadi politikalar, aynı zamanda birçok bankayı zor durumda bırakarak kriz sürecine hız ve derinlik kazandırmıştır.

Diğer taraftan, istikrar programının temel ayaklarından birini oluşturan Net İç Varlıklar miktarının sabit tutulması hedefi uyarınca TCMB sterilizasyona gidemediğinden, yabancı sermaye girişindeki artış faiz oranlarının planlanandan hızlı düşmesine yol açmıştır. Kasım 2000 krizi çıkıncaya kadar yabancı sermaye girişi ve Hazine'nin yurt dışından gerçekleştirdiği borçlanma, cari işlemler açığının büyümesine rağmen TCMB döviz rezervlerinin artmasını sağlamış, TCMB'nin net dış varlıkları yüzde 53 oranında bir artış göstermiştir. Program uyarınca sterilizasyon yapılamadığından dış varlıklardaki bu artış, 2000 yılı 1 Şubat-15 Kasım tarihleri arasındaki dönemde parasal tabanı yüzde 46 oranında yükselterek iç piyasada likiditenin artmasına neden olmuştur.⁴⁰⁵

Türkiye'de Aralık 1999'da uygulamaya konulan istikrar programı, diğer gelişmekte olan ülkelerde önceden gözlendiği şekilde önemli bir sermaye girişi, ekonomik faaliyetlerde artış, iç talepte canlanma, ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının büyümesi ve hızla artan kur riski sonuçlarına yol açarak Kasım 2000'e kadar sürmüştür.

Kasım 2000'de piyasalarda baş gösteren likidite sıkıntısı sırasında TCMB program dahilindeki Net İç Varlık hedefinden sapmamak adına beklemede kalınca, TL'ye olan güven tamamen sarsılmış, sonradan TCMB tarafından yaratılan likidite yine TCMB'ye döviz talebi olarak geri dönünce döviz rezervleri iyice erimiştir. Yaşanan likidite krizi sonrasında IMF ile yeni bir anlaşma yapılmış, 10,5 milyar dolarlık kredi olanağı karşılığında finans sektörünün yeniden yapılandırılması dahil yeni taahhütler verilmiştir. Bunun yanı sıra, bankacılık kesimine olan güvenin yeniden sağlanmasına yönelik olarak mevduat sahiplerine ve yabancı fon sahiplerine ek garantiler sunulmuştur.⁴⁰⁶ Sonuçta, TCMB, 2000 Kasım ayında döviz hedef alan

⁴⁰⁵ Boratav ve Akyüz, a.g.m., ss. 28-29.

⁴⁰⁶ Boratav ve Akyüz, a.g.m., s. 32.

yoğun spekülasyon saldırısı; çok yüksek faiz oranları, önemli döviz rezervi kayıpları ve ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir.⁴⁰⁷

Tablo: 2.54. 1999 Aralık-2001 Şubat Dönemindeki İnterbank Gecelik Faiz Oranları

(%)

	En Düşük	En Yüksek	Ortalama
1999 Aralık	69.86	70.00	69.97
2000 Ocak	18.90	64.56	35.90
Şubat	26.28	83.19	49.23
Mart	26.38	68.07	39.08
Nisan	18.90	45.87	36.16
Mayıs	32.08	56.34	41.29
Haziran	26.35	75.75	42.00
Temmuz	13.60	38.83	25.97
Ağustos	22.14	92.57	35.57
Eylül	23.71	79.65	46.20
Ekim	25.82	71.22	38.41
Kasım	27.94	315.92	79.46
Aralık	61.75	873.13	198.95
2001 Ocak	31.12	76.84	42.16
Şubat	36.55	4018.58	436.00

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (www.tcmb.gov.tr);

Dönem içinde geçerli olan interbank faiz oranları ile TCMB döviz ve altın rezervleri durumu tablolarında gösterilmiştir. Tablodaki, istikrar ve yapısal uyum programının izlendiği süreçte oluşan interbank gecelik faiz oranlarının seyri incelendiğinde, 2000 yılı Temmuz ayının, interbank faizlerinin en düşük düzeylere indiği, diğer bir ifadeyle programa yönelik iyimser beklentilerin kırılma noktasını oluşturduğu görülmektedir. Yukarıda sıralanan piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle bu aydan sonra interbank faizlerinde bir yükselme eğilimi gözlenmektedir. 2000 yılı Kasım ayında, piyasalarda oluşan likidite sıkıntısı paralelinde interbank faizleri Kasım ve Aralık aylarında artmış, IMF'ile yapılan ek kredi anlaşması 2001 Ocak

⁴⁰⁷ Uygur, "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler", s. 44.

ayında interbank faizlerinde önemli bir düşüşe neden olmuş ancak 2001 Şubat ayında ortaya çıkan döviz krizi ile birlikte faizler bu kez çok daha büyük oranda artmıştır.

Tablo: 2.55. TCMB'nin Ekim 2000-Şubat 2001 Dönemindeki Haftalık Altın ve Döviz Rezervi

(Milyon Dolar)

Tarih	Brüt Altın Rezervi	Brüt Döviz Rezervi
06.10.2000	1.010	24.530
13.10.2000	1.010	24.839
20.10.2000	1.010	24.239
27.10.2000	1.010	23.249
03.11.2000	1.010	24.256
10.11.2000	1.010	23.583
17.11.2000	1.010	24.433
24.11.2000	1.010	21.583
01.12.2000	1.010	18.942
08.12.2000	1.010	19.624
15.12.2000	1.010	19.823
22.12.2000	1.009	19.934
29.12.2000	1.009	19.635
05.01.2001	1.009	25.097
12.01.2001	1.009	26.593
19.01.2001	1.009	26.143
26.01.2001	1.009	25.691
02.02.2001	1.009	25.928
09.02.2001	1.009	26.565
16.02.2001	1.009	27.943
23.02.2001	1.009	22.581

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (www.tcmb.gov.tr);

TCMB'nin Ekim 2000- Şubat 2001 dönemindeki haftalık altın ve döviz rezervini gösteren tabloda, 2000 yılı Kasım ayının sonlarında TCMB döviz rezervlerinde meydana gelen azalış açık olarak görülmektedir. Yukarıda değinildiği gibi piyasalarda oluşan olumsuz beklentiler nedeniyle gerçekleşen kısa vadeli sermaye çıkışları TCMB rezervlerinde yaklaşık 5,5 milyar dolar tutarında bir azalma ile sonuçlanmıştır. 2001 Ocak ayında tekrar artan TCMB döviz rezervleri Şubat ayında

bir kez daha yaklaşık 5,5 milyar dolar tutarında azalmıştır. Tablodaki verilerden de görüldüğü üzere, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında peş peşe yaşanan finansal krizler TCMB'nin döviz rezervlerinde yaklaşık 5,5 milyar dolar tutarında azalmalara yol açmıştır.

Yeni bir finansal krizi tetikleyecek kıvılcım Şubat 2001'de bir iç siyasi çekişme sonucu gerçekleştiğinde kur çapasına dayalı istikrar programı terk edilmek zorunda kalınmıştır. Bu süreçte gecelik faiz oranları yıllık bileşik yüzde 7500 gibi bir orana yükselirken, dolar kuru 680.000 TL'den 1.200.000 TL'ye yükselmiştir.⁴⁰⁸

Kasım 2000'de baş gösteren uyarı niteliğindeki likidite krizi ve Şubat 2001'deki spekülasyon saldırı niteliğindeki döviz krizi, istikrar programı çerçevesindeki döviz kuru çapasının ve para programının sürdürülme olanağını ortadan kaldırmıştır. TCMB'nin, bir spekülasyon atak karşısında hiçbir savunma mekanizmasının olmaması, istikrar programının en kırılgan noktasını oluşturmuştur. Döviz kuru sepetinin bir takvim çerçevesinde sabitlenmesi ve bağımsız para politikası uygulama olanağının TCMB'ye getirilen kısıtlamalar ile ortadan kaldırılması sonucunda ulusal ekonominin, spekülasyon döviz giriş çıkışları karşısında hiçbir denetleme ve yönlendirme olanağı bulamayarak dengesizliğe sürüklenmesi kaçınılmaz olmuştur.⁴⁰⁹

Türkiye'de 1999 sonrasında IMF'nin öngördüğü bir istikrar programının uygulanması sürecinde, başlangıçta kısa bir süre için olumlu sonuçlar alınmış ancak, bankacılık sektörünün yapısal sorunları ile cari işlemler açığının büyümesi sırasında gerekli önlemlerin alınmaması nedeniyle dezenflasyon sürecinin ilk evresi tamamlanmadan kur çapasının terk edilmesi zorunluluğu ile karşılaşmış, dolayısıyla finansal kriz ve ortaya çıkan şiddetli resesyon dalgası ekonomiyi yüksek enflasyon oranının sürdüğü bir ortamda yakaladığından kriz koşulları daha da derinleşmiştir.

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizlerden, Türkiye ekonomisi son derece olumsuz etkilenmiştir. Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan olumsuzlukları

⁴⁰⁸ Boratav ve Akyüz, a.g.m., s. 34.

⁴⁰⁹ Yeldan, "Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", ss. 193-194.

yukarıdaki tablolardan derlenen verilerle şu şekilde ortaya koymak mümkündür. Uygulanan istikrar programının başarıyla yürütüleceği beklentisiyle kur risklerini arttıran kuruluşlar ve sektörler, ulusal para biriminin hızla değer kaybetmesi sonucunda ağır darbe yemişler, 2001 yılında dolar kuru reel olarak yüzde 41,7 oranında değer kazanmış, toptan eşya fiyatları endeksi yüzde 88,6 oranında artmıştır. Aynı süreçte, kamu iç borçlanma senetlerinin yıllık ortalama bileşik faiz oranları yüzde 96,2 düzeyine yükselmiş buna bağlı olarak, konsolide bütçe faiz ödemeleri reel olarak yüzde 46,4 oranında artarak 2001 yılı vergi gelirlerini aşmış, bütçe açığının GSMH'ya oranı yüzde 16,9 düzeyine erişmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, iç borç stoku reel olarak yüzde 235,4 oranında artarken, kamu kesimi borçlanma gereği de reel olarak yüzde 41,1 oranında artış göstermiştir. Piyasalarda oluşan belirsizlik ortamından dolayı 11 milyar dolar tutarında kısa vadeli yabancı sermaye ve 1,1 milyar dolar tutarında uzun vadeli yabancı sermaye çıkışı gerçekleşmiş, TCMB uluslararası döviz rezervleri reel olarak yüzde 13,1 oranında azalmıştır. Bankacılık kesimi net kredi hacmi reel olarak yüzde 28,5 oranında daralmıştır. 2001 yılında GSMH reel olarak yüzde 9,5 oranında küçülürken, kişi başına ulusal gelir 2986 dolardan, 2101 dolara düşmüştür. Aynı süreçte, üretim sektörlerinde yaşanan reel daralmalar; tarım sektöründe yüzde 6,5; sanayi sektöründe yüzde 7,5 ve hizmetler sektöründe yüzde 7,7 oranlarında gerçekleşmiştir. 2001 yılında kamu tüketim harcamaları reel olarak yüzde 9,5; kamu tasarrufları reel olarak yüzde 11,3; kamu yatırım harcamaları reel olarak yüzde 44,6; kamu kesimi sabit sermaye yatırımları ise reel olarak yüzde 28,8 oranında azalmıştır. Aynı yılda özel yatırım harcamaları reel olarak yüzde 73,9; özel sabit sermaye yatırımları ise reel olarak yüzde 34,1 oranında azalmıştır.

2.6.3. 1994 ve 2000/2001 Krizlerindeki Ortak Gelişmeler

Türkiye'de finansal liberalizasyon sürecinde yaşanan her iki krizde de ulusal paraya saldırının başlamasından kısa bir süre sonra yaşanan sert devalüasyon durmuş ve ülke parası tekrar ve uzun vadeli bir reel değerlenme eğilimine girmiştir. Bu arada ortaya çıkan etkileşimler sonucu yukarıda daha önce değinildiği üzere faiz-kur makası faiz lehine önemli oranda açılmıştır. Buna bağlı olarak da, TL'ye ve TL cinsi getiri sağlayan kamu kağıtlarına olan talep tekrar artmıştır. Her iki kriz sonrasında da

TL'nin yaşadığı uzun süreli reel değerlenme olgusu, dış denge ve cari açık sorununu tekrar gündeme getirerek krize duyarlı kırılgan bir ekonomik ortam yaratmıştır.

Türkiye'de finansal krizi izleyen bir veya iki yıl için cari işlemler açığının görece kapandığı görülmektedir. Ne var ki, krizden sonra TL'de başlayan ve birikimli olarak devam eden reel değerlenme süreci, özellikle ekonominin hızlı büyüdüğü yıllarda cari işlem açıklarını arttırmaktadır. Oluşan bu cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği, özellikle ekonominin hızlı büyüdüğü ve iç talebin yeterince kontrol altında tutulmadığı süreçlerde temel tartışma konusu olmaktadır. O noktadan itibaren piyasada aşırı değerlenmiş TL'nin devalüasyonunun zamanı ve boyutu gündeme gelmekte ve beklentilerdeki olumsuzluğu arttırarak, ekonomik birimlerin yatırım kararları üzerinde devalüasyon beklentisini hakim kılmaktadır.⁴¹⁰ Yukarıda tespit edildiği üzere, Türk bankacılık sisteminde var olan yüksek oranlı açık pozisyon ile çalışma alışkanlığı, devalüasyon beklentisinin hakim olduğu süreçlerde bankaların döviz talebini son derece arttırarak, finansal sistemin krize girmesinde önemli rol oynamaktadır.⁴¹¹

Sonuç olarak, her iki krizin sonrasında Türkiye'de yaşanan gelişmeler bir ikilemi gözler önüne sermiştir. TL'nin reel olarak değer kazanması ve bu sürecin devamı ulusal bakış açısıyla arzulan bir durum olmasına karşın bu durumun sürdürülebilirliği önemli riskleri beraberinde taşımaktadır. TL'deki değerlenme, üst üste birkaç yıl hızlı ekonomik büyüme ile eş zamanlı oluştuğunda ve toplam faktör verimliliğinde telafi edici yükselişlerle desteklenmediğinde, sürdürülemez cari işlem açıklarına, dolayısıyla devalüasyon ve finansal kriz beklentisine yol açmaktadır.⁴¹²

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Türkiye'de yaşanan 16 yıllık finansal liberalizasyon deneyimi sonunda, finansal liberalizasyon kuramının, birbiriyle bağlantılı temel iki hedefi olan finansal gelişme ve ekonomik büyümeye, ne ölçülerde ulaşıldığını, sayısal yöntemler aracılığıyla incelemek amaçlanmaktadır.

⁴¹⁰ Çakman ve Çakmak, a.g.m., s. 39.

⁴¹¹ Yentürk, a.g.e., s. 84.

⁴¹² Çakman ve Çakmak, a.g.m., s. 42.

3. BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN SAYISAL ANALİZİ: VAR MODELİ UYGULAMASI

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme değişkenleri arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yapısal reformların uygulanması aşamasında önem kazanmaktadır. Yapısal reformların sıralaması yapılırken reel sektörün mü yoksa finans sektörünün mü öncü sektör olduğunun belirlenmesi önem kazanmaktadır.

Öte yandan, finansal liberalizasyon yaklaşımının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini sınamak amacıyla da finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisinin sayısal analizi çok çeşitli çalışmalara konu olmuş bulunmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme kavramları arasındaki ilişki, iktisadi kalkınma disiplininin en çok tartışılan konularından birini oluşturmaktadır. Yapılan çalışmalarda genelde finansal gelişmenin ekonomik büyüme açısından daha önemli olduğu hipotezi ağırlık kazanmasına rağmen, üretken ya da finansal sektörlerden hangisinin ekonomik büyümenin dinamik faktörü olduğu üzerindeki tartışmalar sürmektedir.⁴¹³

İktisat yazınında, finansal sistemin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü konusunda birbirinden farklı görüşler olmasına karşın pozitif bir ilişkinin varlığı konusunda fikir birliği söz konusudur.

Daha önceki bölümlerde üzerinde durulduğu gibi, yatırım projeleri için gereken kaynakların etkin bir şekilde tahsis edilmesinde finansal sistem kritik bir rol üstlenmektedir. Finansal sistemin bu rolü sayesinde daha iyi teknolojilerin benimsenmesi olanağı yaratılmakta ve bu doğrultuda ekonomik büyüme sağlanmaktadır. Ekonomik faaliyetler ve teknolojik gelişme, finansal sistemin

⁴¹³ Woo S. Jung, "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, Vol: 34, No: 22, 1986, s. 333.

niteliğini ve yapısını doğrudan etkilemektedir. Ekonomik büyümenin yarattığı finansal yenilik talebi, finansal gelişmeye zemin hazırlamaktadır.

Telekomünikasyon ve bilgi işlem alanındaki yenilikler, finansal hizmet sektörü üzerinde çok ciddi etkilere sahiptir. Ayrıca ulusal hukuk sistemi ve siyasal kurumlar gibi “üçüncü unsurlar” finansal sistem ve ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkilere sahiptirler.⁴¹⁴

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin analizine yönelik çalışmalar genelde şu temel konular üzerinde yoğunlaşmıştır:⁴¹⁵

- i) Finansal aracılık mekanizmasının önemi ve bu mekanizmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin analizi.
- ii) Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin analizi.
- iii) Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin ekonometrik ve istatistiksel yöntemlerle analizi.

Yapılan çalışmalarda, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş olmasına karşın, iki değişken arasındaki etkileşimin yönü konusunda, finansal gelişmeyi belirleyen göstergelerin seçiminde ortaya çıkan farklılıklar nedeniyle fikir birliği sağlanamamaktadır.⁴¹⁶

İktisat yazınında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine ilk görüşler Joseph Schumpeter (1912)'a aittir. Schumpeter, tasarrufların hareket kabiliyetinin artırılması, yatırım projelerinin değerlendirilmesi, risk yönetimi ve işlemlerin kolaylaştırılması gibi finansal aracılık hizmetlerinin yaygınlaşmasının, ekonomik büyüme açısından zorunluluğuna dikkat çekerek, finansal gelişmenin

⁴¹⁴ Levine, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, s. 690.

⁴¹⁵ Muhsin Kar and Eric J. Pentecost, “Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue”, **Loughborough University Department of Economics Economic Research Papers**, No: 00/27, (December 2000), s. 6.

⁴¹⁶ De Gregorio and Guidotti, a.g.m., s. 433.

yenilikleri arttırarak ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceğini öne sürmüştür.⁴¹⁷

Schumpeter'e göre, girişimci kesimin, ellerindeki yatırım projelerini gerçekleştirmek için gereksinim duydukları kaynaklar finans kesimi tarafından sağlandığından, finansal sistem ekonomik büyüme sürecine kısıt oluşturmaktadır. Ekonomideki yatırım projeleri için gerekli finansal kaynakların büyüklüğü ile ilgili beklentilerde bir sapma meydana geldiğinde ekonomik büyüme süreci yavaşlayacaktır.⁴¹⁸ Schumpeter'in aksine Joan Robinson (1952), ekonomik büyümenin finansal yeniliklere talep yarattığını ve bu yolla finansal sistemde gelişmeye neden olduğunu öne sürmüştür.⁴¹⁹

İktisat yazınında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü konusundaki görüşler temelde ikiye ayrılmaktadır. İlki, nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu ileri süren, nedenselliğin, ekonominin arz cephesinden kaynaklandığını kabul eden yaklaşımdır. İkinci yaklaşım ise, nedenselliğin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu ileri süren, ekonomideki toplam talebin belirleyici olduğunu kabul eden yaklaşımdır. Konu üzerine yapılan ampirik çalışmalar genelde, içerdikleri niteliksel farklara rağmen finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında birinci dereceden ilişki tespit etmişlerdir.⁴²⁰

Bu konudaki ilk çalışmalardan birini Hugh Patrick (1966) gerçekleştirmiştir. Patrick, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yapısını belirlemek için "talebi takip eden (demand-following)" ve "arzın öncülük ettiği (supply-leading)" kavramları üzerinde durmuştur.⁴²¹

⁴¹⁷ Robert G. King and Ross Levine, "Finance: Schumpeter and Growth Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, Vol: 108, No: 3, (August 1993), s. 717.

⁴¹⁸ Güven Sak, *Public Policies Towards Financial Liberalization: Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 22, 1995, s. 8.

⁴¹⁹ Levine, "Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda", s. 688.

⁴²⁰ Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", s. 688.

⁴²¹ Hugh T. Patrick, "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *economic Development and Cultural Change*, Vol: 14, No: 2, 1966, (ss. 174-189).

McKinnon ve Shaw, gerçekleştirdikleri birbirinden bağımsız çalışmalarında, hükümetlerin finansal sistem üzerindeki baskı politikalarının finansal gelişmeyi engellediği ve ekonomik büyümeyi sınırladığı görüşünü ileri sürmüşlerdir. Zaman içinde “Finansal Baskı Okulu” adını alan bu yaklaşımın öne sürdüğü finansal sistemin derinleşmesi ve olgunlaşması ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişki, içsel büyüme modelleri ile çalışan iktisatçılarca da desteklenmiştir. Bütün bu çalışmaların vardığı temel yargı, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü, para talebi aracılığıyla meydana gelen milli gelir değişimlerinden finansal gelişmeye doğru olduğudur.⁴²²

Finansal gelişme-ekonomik büyüme nedenselliğinin analizine yönelik çalışmaların en önde gelen ikisi, King ve Levine (1993) ile De Gregorio ve Guidotti (1995) ‘nin yaptıkları çalışmalarıdır.⁴²³ Her iki çalışmada da finansal gelişme göstergelerinin, ekonomik büyüme değişkeni üzerindeki belirleyiciliği araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda kullanılan finansal gelişme değişkenlerinin başlangıç değerlerine ait parametrelerin, ekonomik büyüme tahmin denklemlerinde istatistiki olarak anlamlı bulunması ve pozitif değerler taşıması sonucu finansal gelişmenin ekonomik büyüme için öncü olduğu, diğer bir deyişle, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi belirlediği yargısına ulaşılmıştır.

King ve Levine’in yaptıkları çalışmada ortaya koydukları finansal gelişme göstergeleri daha çok, finansal aracılığın bankalar yoluyla gerçekleştirilen kısmının gelişme yapısını belirlemeye yöneliktir. Finansal gelişme göstergelerinden ilki, bankacılık sistemi dışındaki tüm nakitlerin, bankacılık sistemindeki ve bankacılık sistemi dışındaki araçların sahip oldukları mevduatlar toplamının GSMH’ya oranlanmasıyla elde edilmiştir. İkinci gösterge, bankaların finansal sistemdeki ağırlığını gösteren, bankacılık sisteminin sahip olduğu yurtiçi toplam varlıkların, bu varlıklarla, merkez bankasının varlıkları toplamına oranlanması ile elde edilen göstergedir. Üçüncü gösterge, özel kesime açılan kredilerin, toplam yurtiçi kredi hacmine oranlanmasıyla bulunmuştur. Dördüncü gösterge ise, özel kesime

⁴²² Panicos O. Demetriades and Khaled A. Hussein, “Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence From 16 Countries”, *Journal of Development Economics*, Vol: 51, 1996, s. 389.

⁴²³ King and Levine, a.g.m., ss. 717-738; De Gregorio and Guidotti, a.g.m., ss. 433-448.

kullandırılan kredilerin GSMH'ya oranlanması ile elde edilmiştir. King ve Levine, bu dört finansal gelişme göstergesinin etkisini sınamak üzere dört tane de büyüme göstergesi belirlemişlerdir. Bunlar; kişi başına GSMH büyüme oranı, kişi başına reel sermaye stoku büyüme oranı, yatırımların GSMH'ya oranı ve verimlilik artış oranıdır. Söz konusu değişkenler arasında yapılan ekonometrik analiz sonucu, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında yüksek düzeyde ilişkiler tespit edilmiştir.⁴²⁴

Jung, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik boyutuyla ele almış ve Granger nedensellik testi aracılığıyla sınamıştır. Çalışmada 56 ülkenin 1950 yılı sonrasına ait en az 15 yıllık verileri kullanılarak her ülke için tahmin edilen 4 ayrı regresyon denkleminin her birine uygulanan F-testleriyle nedensellik sınaması gerçekleştirilmiştir. Uygulanan testler yardımıyla bazı ülkelerde finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği sonucuna ulaşılrken, bazı ülkelerde ilişkinin yönünün tersine döndüğü görülmüştür. Ayrıca, bazı ülkeler için ise ilişkinin iki yönlü olduğu tespit edilmiştir.⁴²⁵

Demetriades ve Hussein (1996) de yaptıkları çalışmada, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik açısından analiz etmişlerdir. 16 ülke için gerçekleştirdikleri çalışmada, değişkenlerin eşbütünsel vektörleri kullanılarak elde edilen nedensellik testleri sonucunda bir grup ülke için nedenselliğin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu görülürken, bir diğer grup ülke için ise, ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, bu çalışmada da bazı ülkeler için nedenselliğin iki taraflı olduğu gözlenmiştir.⁴²⁶

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin nedenselliği üzerine birden çok ülke için yapılan bu belli başlı çalışmaların ışığında, nedenselliğin ülkelerin özgün koşullarına göre değişebileceği yargısına varılabilmektedir. Öte yandan, aynı ülke için zaman içinde ekonomik değişkenlerin izleyeceği seyre bağlı olarak nedenselliğin yön değiştirebilmesi olası görünmektedir. Sonuçta, finansal gelişme ve ekonomik

⁴²⁴ King and Levine, a.g.m., ss. 717-738.

⁴²⁵ Jung, a.g.m., ss. 333-346.

⁴²⁶ Demetriades and Hussein, a.g.m., ss. 387-411.

büyüme arasındaki ilişki doğrusal ve tek yönlü olmayabilir görüşü üzerinde fikir birliği oluşmuştur.

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Yapılan çalışmada, McKinnon-Shaw'un finansal liberalizasyon kuramına ait ; finansal liberalizasyonun finansal gelişme ve ekonomik büyümeyi sağlayacağı öngörüsünün, uygulandığı 16 yıllık süreçte Türkiye açısından geçerliliğinin sınanması amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda, finansal liberalizasyon hipotezinin temel değişkenleri olan finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin VAR-Vektör Otoregresif Modeli kullanılarak tahmini gerçekleştirilecektir. Elde edilen sonuçlar, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmalarından yararlanılarak yorumlanacak, finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin aldığı şekil ortaya konulacaktır.

3.2. ARAŞTIRMANIN MODELİ

Finansal liberalizasyon hipotezinin Türkiye için geçerliliğinin sınanması amacıyla oluşturulan modelde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini belirlemek üzere ekonomik büyümeyi temsilen reel GSMH seçilmiştir. Finansal gelişmeyi temsilen ise beş farklı vekil değişken belirlenerek modele katılmıştır. Finansal gelişmeyi temsil eden vekil değişkenler olarak; yurtiçi toplam kredi hacminin GSMH'ya oranı, özel sektöre açılan kredilerin GSMH'ya oranı, bankacılık kesimi mevduat yükümlülüklerinin GSMH'ya oranı ve geniş tanımlı para arzı M2Y'nin GSMH'ya oranları ile özel sektöre açılan kredilerin yurtiçi toplam kredi hacmine oranı olarak belirlenmiştir.

3.2.1.Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması

Oluşturulan araştırma modelinin içerdiği fonksiyonel ilişki içerisinde yer alan değişkenlerin tanımlaması şu şekilde yapılmıştır:

- LGSMH** : (logaritmik) reel GSMH
LDCG : (logaritmik) yurtiçi toplam kredi hacminin GSMH' ya oranı.
LPCG : (logaritmik) özel sektör kredilerinin GSMH' ya oranı.
LPCDC : (logaritmik) özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi kredilere oranı.
LM2YG : (logaritmik) geniş tanımlı para arzının (M2Y) GSMH' ya oranı.
LTLDG : (logaritmik) bankacılık kesimi mevduat yükümlülüklerinin GSMH' ya oranı.

3.2.2.Araştırmada Kullanılan Verilerin Seçimi ve Kaynakları

Veri setini oluşturan değişkenler, finansal liberalizasyon hipotezinin ngrtleri doğrultusunda, ekonomik büyüme ile finansal gelişme ve derinleşmeyi temsil eden temel değişkenlerdir. Belirlenen değişkenlere ait veri seti, 1987:01-2002:04 dönemine ait üçer aylık verilerden oluşmaktadır. Seçilen veriler, logaritmaları alınarak reel hale getirilmiş, mevsimsel düzeltmeye tabi tutulmuş ve gerekli olanlar için trendden arındırma işlemi gerçekleştirilmiştir. Araştırmada kullanılan ilgili veriler, bilgisayar ortamında, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yıllık İstatistikleri' nden elde edilmiştir.

3.3. ARAşTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmanın ana amacı olan, finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinin Türkiye ekonomisindeki gelişimini belirlemek için; daha önce yapılmış olan nedensellik ilişkisinin sınanmasına dayalı çalışmalarda çok açık ve tek yönlü bir ilişkinin tespit edilmemiş olmasından hareketle yöntem olarak "Vektör Otoregresif Model" seçilmiştir.

Granger nedensellik testleri, ilişkinin yönü konusunda bir bilgi verse de, söz konusu ilişkinin derecesi hakkında bir bilgi vermemektedir. Oysa, VAR Modeli, değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenler üzerindeki etkisini ölçmedeki başarısı nedeniyle yaşanan finansal krizlerin analizlerinde yaygın olarak kullanılan bir modeldir.

Yapılan araştırmada, Türkiye açısından ekonomik büyümenin, finansal gelişme ve derinleşmeyi temsil eden değişkenlerle olan ilişkisi ele alınmaktadır. Bu amaçla, seriler arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmek için vektör otoregresif analiz yöntemiyle eş bütünleşik vektörler belirlenmektedir. Belirlenen vektörler aracılığıyla modele katılan değişkenler arasındaki ilişkiler, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması tekniği yardımıyla yorumlanmaktadır.

Araştırmada yer alan verilerin analizinde EViews 3.1. bilgisayar paket programı kullanılmıştır.

3.3.1. Vektör Otoregresif Modeller

Değişik makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler, tek veya çok denklemden oluşan modeller ile açıklanabilmektedirler. Tek denklem ile açıklanan ilişkiler için regresyon analizi yapılırken, çok denklemlilerde, eşanlı denklem sistemlerinin çözümlerini gerektirmektedirler. Birden fazla denklemden oluşan zaman serisi modelleri için VAR olarak adlandırılan, içsel ve dışsal değişken ayrımı yapılmayan vektör otoregresif modeller geliştirilmiştir. Bu yöntemle göre her makroekonomik değişken kendisinin ve sistemde yer alan diğer makroekonomik değişkenlerin gecikmeli değerleri tarafından belirlenmektedir. VAR modellerinin ortaya çıkış nedeni, yapısal denklem modellerinde varolan kısıtlamalardır.⁴²⁷

Var modelleri, Cristopher A. Sims tarafından ortaya konulmuştur.⁴²⁸ Sims modellerinin eşanlı denklem modellerinden farklı özellikleri şunlardır:⁴²⁹

⁴²⁷ Damodar N. Gujarati, *Basic Econometrics*, 3rd ed. New York: McGraw-Hill Inc., 1995, ss. 735-736.

⁴²⁸ Cristopher A. Sims, "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Vol: 48, No: 1, (January 1980), (ss. 1-48)

- i) Değişkenlerde içsel ve dışsal ön ayrımı olmaması.
- ii) Belirlenen sıfır kısıtlama olmaması.
- iii) Modellerin dayandığı kesin bir iktisat teorisinin bulunmamasıdır.

Eşanlı denklem modellerinin indirgenmiş şeklinin özel bir hali olan VAR modelleri aynı zamanda Otoregresif (AR) modellerin çok boyut için genelleştirilmiş şeklidir. Olaya bu açıdan bakıldığında, bir değişken için söz konusu olan AR süreci , birden fazla değişken için VAR süreci şeklini almaktadır.⁴³⁰

3.3.1.1.Vektör Otoregresif Modellerin Avantajları

Vektör otoregresif modeller, diğer zaman serisi modellerine göre aşağıda sıralanan avantajlara sahiptir. Bu avantajlar şunlardır:⁴³¹

- i) Eşanlı denklem modellerinin aksine VAR modellerinde içsel, dışsal değişken ayrımı yoktur. Bu nedenle eşanlı modellerin oluşturulmasında karşılaşılan pek çok sorun ile VAR modellerinde karşılaşılmamaktadır.
- ii) VAR modellerinde her bir eşitliğe ayrı ayrı “en küçük kareler- EKK” yöntemi uygulanarak modeller tahmin edilmektedir. Tahmincileri tutarlı ve asimptotik olarak etkindirler. Eşanlı modellerde daha karmaşık yöntemler kullanıldığından, VAR modelleri bunlar karşısında üstünlük sağlamaktadır.
- iii) Eşanlı modellerde kullanılan dışsal ve kukla değişkenler VAR modellerinde de kullanılabilir.
- iv) VAR modelleri herhangi bir iktisadi teoriye uygun olmak zorunda değildir
- v) VAR modellerinde gecikme uzunluğu tüm değişkenler için aynı veya farklı olabilmektedir. Gecikme uzunluğunun aynı olması durumunda modellerin tahmini basitleşmektedir.

⁴²⁹ Cristopher A. Sims and Eric M. Leeper, “Toward A Modern Macroeconomic Model Usable For Policy Analysis, **NBER Working Paper**, No: 4761, June 1994, s.2.

⁴³⁰ Sims and Leeper, a.g.m., s. 3.

⁴³¹ Gujarati, a.g.e., ss. 746, 749.

- vi) Kukla değişkenlerin veya vektörlerin ayrılması ile mevsimlik hareketlerin incelenmesi mümkün olabilmektedir.
- vii) VAR modelleri kendinden daha üstün sınıf modeller olarak gösterilen VARMA (Vektör Otoregresif Hareketli Ortalama) modelleri ile karşılaştırılabilme şansına sahiptir.
- viii) VAR modellerinde tüm değişkenler içsel değişkenlerdir ve her bir değişkenin diğer değişkenler üzerindeki etkisinin kuvveti eşanlı olarak tahmin edilmektedir.
- ix) Değişkenlerin sadece kendi bağımlı değişkenlerine etkileri yanında diğer bağımlı değişkenlere etkileri de düşünülerek model oluşturulmaktadır.
- x) VAR modelleri sonsuz gecikmeli gösterilebildiklerinden uygulamada VAR'a kolaylık sağlar.

3.3.1.2. Vektör Otoregresif Modellerin Dezavantajları

Vektör otoregresif modeller, diğer zaman serisi modellerine karşı sahip olduğu üstün özelliklerin yanı sıra bir takım dezavantajları da içermektedir. Bu dezavantajlar şunlardır:⁴³²

- i) VAR modellerinde tüm değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Durağanlık, kararlılık şartı sağlamıyorsa veriler dönüştürülmektedir. Bu, uygulamada sorun yaratacağı gibi, sonuçları da tartışılabilir.
- ii) VAR modellerinin oluşturulması sırasında değişkenlerin seçimi önemlidir.
- iii) VAR modelleri eşanlı denklem modellerinden daha az önsel bilgi kullanmaktadırlar.
- iv) EKK ile kolayca çözülebilseler de, gecikme uzunluğuna da bağılı olarak çok fazla parametre içerirler. Serbestlik derecesi problemi ile karşılaşılabılır.

⁴³² Gujarati, a.g.e., ss. 749-750.

- v) Uygulamalar VAR modellerinin ileri yönelik tahminlerinin daha iyi olduğunu ortaya koysalar da, modellerde yapılacak küçük değişiklikler bile elde edilecek tahminlerde önemli değişiklikler yaratabilmektedir.
- vi) Gecikme uzunluğu çeşitli kriterlerde veya test edilerek belirlenebilse de, uygulamada gecikme uzunluğunun belirlenmesi sorun yaratabilmektedir.
- vii) Verilerde yapılacak toplanma gibi düzenlemelerden etkilenir.

3.3.1.3. Vektör Otoregresif Analizin Aşamaları

Yapılan araştırmada kullanılan vektör otoregresif analizin temel aşamaları şunlardır:

- i) Değişkenlerin seçimi ve sıralanması.
- ii) Durağanlık koşulunun sağlanması; Stokastik ya da deterministik trendin ortadan kaldırılması gereklidir. Değişkenlerin sahip oldukları mertebelerin derecesinin aynı olması bir gereklilik değildir.
- iii) Gecikme uzunluklarının belirlenmesi; Değişkenlerin kaç gecikmeli değerinin sistemde yer alması gerektiği gibi sorunlar istatistiksel yöntemlerin yardımı ile belirlendikten sonra model tahmin edilmektedir.
- iv) Sistemin çalıştırılması ile elde edilen sonuçlardan politik analiz ya da öngörünün yapılması; Tahmin edilen modelden elde edilen bulgularla "etki-tepki fonksiyonu" (impulse response) olarak bilinen fonksiyonlar hesaplanabilir. Ayrıca, her değişken için varyans ayrıştırması da (variance decomposition) yapılabilmektedir.

3.4. BULGULAR

3.4.1. Durağanlık Koşulunun Sağlanması

Vektör otoregresif analizinin gerçekleştirilebilmesi için ilk olarak modele katılan veri setinin durağanlık özelliklerinin araştırılması gerekmektedir.

Herhangi bir zaman serisinin bir stokastik (olasılıklı) ya da rassal (tesadüfi) süreç ile ortaya çıkmış olduğu düşünülebilir. Bu zaman serisi verileri bir örnek gibi işlem görür ve ana sürecin belli bir dönem için gerçekleşmiş durumudur. Nasıl bir ana kütleyle ilişkin varsayımlarda örneklem verisi kullanılıyorsa, zaman serilerinde de geride yatan stokastik sürece ilişkin varsayımlar yapmak için de bu örneklem kullanılır.

Genel olarak, ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan stokastik bir süreç için durağandır denir. Diğer bir ifadeyle, stokastik bir sürecin ortalaması ve varyansı dönem boyunca sistematik bir değişme göstermiyorsa, incelenen serinin durağan bir seri olduğu yargısına varılır.

Zaman serilerinin modellenmesinde ve değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesinde, serilerin durağan olması önemli bir gerekliliktir. Oysa ki, iktisadi zaman serileri genel olarak durağan değildirler. Değişkenlerin logaritmaları alınıp incelendiğinde, belirli bir yöne doğru giden eğilim gösterdikleri görülebilmektedir. Böyle bir eğilim, söz konusu değişkenlerin durağan olmadıkları (non-stationary) anlamına gelmektedir.

Öte yandan, değişkenler genellikle gerçek değerleri ile değerlendirildiğinde doğrusal değil; logaritmik değerleri üzerinden doğrusaldırlar. Bu nedenle iktisadi zaman serisi analizlerinde serilerin gerçek değerleri yerine, logaritmik değerlerinin kullanılması tercih edilir.

Durağanlık testi, değişkenlerin düzey veya ilk farkı alındığında durağan bir yapıya sahip olup olmadıklarını sınamaktadır. Birim kök (unit root) testleri, değişkenlerin durağanlıklarının sınanması amacıyla geliştirilmiş testlerdir. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi (ADF) en yaygın olarak kullanılan durağanlık sınaması testidir.⁴³³

Y_t bütün t değerleri için şu özellikleri taşıyan stokastik bir süreç olsun.⁴³⁴

$$\text{Ortalama : } E(Y_t) = \mu$$

$$\text{Varyans : } \text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

$$\text{Ortak Varyans : } \gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)]$$

Burada γ_k , k gecikme mesafesine bağlı olarak Y_t ile Y_{t+k} arasındaki ortak varyanstır. Y 'nin sıfır noktasının Y_t 'den Y_{t+m} 'ye kaydırıldığı varsayılırsa;

Eğer Y_t durağansa Y_{t+m} 'nin ortalaması, varyansı ve ortak varyansı Y_t 'ninkilerle aynı olmalıdır. Kısaca, eğer bir zaman serisi durağansa, ortalaması, varyansı ve çeşitli gecikmelerdeki ortak varyansı zamandan yani t 'den bağımsız olarak aynıdır.

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Burada ε_t stokastik bir hata terimi olup, $E(\varepsilon_t) = 0$, $\text{Var}(\varepsilon_t) = \sigma^2$, $\text{Kov}(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-s}) = 0$, $s \neq 0$ dır. Zaman serisi analizinde böyle bir hata terimi saf hata terimi (white noise) diye adlandırılır. Eğer $\rho = 1$ ise birim kök sorunu söz konusudur. İlişki,

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

şeklini alır ve Y_t serisi durağan değildir. Birim kökü belirlemek için ρ 'nun 1'e eşit olup olmadığını regresyon modelinde test edilmesi gerekir.⁴³⁵

⁴³³ David. A. Dickey and William. A. Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root", **Journal of the American Statistical Association**, Vol: 74, 1979, ss. 427-31.; David. A. Dickey and William. A. Fuller, "Likelihood Ratio Statistical for Autoregressive Time Series With Unit Root", **Econometrica**, Vol: 49, 1981, ss. 1057-1072.

⁴³⁴ Gujarati, a.g.e., ss. 713-714.

⁴³⁵ Gujarati, a.g.e., ss. 718-719.

Regresyon modelinde katsayıların 0'dan farklı olup olmadığı test edilebilir. Bu durumda ρ 'nun 1'e eşit olup olmadığını test etmek için $Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ilişkisinden şu denklem elde edilebilir.

$$\Delta Y_t = (\rho - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Burada $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ dir.

$\delta = (\rho - 1)$ şeklinde yazıldığında, $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$ eşitliği elde edilir. Bu eşitlikte δ 'nın sifira eşit olup olmadığı test edilirse, ρ 'nun 1'e eşit olup olmadığı test edilmiş olur.

$\delta = 0$ olduğunda,

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = \varepsilon_t \text{ dir.}$$

Buradan $\Delta Y_t = \varepsilon_t$ serisi, yani birinci fark durağan olacaktır. Çünkü ε_t serisi (saf hata) durağandır. Böylelikle orijinal bir serinin birinci farkı durağan ise bu seriye birinci dereceden durağan (birinci dereceden bütünleşmiş) denir ve I(1) şeklinde gösterilir. Eğer bir seriyi durağan yapmak için iki defa fark almak gerekirse ikinci dereceden durağan (ikinci dereceden bütünleşmiş) denir, I(2) şeklinde gösterilir. d defa fark almak gerekirse d'ninci dereceden durağan (d'ninci dereceden bütünleşmiş) denir ve I(d) şeklinde gösterilir.

Bir serinin durağan olup olmadığını anlamak için birim kök testi şu şekilde yapılır.⁴³⁶

Hipotez;

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \text{ eşitliğine göre;}$$

$$H_0: \rho = 1,$$

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \text{ eşitliğine göre;}$$

$$H_0: \delta = 0 \text{ olup, durağan olmama durumunu ifade eder.}$$

⁴³⁶ Gujarati, a.g.e., s. 720.

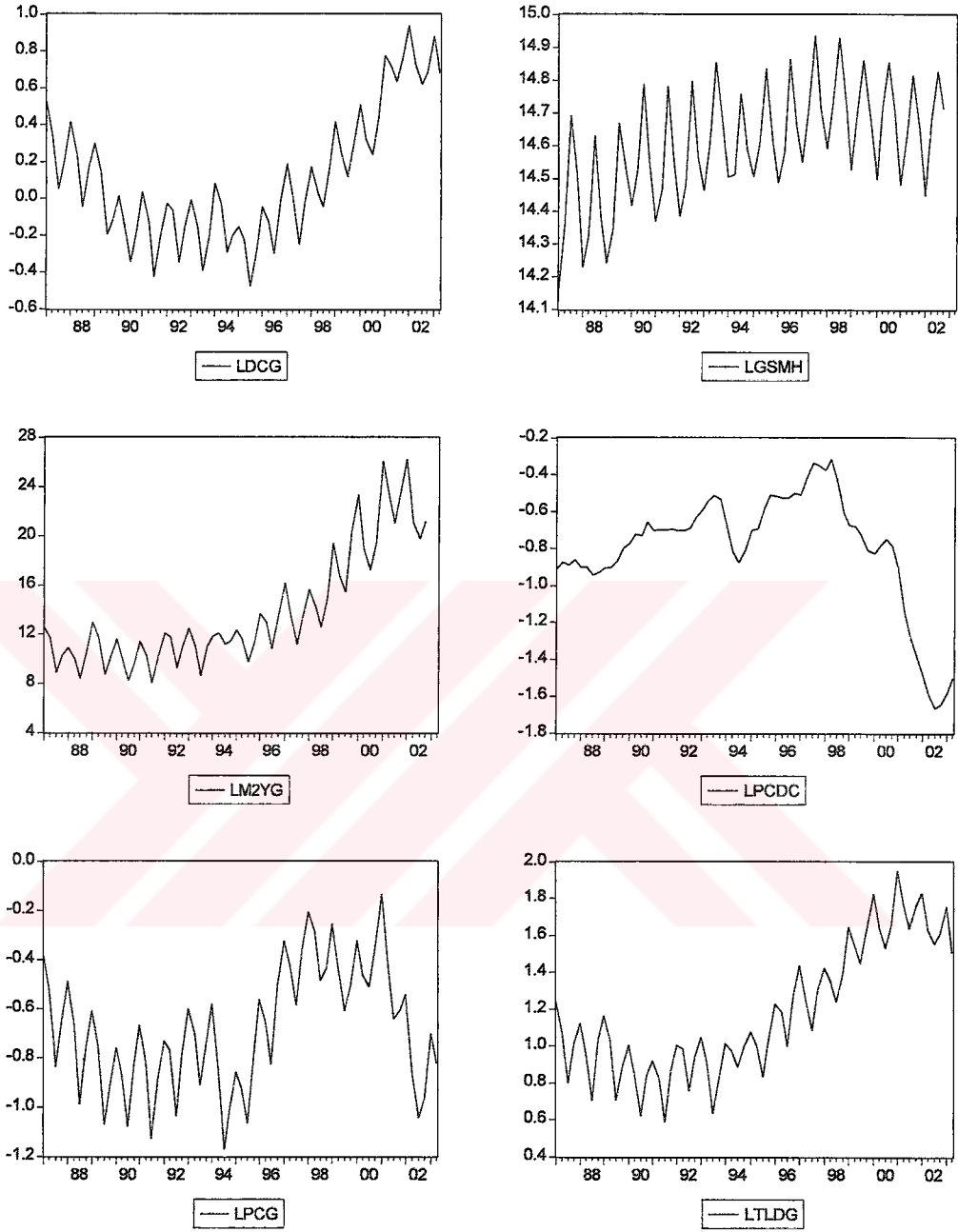
Birim kök için uygulanan test Dickey-Fuller testi'dir. Bu testin % 1, % 5 ve % 10 önemlilik düzeylerine göre kabul-red sınırları (kritik değerleri) MacKinnon tarafından yapılmış olan Monte Carlo simülasyonları'na göre hesaplanmıştır. Bu değerlere MacKinnon Kritik Değerleri denilmektedir.⁴³⁷

EViews.3.1.bilgisayar paket programı tarafından hesaplanan alışılagelmiş t istatistikleri bu hipotez testinde τ (tau) istatistiği ya da Dickey-Fuller test istatistiği diye adlandırılır. Dickey-Fuller test istatistiğinin mutlak değeri, MacKinnon Kritik Değerleri'nin mutlak değerinden küçükse H_0 hipotezi kabul edilir ve bu da serinin durağan olmadığını gösterir. Eğer Dickey-Fuller test istatistiğinin mutlak değeri, MacKinnon Kritik Değerleri'nin mutlak değerinden büyükse H_0 hipotezi red edilir ve bu da serinin durağan olduğunu gösterir.

Sonuç olarak, eğer iki zaman serisi arasında bir ilişkiden bahsediliyorsa ve aralarında istatistiksel bakımdan anlamlı bir regresyon bulunuyorsa bu ilişkinin gerçek mi, yoksa sahte mi olduğunu anlamak için birim kök testi ile serilerin kaçınıc dereceden durağan olduklarını saptamak gerekir. Eğer her iki seri de aynı dereceden durağan (bütünleşmiş) çıkıyorsa bu ilişki gerçek bir ilişkidir ve regresyon gerçektir denir. Bu serilere de eşbütünleşmiş seriler denir. Diğer bir anlatımla regresyonun gerçek olması için serilerin eş bütünleşmiş seriler (aynı dereceden durağan seriler) olması gerekir.

Eğer serinin orijinal hali durağan değilse, serinin birinci farkı alınır ve tekrar Dickey-Fuller testi uygulanır. Bu da durağan değilse serinin ikinci farkı alınır ve tekrar Dickey-Fuller testi uygulanır. Bu işlem seri durağan hale gelinceye kadar devam eder ve seri d'ninci farkında durağan hale geldiyse, o zaman serisi d'ninci dereceden durağandır ya da d'ninci dereceden bütünleşmiş denir.

⁴³⁷ James G. MacKinnon, "Critical Values for Co-integration Tests", **University of California San Diego Discussion Paper**, No: 90-4, 1990; James G. MacKinnon, "Critical Values for Cointegration Tests", in R. F. Engle and C. W. J. Granger (eds.) **Long-Run Economic Relationships- Reading in Cointegration**, Oxford University Press., 1991.



Şekil: 3.1. Birinci Farkları Alınmış Seriler

Bir vektör otoregresyon (VAR) sisteminde bulunan değişkenlerin durağan olması gerektiği konusu tartışmalıdır. Sims (1980), değişkenler birim kök içerseler bile bunların birinci farklarının alınmaması gerektiğini ileri sürmektedir.⁴³⁸ Bir VAR

⁴³⁸ Cristopher A. Sims, "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Vol: 48, No:1, (January 1980), ss. 1-48.

analizinin temel amacının, tahmin sonuçlarını elde etmekten çok, değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkileri belirlemek olduğu ifade edilmektedir.⁴³⁹ Birinci farkların alınmasına karşı geliştirilen temel argüman, böyle yapmakla, değişkenlerin eş-hareketlerinin (co-movements) sağlayacağı bilginin kaybolacağı şeklindedir.⁴⁴⁰

Değişkenlerin grafikleri incelendiğinde; özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi kredi hacmine oranını yansıtan LPCDC değişkeni hariç tüm değişkenlerde mevsimsel etkiler gözlenmektedir. Mevsimsel etki gözlenen bu beş değişkenin mevsimsel kuklalar yardımıyla mevsimsellikten arındırma işlemi aşağıdaki denklem yardımıyla yapılmış ve netice itibariyle elde edilen serilerin mevsimsel özelliklerinin ortadan kalktığı aşağıdaki grafiklerde görülmektedir.

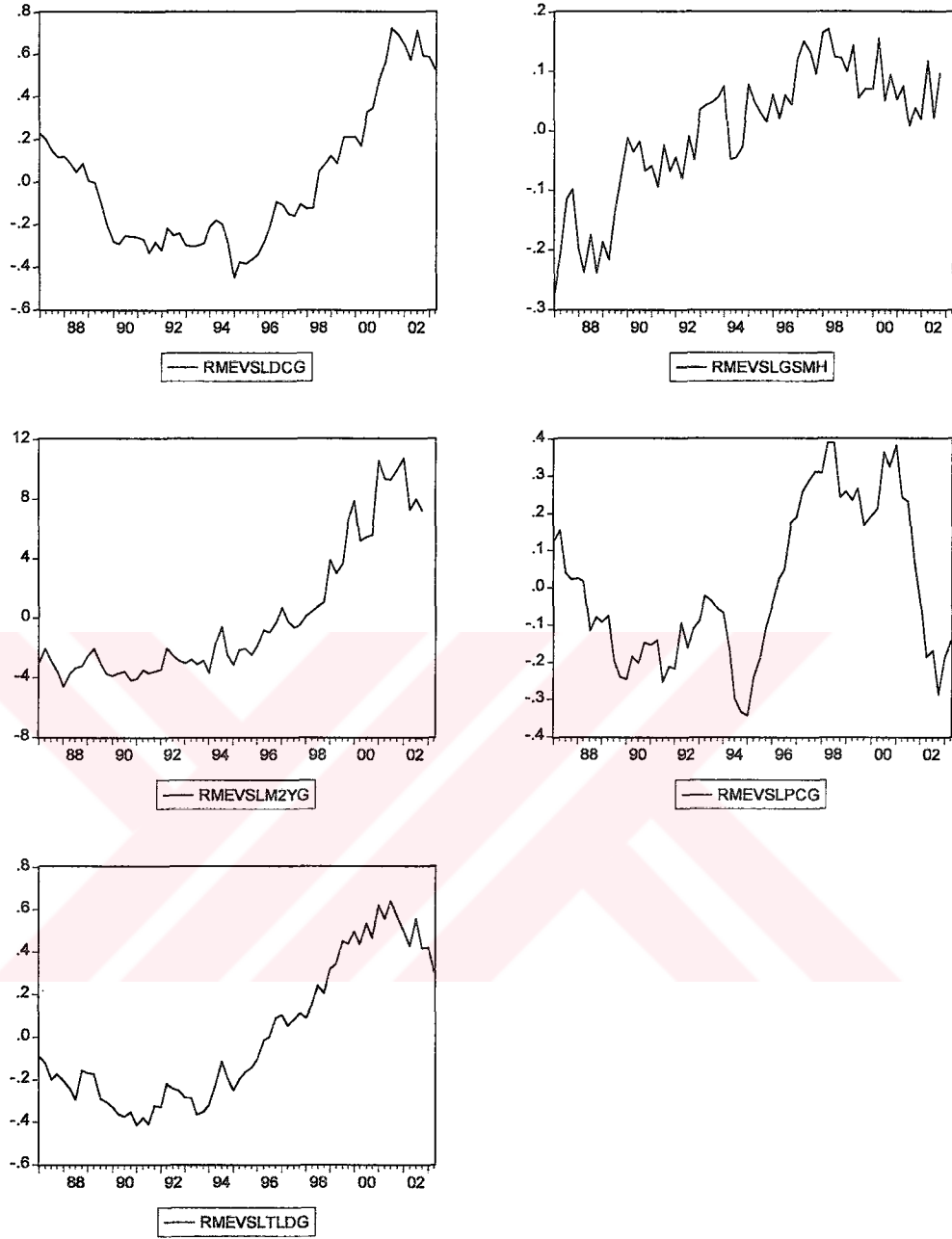
$$Y_t = c + D(2) + D(3) + D(4) + e_t$$

Her beş değişkene de uygulanan bu mevsimsellikten arındırma denklemindeki kukla değişkenler şu şekilde tanımlanmıştır;

- D(2)=1; (ikinci üç aylar için).
- D(2)=0; (diğer durumlar).
- D(3)=1; (üçüncü üç aylar için).
- D(3)=0; (diğer durumlar).
- D(4)=1; (dördüncü üç aylar için).
- D(4)=0; (diğer durumlar).

⁴³⁹ Christopher A. Sims, "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, Vol: 36, 1992, ss. 975-1011.

⁴⁴⁰ S.K.McNees, "Forecasting Accuracy of Alternative Techniques: A Comparison of US Macroeconomic Forecasts", *Journal of Business and Economic Statistics*", Vol: 4, 1986, ss. 5-23.



Şekil: 3.2. Mevsimsellikten Arındırılmış Seriler

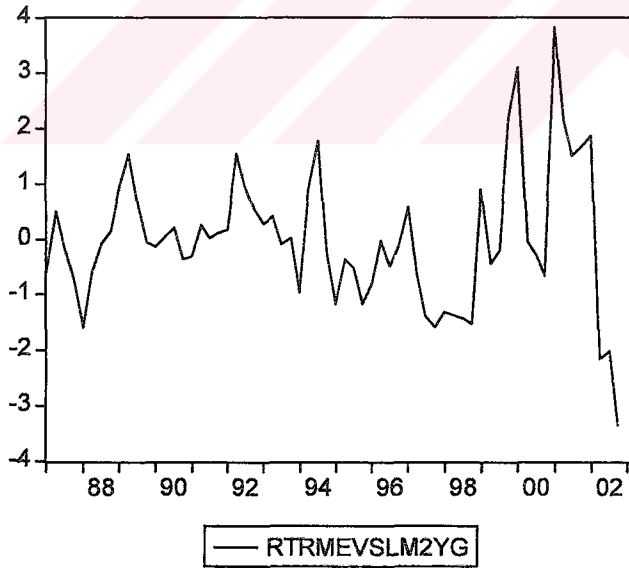
Yukarıdaki Şekil: 3.1 ve Şekil: 3.2 ile aşağıdaki Şekil: 3.3, modelde kullanılan değişkenlerin 16 yıllık seyrini göstermektedir. Türkiye’de incelenen dönem boyunca, ekonomik büyüme genelde artış göstermesine karşın bu artış istikrarlı bir seyir izlememiş özellikle 1994 ve 2001’de önemli azalmalar gözlenmiştir. Yurtiçi kredilerin GSMH’ya oranı önce azalmış, 1994’teki ciddi azalmadan sonra ise artmış, 2001-2002’de tekrar azalış seyrine girmiştir. Geniş tanımlı para arzı M2Y’nin

GSMH'ya oranı sürekli artış göstermiştir. Özel kesime açılan kredilerin GSMH'ya oranı önemli dalgalanmalar göstermiş, 1994 ve 2001'de yüksek oranlı, 1998-1999 ve 2002'de daha düşük oranlı azalışlar yaşanmış, dönem başına göre azalmıştır. Bankacılık kesimi mevduat yükümlülükleri ilk önce azalıp daha sonra artmış, 2001'den sonra tekrar azalmıştır. Özel kesime kullanılan kredilerin toplam yurtiçi kredi hacmine oranı ise yine önemli dalgalanmalar göstermiştir. 1988 ve 1998'de önemli azalışlar olmasına karşın 1994 ve 2001'deki azalışlar çok daha hacimli ve keskin olarak gerçekleşmiştir.

Geniş tanımlı para arzı (M2Y)'nin GSMH'ya oranını temsil eden LM2YG serisinde ayrıca 2. mertebeden trend gözlenmiş, trendden aşağıdaki denklem yardımıyla arındırılmıştır.

$$LM2YG=c+T+T^2+e_t$$

e_t serisi incelendiğinde deterministik trend etkisinin ortadan kalktığı görülmektedir.



Şekil: 3.3. Trendden Arındırılmış LM2YG Serisi

LM2YG serisinde, bu arındırma işlemi sonucunda yığılımın ortadan kalktığı görülmektedir.

Analizi yapılan bir diğer deterministik öge ise birim kök sürecinde yapısal kırılma analizidir. Genel olarak grafikler incelendiğinde 1994:02 ve 1998:02 dönemlerine denk düşen bir kırılma fark edilmiştir. Bu kırılmalar, Perron (1989)'un test yöntemi ile test edilmiş ve özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi kredi hacmine oranını yansıtan LPCDC serisi için 1998:02 kırılma tarihi istatistiksel anlamlı bulunmuş ve Perron (1989) test denklemleri yardımıyla bu kırılma değişkenden arındırılmıştır.

Yapısal kırılma, serideki trendde ani sıçrama, trendin eğiminde ani değişim ya da birim kökte ani sıçramadır. Perron (1989) testi, bir serideki yapısal kırılmanın, trendindeki kırılmadan mı yoksa birim kökteki bir sıçramadan mı kaynaklandığının analizini yapan testtir.⁴⁴¹ Perron testinde kırılma noktası bilinmektedir. Diğer bir ifadeyle, şoklar dışsal olarak alınmaktadır. Buradaki dışsallık varsayımı, zaman serilerini temsil eden değişkenler için kurulan modelleri ifade etmemekte, söz konusu fonksiyonlardaki şokların etkilerini kaldırmak için kullanılmaktadır.⁴⁴²

Trendden arındırma, veri yaratma sürecinin doğru belirlenmesi açısından gereklidir. Bu testte hareket noktası trendden arındırma yöntemidir. Perron (1989) testinin önemi, kırılmaya uğramış serilerin aslında DSP (fark durağan süreç) mi, yoksa TSP (trend durağan süreç) mi olduğunu belirleme noktasında ön plana çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle, trendden arındırma, yaşanan şokların geçici veya kalıcı olmalarının saptanması açısından önemlidir. DSP sürecinde şoklar kalıcı yani sürekli, TSP sürecinde ise geçicidir. İçsel şoklarda ortalamaya dönüş vardır. Stokastik trendde şoklar sürekli, deterministik trendde ise şoklar geçicidir.⁴⁴³ Her şok geçicidir ama sürekli şoklarda ortalamaya dönme eğilimi için uzun bir süre gereklidir. Serilerde meydana gelen bütün bu dışsal şoklar Perron tarafından geçici şoklar olarak belirtilmiştir.⁴⁴⁴

Çalışma kapsamındaki değişkenlerden özel kesim kredilerinin yurtiçi toplam kredi hacmine oranını veren LPCDC değişkeninde, 1994:02 ve 1998:02 dönemlerine

⁴⁴¹ Pierre Perron, "The Great Crash, The Oil Price Shock and The Unit Root Hypothesis", *Econometrica*, Vol: 57, No: 6, 1989, ss. 1361-1401.

⁴⁴² Perron, a.g.m., s. 1362.

⁴⁴³ Gujarati, a.g.e., s. 723.

⁴⁴⁴ Perron, a.g.m., ss.1362-1363.

denk düşen bir yapısal kırılma belirlenmiştir. Bu nedenle, LPCDC değişkeni için bütünleşme sırası Perron (1989) birim kök testi yaklaşımı ile araştırılmıştır. Perron (1989) birim kök testi, Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) denklemine belirli bir zaman döneminde meydana gelen yapısal değişimi temsil eden kukla değişken (dummy) ilave edilmesi yoluyla gerçekleştirilmektedir.

Söz konusu yapısal değişimin meydana geldiği dönem $t=T_B$ ve toplam gözlem sayısı T olmak üzere $\lambda=T_B/T$ şeklinde tanımlanarak λ değerlerine karşılık gelen kritik değerler üç farklı model için Perron(1989) tarafından tablolştırılmıştır. Model (A) olarak tanımlanan birinci model kesim katsayısında (intercept term) bir-kez değişim olduğunu, Model (B) trend fonksiyonunun eğiminde bir değişim olduğunu, Model (C) ise her iki değişimin aynı anda gerçekleştiğini varsaymaktadır. Diğer bir ifadeyle Model (C) hem sabit, hem de eğimin farklı olduğu durumlarda uygulanmakta ve denklemden yer alan kuklalar, sabit ve trenddeki kırılmaları temsil etmektedir.⁴⁴⁵

H_0 : Y_t serisi birim köke ve muhtemelen yığılma sahip bir süreçtir. şeklinde ifade edilen hipotez altında 3 farklı model oluşturulmaktadır. Gerekli kuklalar şu şekilde oluşturulurlar;

Pulse Dummy

$$D(TB)_t=1 \rightarrow t=TB+1$$

$$=0 \rightarrow \text{d.d.}$$

Level Dummy

$$DU_t=1 \rightarrow t>TB$$

$$=0 \rightarrow \text{d.d.}$$

Trend Dummy

$$DT_t^*=t \rightarrow t>TB$$

$$=0 \rightarrow \text{d.d.}$$

Perron (1989)'un, C modelindeki önerisi gereği test edilecek denklemler aşağıdaki gibidir;

$$H_0: Y_t = \mu_1 + Y_{t-1} + dD(TB)_t + (\mu_2 - \mu_1)DU_t + e_{3t} \rightarrow$$

Sıçramaların sebebi birim köktür. DSP süreci tarafından belirlenen serinin hem

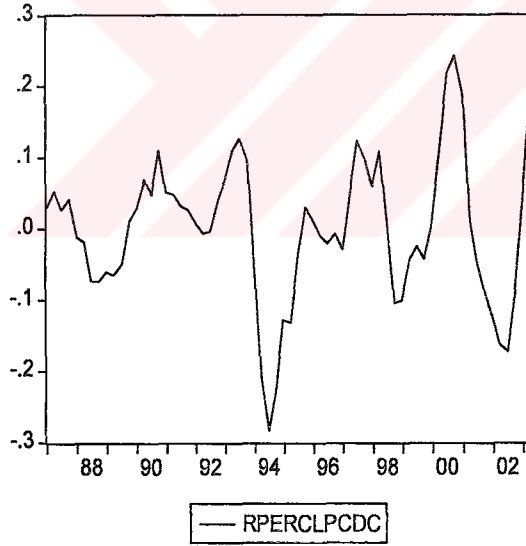
⁴⁴⁵ Perron, a.g.m., s.1364.

düzeyinde (yığılımında) hem de büyüme hızında değişim vardır.

$H_a: Y_t = \mu_1 + \beta_1 T + (\mu_2 - \mu_1)DU_t + (\beta_2 - \beta_1)DT_t^* + e_t \rightarrow$ Serinin trendinin hem kesim noktasında hem de eğiminde değişme vardır.

Tablo: 3.1. Bağımsız Değişken: LPCDC için H_a Modeli Sonuçları

Bağımsız değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
C	-0.937766	0.030076	-31.18023	0.0000
@TREND	0.011419	0.001151	9.918816	0.0000
DL	3.520324	0.226303	15.55579	0.0000
DT2	-0.077117	0.004181	-18.44323	0.0000



Yanda H_a modelinin artıkları görülmektedir. Artıkların durağanlıkları Perron test aşaması için önerdiği denkleme göre durağan olduğu tespit edilerek değişkendeki yapısal değişkenlik istatistiksel anlamlı bulunmuş, netice olarak VAR modelinde LPCDC yerine yanda görüldüğü gibi yapısal farklılığı ortadan kaldırılmış RPERCLPCDC serisi kullanılmıştır.

Şekil: 3.4. Yapısal Kırılmadan Arındırılmış LPCDC Serisi

Tablo: 3.2. Bağımlı Değişken: RPERCLPCDC için Perron (89) Test Denklemleri

Bağımsız değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
RPERCLPCDC(-1)	0.686319	0.063972	10.72837	0.0000
D(RPERCLPCDC(-1))	0.668612	0.103000	6.491361	0.0000

$\tau = (0.686319 - 1) / 0.063972 = -4,90$, Perron(1989) kritik değeri $\lambda = -4,23$ 'den daha negatif olduğu için H_a modeli reddedilemez.

Serilerin deterministik öğelerden arındırıldıktan sonra stokastik özelliklerinin ortaya çıkartılabilmesi için öncelikle durağanlık (homojenlik) mertebeleri ortaya çıkartılmış, ardından çok değişkenli zaman serisi analizlerinden Vektör Otoregresif Modeller yardımıyla etki tepki analizi ve varyans ayrıştırma analizi yapılmıştır. Serilerin stokastik özellikleri aşağıda tek tek verilmiştir. Güven düzeyi %99 alınarak çalışılmıştır.

Tablo: 3.3. Değişkenlerin Durağanlık Analizi

Değişkenler	$\tau_{\mu T}$ (düzey veri)	τ (ilk fark)	KARAR Durağanlık mertebesi
RMEVSGSMH	$\tau_{\mu T} = -2.162895$	$\tau = -3.884641$	I(1)
RMEVSLDCG	$T = -0.236900071554$	$\tau = -7.26830259686$	I(1)
RTRMEVSLM2YG	$T = -3.965913$		I(0)
RMEVSLPCG	$T = -2.485302$	$\tau = -3.791313$	I(1)
RMEVSLTLDG	$\tau_{\mu T} = -1.992750$	$\tau = -4.442237$	I(1)
RPERCLPCDC	$T = -4.903395$		I(0)

Kritik değerler; (-) -2,62; (c): -3,58; (c+T) -4,15 ; MacKinnon(1991).

Tablo: 3.3'de araştırma modeline katılan değişkenlerin durağanlık durumları bir bütün içerisinde gösterilmektedir. Buna göre;

Mevsimsellikten arındırılmış reel GSMH (RMEVSGSMH) değişkeninin serisine ait grafiğe bakıldığında, ortalamasının sabit olmadığı, diğer bir ifadeyle, bir trendinin olduğu ve seride yığılım olması nedeniyle Dickey and Fuller (DF) denklemi trend ve sabit ile oluşturularak kritik değer -2.162 olarak tespit edilmiş, sabit ve trendli (c+T) tablo değeri olan -4.15'ten daha negatif olmadığı için seri I(1) tespit edilmiştir. İlk fark alınmış ve elde edilen ilk fark serisinin yığılım ve trendinin kaybolduğu gözlenmiştir. Kritik değer - 3.88, tablo değeri -2.62'den daha negatif olduğu için mevsimsellikten arındırılmış RMEVSGSMH değişkeninin ilk fark serisinin durağan olduğu, dolayısıyla düzey verinin I(1) olduğu tespit edilmiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış reel bankacılık kesimi mevduat yükümlülüklerinin GSMH'ya oranı (RMEVSLTLDG) değişkeninin serisine ait grafiğe bakıldığında, aynı şekilde, ortalamasının sabit olmadığı, diğer bir ifadeyle, bir trendinin olduğu ve seride yığılım olması nedeniyle Dickey and Fuller (DF) denklemi trend ve sabit ile oluşturularak kritik değer -1.992 olarak tespit edilmiş, sabit ve trendli (c+T) tablo değeri olan -4.15'ten daha negatif olmadığı için seri I(1) tespit edilmiştir. İlk fark alınmış ve elde edilen ilk fark serisinin yığılım ve trendinin kaybolduğu gözlenmiştir. Kritik değer - 4.44, tablo değeri -2.62'den daha negatif olduğu için mevsimsellikten arındırılmış RMEVSLTLDG değişkeninin ilk fark serisinin durağan olduğu, dolayısıyla düzey verinin I(1) olduğu tespit edilmiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış reel yurtiçi toplam kredi hacminin GSMH'ya oranı (RMEVSLDCG) ve mevsimsellikten arındırılmış reel özel sektöre kullanılan kredilerin GSMH'ya oranı (RMEVSLPCG) değişkenlerine ait grafiklerden bu iki değişkenlerde yığılım ve trend olmadığı gözlenmektedir. Bu nedenle oluşturulan DF denklemine yığılım ve trend konulmamış, sırasıyla elde edilen kritik değerler olan -0.236 ve -2.485, tablo değeri olan -2.62'den daha negatif olmadığı için serilerin ilk farkı alınmıştır. İlk farkı alınan serilerin sırasıyla kritik değerleri olan -7.268 ve -3.791, tablo değeri olan -2.62'den daha negatif bulunarak, mevsimsellikten arındırılmış RMEVSLDCG ve RMEVSLPCG değişkenlerinin durağanlık mertebelerinin I(1) olduğu sonucuna varılmıştır.

Yapısal kırılmadan arındırılmış reel özel sektöre kullanılan kredilerin yurtiçi toplam kredi hacmine oranı (RPERCLPCDC) değişkeninde tespit edilen yapısal kırılmanın istatistiksel anlamlılığından dolayı Perron (89) modelleri denenmiş ve C Modelinin, bu değişkendeki yapısal kırılmayı tanımlayabilen model olduğu tespit edilerek mevsimsellikten arındırılmış RPERCLPCDC değişkeninin kırıklı trend doğrusu etrafında durağan olduğu kararına varılmıştır.

Trendden ve mevsimsellikten arındırılmış reel geniş tanımlı para arzı M2Y'nin GSMH'ya oranı (RTRMEVSLM2YG) değişkeninde yığılım ve trend gözlenmemiştir. Bu nedenle DF(79) denkleminde elde edilen kritik değer olan -3.965, tablo değeri -2.62'den daha negatif olduğu için mevsimsellikten arındırılmış RTRMEVSLM2YG değişkeninin durağan olduğuna karar verilmiştir.

3.4.2. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme uzunluğu VAR modelinin derecesini belirler ve model VAR(p) olarak k değişken için;

$$\begin{aligned}
 y_{t1} &= \alpha_{10} + \alpha_{11.1}y_{t-1,1} + \alpha_{12.1}y_{t-1,1,2} + \dots + \alpha_{1k.1}y_{t-1,k} + \dots + \alpha_{11,p}y_{t-p,1} + \alpha_{12,p}y_{t-p,1,2} + \dots + \alpha_{1k,p}y_{t-1,p} + \varepsilon_{1t} \\
 y_{t2} &= \alpha_{20} + \alpha_{21.1}y_{t-1,1} + \alpha_{22.1}y_{t-1,1,2} + \dots + \alpha_{2k.1}y_{t-1,k} + \dots + \alpha_{21,p}y_{t-p,1} + \alpha_{22,p}y_{t-p,1,2} + \dots + \alpha_{2k,p}y_{t-1,p} + \varepsilon_{2t} \\
 &\cdot \\
 &\cdot \\
 y_{tk} &= \alpha_{k0} + \alpha_{k1.1}y_{t-1,1} + \alpha_{k2.1}y_{t-1,1,2} + \dots + \alpha_{kk.1}y_{t-1,k} + \dots + \alpha_{k1,p}y_{t-p,1} + \alpha_{k2,p}y_{t-p,1,2} + \dots + \alpha_{kk,p}y_{t-1,p} + \varepsilon_{kt}
 \end{aligned}$$

olacaktır.

Bu denklemler matrislerle;

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad t=0, \pm 1, \pm 2, \dots$$

şeklinde ifade edilir.

Burada;

- $y_t = (y_{t_1}, y_{t_2}, \dots, y_{t_k})'$, (Kx1) vektörü.
- $\alpha_0 = (\alpha_{10}, \dots, \alpha_{k0})'$, (Kx1) sabit katsayılar vektörü.

- α , (KxK) katsayılar matrisi.
- $\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \dots, \varepsilon_{kt})'$, (Kx1) vektörüdür.

VAR modellerinde tesadüfi hata terimleri etki (impulse) veya şok (innovation) olarak adlandırılmaktadır.

Yukarıda verilen genel ifade, toplam sembolü ile şöyle gösterilebilir;

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \sum_{i=1}^p \alpha_i y_{t-i,j} + \varepsilon_t$$

Matrisler açık yazıldığında;

$$\begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \\ \vdots \\ y_{kt} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{10} \\ \alpha_{20} \\ \vdots \\ \alpha_{k0} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha_{11,1} & \alpha_{12,1} & \dots & \alpha_{1k,1} \\ \alpha_{21,1} & \alpha_{22,1} & \dots & \alpha_{2k,1} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \alpha_{k1,1} & \alpha_{k2,1} & \dots & \alpha_{kk,1} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1,1} \\ y_{t-1,2} \\ \vdots \\ y_{t-1,k} \end{bmatrix} + \dots + \begin{bmatrix} \alpha_{11,p} & \alpha_{12,p} & \dots & \alpha_{1k,p} \\ \alpha_{21,p} & \alpha_{22,p} & \dots & \alpha_{2k,p} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \alpha_{k1,p} & \alpha_{k2,p} & \dots & \alpha_{kk,p} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-p,1} \\ y_{t-p,2} \\ \vdots \\ y_{t-p,k} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{kt} \end{bmatrix} \text{ola}$$

çaktır.

Burada;

- y_t 'ler (Kx1) boyutlu vektör.
- α 'lar (KxK) boyutlu katsayılar matrisi
- α_0 (Kx1) boyutlu sabit katsayılar vektörü.
- ε_t , (Kx1) boyutlu hata terimleri vektörüdür.

$E(\varepsilon_t) = 0$, $E(\varepsilon_t \varepsilon_t') = \Sigma$ ve $s \neq t$ için $E(\varepsilon_t \varepsilon_s') = 0$ olduğundan ε_t 'ler k-boyutlu saf hata (white noise) veya şok (innovation) sürecidir.

VAR(p) modeli geciktirme işlemcisi ile,

$$y_t = \alpha_0 + (\alpha_1 B + \dots + \alpha_p B^p) y_t + \varepsilon_t$$

veya

$$\alpha(B)y_t = \alpha_0 + \varepsilon_t$$

şeklinde ifade edilebilir. Burada;

$$\alpha(B) = I - \alpha_1 B - \dots - \alpha_p B^p \text{ dir.}$$

Burada varyans-kovaryans matrisi,

$$E(\varepsilon_t \varepsilon_t') = E \left[\begin{bmatrix} \varepsilon_{t1} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ \varepsilon_{tk} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{t1} & \cdot & \cdot & \cdot & \varepsilon_{tk} \end{bmatrix} \right] = \begin{bmatrix} \varepsilon_{t1} \varepsilon_{t1} & \varepsilon_{t1} \varepsilon_{t2} & \dots & \varepsilon_{t1} \varepsilon_{tk} \\ \varepsilon_{t2} \varepsilon_{t1} & \varepsilon_{t2} \varepsilon_{t2} & \dots & \varepsilon_{t2} \varepsilon_{tk} \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \varepsilon_{tk} \varepsilon_{t1} & \varepsilon_{tk} \varepsilon_{t2} & \dots & \varepsilon_{tk} \varepsilon_{tk} \end{bmatrix}$$

$$= \begin{bmatrix} \text{Var}(\varepsilon_{t1}) & \text{Cov}(\varepsilon_{t1} \varepsilon_{t2}) & \dots & \text{Cov}(\varepsilon_{t1} \varepsilon_{tk}) \\ \text{Cov}(\varepsilon_{t2} \varepsilon_{t1}) & \text{Var}(\varepsilon_{t2}) & \dots & \text{Cov}(\varepsilon_{t2} \varepsilon_{tk}) \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \text{Cov}(\varepsilon_{tk} \varepsilon_{t1}) & \text{Cov}(\varepsilon_{tk} \varepsilon_{t2}) & \dots & \text{Var}(\varepsilon_{tk}) \end{bmatrix} = \Sigma$$

dir. $p=1$ olduğunda birinci dereceden vektör otoregresif süreç;

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \varepsilon_t \text{ olacaktır.}$$

$t=1$ 'den başlayarak ise süreç açık olarak yazılarak;

$$y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 y_0 + \varepsilon_1$$

$$y_2 = \alpha_0 + \alpha_1 y_1 + \varepsilon_2 = \alpha_0 + \alpha_1 (\alpha_0 + \alpha_1 y_0 + \varepsilon_1) + \varepsilon_2$$

.

.

.

$$y_t = (\alpha_0 + \alpha_1 + \dots + \alpha_1^{t-1}) \alpha_0 + \alpha_1^t y_0 + \sum_{i=0}^{t-1} \alpha_1^i \varepsilon_{t-i}$$

şeklinde ifade edilecektir.

y_1, \dots, y_t değerleri ve bunların bileşik dağılımı $y_0, \varepsilon_1, \varepsilon_2, \dots, \varepsilon_t$ değerleri tarafından belirlenmektedir.

VAR süreci için zaman $t=1$ 'den başlayabileceği gibi sonsuz geçmişten de başlayabilir. Zaman periyodu kurulacak modeli etkileyecektir. Yeterince uzun bir zaman süresi için X_t ile ifade edeceğimiz herhangi bir dışsal değişkenin \bar{X} gibi bir seviyede sabit kalabileceği varsayılabilir. Seçilen periyotta örneğin $t=0$ ise, sistem bir tek dışsal şok tarafından etkilenir. Yani, $t=0$ periyodunda $X_t = X_0 \neq \bar{X}$ dir. bunu takip eden periyotlarda, zamanın yeterince uzaması ile X_t değişkeni ($t>0$ için) normal şekline dönerek, \bar{X} gibi bir seviyede sabit kalabilecektir. ($X_t = \bar{X}$) VAR(1) süreci için zamanın geçmişten, yani $t=j$ 'den başladığı varsayılırsa;

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$= (I_k + \alpha_1 + \dots + \alpha_1^j) \alpha_0 + \alpha_1^{j+1} y_{t-j-1} + \sum_{i=0}^j \alpha_1^i \varepsilon_{t-i}$$

olarak yazılacaktır.

α_1 matrisinin karakteristik köklerinin birden küçük olması durumunda $i=0,1,2,\dots$ için α_1^i mutlak değer olarak toplanabilir. Yani $i=0,\pm 1, \pm 2, \dots$ değerlerini alıyorsa, a_i dizisi;

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{i=-n}^n |\alpha_1^i| \text{ ise mutlak değer olarak toplanabilir.}$$

Bu limit genellikle;

$$\sum_{i=-\infty}^{\infty} |\alpha_1^i| \text{ olarak gösterilir.}$$

Bu kural α_1 matrisine uygulanırsa;

$$\sum_{i=1}^{\infty} \alpha_1^i \varepsilon_{t-i} \text{ olacaktır.}$$

$j \rightarrow \infty$ olduğunda;

$$(I_k + \alpha_1 + \dots + \alpha_1^j) \alpha_0 \xrightarrow{j \rightarrow \infty} (I_k - \alpha_1)^{-1} \alpha_0 \text{ olacaktır.}$$

$j \rightarrow \infty$ α_1^{j+1} hızla sifıra yaklaşacağından yukarıda verilen modelde yer alan $\alpha_1^{j+1} y_{t-j-1}$ terimi ihmal edilebilir. Bu durumda α_1 matrisinin birim kökleri birden küçükse y_t VAR(1) sürecidir.

$$y_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \alpha_1^i \varepsilon_{t-i} \quad t=0, \pm 1, \pm 2, \dots$$

Burada $\mu = (I_k - \alpha_1)^{-1} \alpha_0$ 'dir.

α_1 matrisinin tüm birim kökleri birden küçükse VAR(1) süreci kararlıdır. Polinomun köklerini Z ile ifade edersek kararlılık şartı;

$$\det|I_k - \alpha_1 Z| \neq 0 \quad |Z| \leq 1 \text{ için}$$

şeklinde yazılabilir.

(KxK) boyutlu bir matrisin karakteristik kökleri ancak yukarıda yazılan şart sağlanıyorsa birden küçük olabilir. Bu kararlılık şartı sağlanmasa bile y_t süreci, sürecin kararlılığın $-\infty$ 'dan başladığı varsayımı ile tanımlanabilir.

VAR(1) süreci için yapılan bu açıklamalar VAR(p) sürecinin K_p boyutlu VAR(1) süreci olarak yazılması mümkün olduğundan VAR(p) süreci için de geçerlidir. K_p boyutlu vektör otoregresif süreç matrislerle;

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ y_{t-1} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ y_{t-p+1} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_0 \\ 0 \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ 0 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha_1 & \alpha_2 & \dots & \alpha_{p-1} & \alpha_p \\ I_k & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & I_k & \dots & 0 & 0 \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot & \cdot \\ 0 & 0 & \dots & 0 & I_k \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ 0 \\ 0 \\ \cdot \\ \cdot \\ 0 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_t \\ 0 \\ 0 \\ \cdot \\ \cdot \\ 0 \end{bmatrix}$$

şeklinde yazılacaktır. Bu K_p boyutlu VAR(1) süreci olarak yazılan VAR(p) süreci için kararlılık şartı;

$$\det|I_{K_p} - \alpha Z| \neq 0 \quad |Z| \leq 1 \text{ için olacaktır. Burada Z polinomun}$$

köklerini ifade etmektedir.

Modelde μ kullanılırsa ortalama vektörü,

$$\mu = E(Y_t) = (I_{Kp} - \alpha)^{-1} \alpha_0 \text{ olacaktır.}$$

$J \rightarrow \infty$ olması durumunda ($K \times Kp$) boyutlu matris kullanılacaktır. Bu durumda j vektörü,

$$J = [I_K \ 0 \ \dots \ 0] \text{ dir ve süreç } y_t = JY_t \text{ olacaktır.}$$

Y_t iyi tanımlanmış stokastik süreç olduğundan Y_t için geçerli olan özellikler y_t için de geçerlidir.

$$y_t = JY_t = J\mu + J \sum_{i=0}^{\infty} \alpha_1^i U_{t-i}$$

Formülde yer alan U_t matrisi,

$$U_t = (\varepsilon_t' \ 0 \ \dots \ 0)' \text{ dir.}$$

$y_t, y_{t+1}, \dots, y_{t+h}$ verilen t veya h için çok değişkenli normal dağılıyorsa, U_t de çok değişkenli normal dağılıma sahiptir.

$$U_t \sim N(0, \Sigma)$$

U_t ve U_s bağımsızdır. ($s \neq t$). Süreç VAR süreci ise, U_t Gaussian saf hata (white noise) sürecidir. Bu nedenle Y_t süreci saf hata veya şok süreci tarafından belirlenmektedir.

$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$ VAR(1) modeli olarak ifade edilmişti. Y_t kararlı ise, daha önce söz edildiği gibi;

$$Y_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \alpha_1^i U_{t-i} \text{ şeklinde yazılabilir.}$$

Bu ifadede yer alan matrisler daha önce tanımlandığı gibidir. Bu süreç VAR sürecinin hareketli ortalama (MA) gösterimi olarak adlandırılır. Tanımladığımız J matrisi yardımı ile Y_t 'nin MA gösterimi;

$$\begin{aligned} y_t &= JY_t = J\mu + J \sum_{i=0}^{\infty} J \alpha_1^i J' J U_{t-i} \\ &= \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \Theta_i \varepsilon_{t-i} \text{ şeklinde olacaktır.} \end{aligned}$$

Gecikme uzunluklarının tespiti için LR (likelihood ratio) Akaike, FPE ve Schwartz kriterleri kullanılır. Gecikme sayısı gerekenden fazla tespit edilirse, serbestlik derecesinin gereksiz yere azalmasından ötürü etkinlik kaybı söz konusu olacaktır. Aynı zamanda, gecikme sayısının olması gerekenden fazla tespit edilmesi, önemli derecede çoklu doğrusal bağlantı olma olasılığına yol açabilecektir. Eksik gecikme uzunluğu belirlenmesi durumunda ise, tanımlama hatası yapılmış olur. Bu durumda modele katılması gereken değişkenler katılmadığından, modelde otokorelasyon ortaya çıkabilecektir. Gecikme uzunluğunu analist değil, veri belirlemektedir. Dolayısıyla, gecikme uzunluğunun, sistemin tüm dinamiklerini kapsayacak uzunlukta olması gerekmektedir.

Araştırma kapsamında oluşturulacak VAR modeli ile ilgili gecikme miktarı seçiminde çeşitli kriterlere göre sonuçlar aşağıdaki tabloda görülmektedir. Bu kriterlerden LR kriteri büyük örneklerde daha çok tercih edilebilir bir kriter olup diğerleri küçük örneklerde de geçerlidir. LR hariç diğer kriterlere göre sonuçlar değerlendirildiğinde genel olarak tüm kriterlere göre 4 gecikme uygun görülse de, örneklem hacmi 59 olan bir VAR modelinde 4 gecikme tahmin edilmesi gereken parametre değerlerini çok fazla arttırdığı için aşırı derecede etkinlik kaybına yol açacaktır. Böyle bir etkinlik kaybına maruz kalmamak için cimrilik prensibi gereği, gecikme miktarı seçiminde Schwarz kriterince uygun görülen 1 gecikmeli VAR(1) modeli tahmin edilmiştir. Oluşturulan bu model, durağanlık koşulunu sağlamakta ve otokorelasyon sorunu göstermemektedir.

Tablo: 3.4. Oluşturulan Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimi

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: RMEVSLDCG RMEVSLGSMH RMEVSLPCG RMEVSLTLDG
RPERCLPCDC RTRMEVSLM2YG

Exogenous variables: C

Date: 02/26/04 Time: 10:54

Sample: 1987:1 2003:2

Included observations: 59

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	92.75631	NA	2.13E-09	-2.940892	-2.729617	-2.858419
1	471.2657	667.2029	1.94E-14	-14.55138	-13.07245*	-13.97407
2	511.2609	62.36554	1.76E-14	-14.68681	-11.94024	-13.61466
3	585.1511	100.1900	5.38E-15	-15.97122	-11.95700	-14.40423
4	662.6830	89.35880*	1.61E-15*	-17.37908	-12.09721	-15.31725*
5	706.0017	41.11609	1.79E-15	-17.62718*	-11.07765	-15.07051

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Durağanlık koşulunu sağlayan ve otokorelasyon sorunu bulunmayan serilerden oluşan araştırma modelinden hareketle, Schwarz kriterince uygun görülen 1 gecikmeli VAR(1) modeli tahmin sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo: 3.5. Gecikmeli VAR(1) Modeli Tahmin Sonuçları

Vector Autoregression Estimates

Date: 02/26/04 Time: 15:53

Sample(adjusted): 1987:2 2002:4

Included observations: 63 after adjusting endpoints

Standard errors in () & t-statistics in []

	RMEVSLDCG	RMEVSLPCG	RTRMEVSLM 2YG	RMEVSLGS MH	RMEVSLTLD G	RPERCLPCD C
RMEVSLDCG(-1)	1.026910 (0.06676) [15.3823]	-0.209948 (0.07021) [-2.99039]	-0.941421 (1.27123) [-0.74056]	-0.159627 (0.05672) [-2.81437]	0.041472 (0.07140) [0.58083]	-0.184292 (0.06452) [-2.85614]
RMEVSLPCG(-1)	-0.021974 (0.06505) [-0.33783]	0.857717 (0.06841) [12.5387]	0.586998 (1.23859) [0.47392]	0.000741 (0.05526) [0.01340]	0.047425 (0.06957) [0.68170]	-0.120348 (0.06287) [-1.91428]
RTRMEVSLM2YG(-1)	-0.007499 (0.00694) [-1.08055]	-0.014429 (0.00730) [-1.97706]	0.505779 (0.13215) [3.82728]	0.005634 (0.00590) [0.95560]	-0.009573 (0.00742) [-1.28966]	-0.004611 (0.00671) [-0.68748]
RMEVSLGSMH(-1)	0.313832 (0.12787) [2.45425]	-0.015435 (0.13448) [-0.11478]	-2.946817 (2.43496) [-1.21021]	0.574124 (0.10864) [5.28461]	0.336128 (0.13677) [2.45769]	-0.235086 (0.12359) [-1.90209]
RMEVSLTLDG(-1)	-0.009178 (0.08480) [-0.10823]	0.186461 (0.08918) [2.09086]	0.943983 (1.61474) [0.58460]	0.190543 (0.07204) [2.64478]	0.889779 (0.09070) [9.81059]	0.234434 (0.08196) [2.86032]
RPERCLPCDC(-1)	0.253028 (0.09628) [2.62807]	0.209001 (0.10125) [2.06416]	1.572438 (1.83335) [0.85769]	-0.017261 (0.08180) [-0.21102]	-0.059967 (0.10297) [-0.58235]	0.929358 (0.09306) [9.98698]
C	0.008018 (0.00744) [1.07795]	-0.006343 (0.00782) [-0.81084]	-0.033071 (0.14164) [-0.23349]	0.003946 (0.00632) [0.62445]	0.007625 (0.00796) [0.95839]	-0.001780 (0.00719) [-0.24763]
R-squared	0.969652	0.925100	0.305925	0.804705	0.968404	0.722365
Adj. R-squared	0.966400	0.917075	0.231560	0.783781	0.965018	0.692619
Sum sq. Resids	0.186762	0.206556	67.71966	0.134808	0.213641	0.174471
S.E. equation	0.057750	0.060733	1.099673	0.049064	0.061766	0.055817
F-statistic	298.2088	115.2767	4.113829	38.45764	286.0601	24.28398
Log likelihood	93.97016	90.79697	-91.66874	104.2385	89.73458	96.11459
Akaike AIC	-2.760957	-2.660221	3.132341	-3.086937	-2.626494	-2.829035
Schwarz SC	-2.522831	-2.422095	3.370467	-2.848811	-2.388368	-2.590909
Mean dependent	-0.021339	0.003251	0.009386	0.004315	-0.010004	-0.004035
S.D. dependent	0.315052	0.210902	1.254465	0.105516	0.330239	0.100677
Determinant Residual Covariance	1.14E-14					
Log Likelihood (d.f. adjusted)	474.8568					
Akaike Information Criteria	-13.74149					
Schwarz Criteria	-12.31273					

3.4.3.Etki-Tepki Analizi

Etki-tepki analizinde kullanılan fonksiyonlar, modelde yer alan değişkenlerden birine bir birimlik şok uygulandığında hem kendinin hem de diğer değişkenlerin bu değişime gösterdikleri tepkiyi vermektedirler.

İktisadi değişkenlerin karşılaştıkları şoklar kalıcı ve geçici olmak üzere farklı etkilere yol açarlar. Kalıcı nitelikli şoklar yalnız oluştukları dönemde değil, daha sonraki dönemlerde de etkilerini sürdüren şoklardır. Geçici şoklar ise etkileri kısa sürede ortadan kalkan şoklardır.

Vektör otoregresif analiz kapsamında tahmin edilen etki-tepki katsayıları, etki-tepki fonksiyonlarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının sınanması anlamında güven sınırları da içerirler. İstatistiksel açıdan anlamlı ilişkiler sunan ve amaç açısından da önem içeren etki-tepki fonksiyonlarına ait grafiklerdeki düz çizgi nokta tahminlerini, kesikli çizgiler ise bir standart hatalık güven sınırlarını ifade etmektedir.

Şokların değişkenler üzerindeki etkilerini dönem ve miktar ayırımında ortaya koyan etki-tepki (IR) fonksiyonlarının geçerli olabilmesi için aşağıdaki matrisin (karakteristik denklemin) kararlı olması gereklidir.

Burada $B \rightarrow$ geri kaydırma işlemcisi olsun. $B = y_{t-1}$ $B^2 = y_{t-2} \dots$

$$\begin{bmatrix} 1 - \alpha_{11}B & -\alpha_{12}B \\ -\alpha_{21}B & 1 - \alpha_{22}B \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \frac{1}{|\Delta|} \begin{bmatrix} 1 - \alpha_{22}B & \alpha_{12}B \\ \alpha_{21}B & 1 - \alpha_{11}B \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix}$$

$$|\Delta| = (1 - \alpha_{22}B)(1 - \alpha_{11}B) - \alpha_{12}B \alpha_{21}B$$

$$= 1 - \alpha_{22}B - \alpha_{11}B + \alpha_{11}\alpha_{22}B^2 - \alpha_{12}\alpha_{21}B^2$$

$$\begin{cases} 1 - \lambda_1 B - \lambda_2 B + \lambda_1 \lambda_2 B^2 \\ (1 - \lambda_1 B)(1 - \lambda_2 B) \end{cases}$$

$$=(\alpha_{11}\alpha_{22} - \alpha_{12}\alpha_{21})B^2 - (\alpha_{11} + \alpha_{22})B + 1$$

$|\lambda_1|, |\lambda_2| < 1$ ise matrisin kararlı olduğu ve bu değişkenlerin aynı zamanda O.B. de olabileceği söylenebilmektedir. DetB'nin köklerinin $|\lambda_1|, |\lambda_2|, \dots < 1$ olmasıyla kararlılık koşulu sağlanmış olur. Böylece y_t ve z_t değişkenleri ε_{y_t} ve ε_{z_t} cinsinden yakınsayan bir yayılıma sahip olacaklardır. Böylece kararlılık koşulu sağlandığında y_t ve z_t , ε_{y_t} ve ε_{z_t} 'nin cari ve gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir. Bunlar etki-tepki (impulse-response-IRF) fonksiyonu olarak adlandırılırlar. ε_{y_t} ve ε_{z_t} 'nin zaman içindeki değişmelerinin y_t ve z_t üzerindeki cari ve gecikmeli etkileri bu fonksiyonlarda ortaya çıkar. Bu fonksiyon, değişkenlerde ani bir şok meydana geldiğinde diğer değişkenlerin vereceği tepkileri gösteren katsayıları elde etmek amaçlı elde edilir.

$$\left. \begin{array}{l} AR(1) \rightarrow y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \\ MA(1) \rightarrow y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1} + u_t \end{array} \right\} \text{idi.}$$

IR fonksiyonu da MA sürecine benzemektedir. MA'lar iki değişken arasındaki kesişimi göstermek için en basit yoldur.

$X = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_{ij} \varepsilon_{t-i}$ hareketli ortalamalar yaklaşımı ile ifade edilmektedir.

$$\left. \begin{array}{l} y_t = f(\varepsilon_{y_t}, \varepsilon_{y_{t-1}}, \varepsilon_{z_t}, \varepsilon_{z_{t-1}}) \\ z_t = f(\varepsilon_{y_t}, \varepsilon_{y_{t-1}}, \varepsilon_{z_t}, \varepsilon_{z_{t-1}}) \end{array} \right\} \text{ETKİ-TEPKİ FONKSİYONU (IRF)}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y}_t \\ \bar{z}_t \end{bmatrix} + \underbrace{\sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{bmatrix}}_{\text{etki tepki katsayıları}} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_{t-i}} \\ \varepsilon_{z_{t-i}} \end{bmatrix}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y}_t \\ \bar{z}_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(0) & \phi_{12}(0) \\ \phi_{21}(0) & \phi_{22}(0) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(1) & \phi_{12}(1) \\ \phi_{21}(1) & \phi_{22}(1) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_{t-1}} \\ \varepsilon_{z_{t-1}} \end{bmatrix} + \dots$$

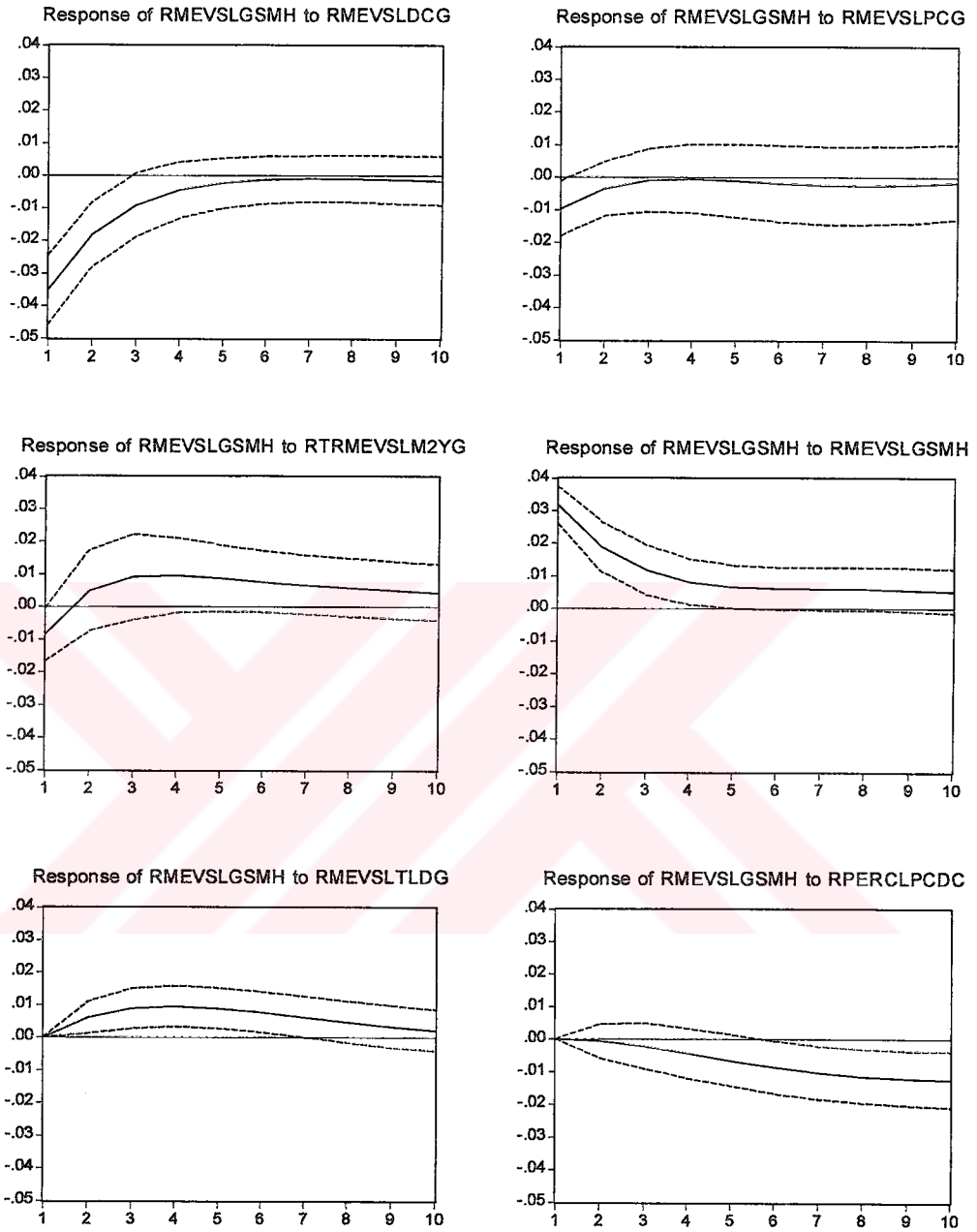
$\phi(i)$ katsayıları y_t ve z_t 'nin tüm dönemlerde izledikleri yol üzerinde ε_{y_t} ve ε_{z_t} şoklarının etkilerini yaratmak için kullanılır.

$\phi_{11}(0)$ y_t 'de meydana gelen şoklardaki 1birimlik değişimin (y_t 'de yani ε_{y_t} 'de 1 standart sapmalı şok meydana geldiğinde) y_t üzerindeki eş anlı (cari) etkisini gösterir.

$\phi_{12}(0)$ z_t 'de meydana gelen şoklardaki 1birimlik değişimin (ε_{z_t} 'deki 1 birimlik değişimin) aynı dönemde y_t üzerindeki etkisini gösterir. (y_t 'nin aynı dönemki cevabı)

$\phi_{21}(1)$ y_t 'de meydana gelen şoklardaki 1birimlik değişim, bir dönem sonra z_t üzerinde x'lik bir tepki yaratmaktadır.

Etki-tepki (IR) fonksiyonu iktisattaki çarpan kavramına benzemektedir. Bütün bu süreçler ($\Sigma\Theta$) toplandığında z_t ve y_t 'deki birim toplamı (uzun dönem çarpanı) bulunabilir. Etki-tepki (IR) fonksiyonunun gösterimi tablo üzerinde rakamlarla ya da grafik ile tek tek gösterim ya da toplu gösterim ile yapılabilmektedir.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

Şekil: 3.5. Reel GSMH'nın Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler

Tablo: 3.6. Reel GSMH'nın Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler

Period	RMEVSLDC G	RMEVSLPCG	RTRMEVSL M2YG	RMEVSLG SMH	RMEVSLTLD G	RPERCLPC DC
1	-0.035162 (0.00533)	-0.009657 (0.00422)	-0.008533 (0.00407)	0.031699 (0.00282)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	-0.018060 (0.00502)	-0.003523 (0.00418)	0.004915 (0.00624)	0.018976 (0.00379)	0.006104 (0.00246)	-0.000543 (0.00257)
3	-0.009033 (0.00491)	-0.000927 (0.00483)	0.009123 (0.00655)	0.011824 (0.00385)	0.008921 (0.00306)	-0.002164 (0.00350)
4	-0.004487 (0.00431)	-0.000513 (0.00530)	0.009559 (0.00576)	0.008246 (0.00348)	0.009621 (0.00312)	-0.004315 (0.00381)
5	-0.002311 (0.00384)	-0.001118 (0.00566)	0.008739 (0.00508)	0.006719 (0.00329)	0.009063 (0.00311)	-0.006548 (0.00394)
6	-0.001348 (0.00363)	-0.001937 (0.00589)	0.007678 (0.00471)	0.006212 (0.00326)	0.007842 (0.00312)	-0.008557 (0.00401)
7	-0.001011 (0.00359)	-0.002511 (0.00598)	0.006699 (0.00454)	0.006092 (0.00327)	0.006345 (0.00315)	-0.010170 (0.00408)
8	-0.001019 (0.00362)	-0.002643 (0.00598)	0.005850 (0.00445)	0.006004 (0.00331)	0.004814 (0.00318)	-0.011321 (0.00413)
9	-0.001246 (0.00368)	-0.002315 (0.00591)	0.005096 (0.00440)	0.005778 (0.00336)	0.003386 (0.00320)	-0.012023 (0.00419)
10	-0.001631 (0.00372)	-0.001608 (0.00581)	0.004401 (0.00435)	0.005355 (0.00341)	0.002126 (0.00322)	-0.012337 (0.00427)

Cholesky Ordering: RMEVSLDCG RMEVSLPCG RTRMEVSLM2YG RMEVSLGSMH
RMEVSLTLDG RPERCLPCDC

Standard Errors: Analytic

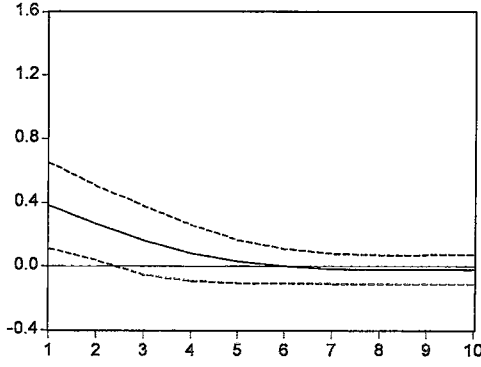
Şekil: 3.5.'de, RMEVSLGSMH ile tanımlanan ekonomik büyümenin; RMEVSLGSMH, RMEVSLDCG, RMEVSLPCG, RTRMEVSLM2YG, RMEVSLTLDG ve RPERCLPCDC değişkenlerinde ayrı ayrı meydana gelen bir birimlik şoka gösterdiği tepkiler yer almaktadır. Tablo: 3.6.'da ise aynı tepkilerin rakamsal açılımlarını görmek mümkündür.

Buna göre, reel ekonomik büyüme serisinin diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiler şu şekildedir:

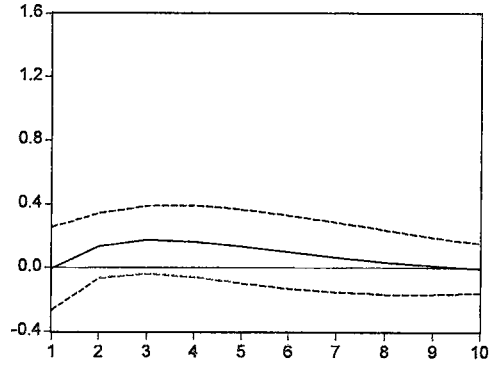
- i) Reel ekonomik büyümenin kendinde meydana gelen şoka, ilk 4 dönem boyunca negatif yönde bir tepkide bulunduğu, ilk şoka verdiği tepkinin yaklaşık yüzde 3'lük bir büyüklüğe sahip olduğu, 5. dönemden itibaren ekonomik büyümenin kendinde meydana gelen şoka karşı tepkisinin ortadan kalktığı, güven sınırları dikkate alındığında (üç çizginin de aynı anda 0 çizgisinin bir tarafında toplanmış olması); yine ilk 4 dönem boyunca bu tepkinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
- ii) Yurtiçi toplam kredi hacminde meydana gelen şoka 5 dönem boyunca pozitif yönde tepkide bulunduğu, ilk şoka verdiği tepkinin yaklaşık yüzde 3.5'lik bir büyüklüğe sahip olduğu, 5. dönemden itibaren şokun etkisinin tamamen ortadan kalktığı, güven sınırları dikkate alındığında bu tepkinin ilk üç dönem boyunca anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
- iii) Özel kesime kullanılan kredilerin toplam krediler içindeki oranında meydana gelen şoktan dönem boyunca negatif yönde etkilendiği, güven sınırları dikkate alındığında söz konusu negatif yönlü etkileşimin 6. dönemden sonra anlamlı bir seyir izlediği tespit edilmiştir.
- iv) Bankacılık kesimi toplam mevduat yükümlülüklerinde meydana gelen şoka, ilk önce pozitif yönde, daha sonra negatif yönde ancak sınırlı ölçülerde tepki verdiği, dönem sonunda şokun etkisinin ortadan kalktığı, güven sınırları dikkate alındığında ilk 7 dönem boyunca etkileşimin anlam taşıdığı tespit edilmiştir.
- v) Geniş tanımlı para arzı ve özel kesime kullanılan kredilerde meydana gelen şoka hiçbir dönemde anlamlı bir tepki vermediği tespit edilmiştir.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

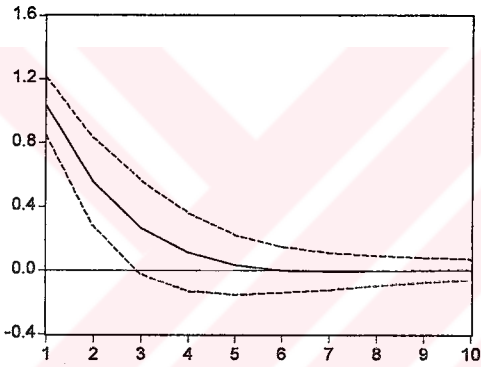
Response of RTRMEVSLM2YG to RMEVSLDCG



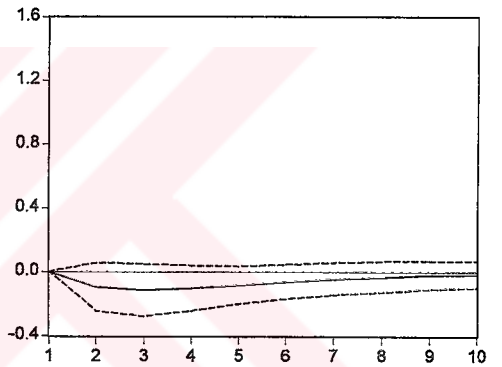
Response of RTRMEVSLM2YG to RMEVSLPCG



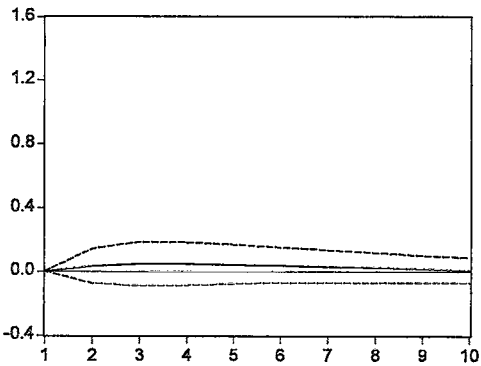
Response of RTRMEVSLM2YG to RTRMEVSLM2YG



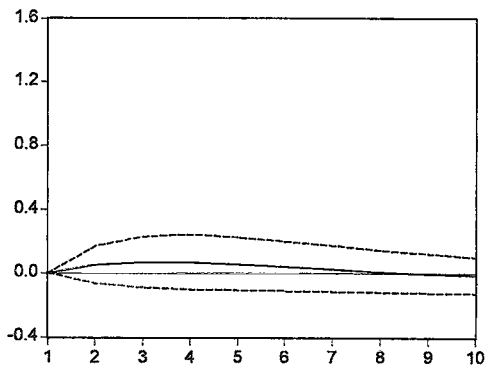
Response of RTRMEVSLM2YG to RMEVSLGSMH



Response of RTRMEVSLM2YG to RMEVSLTLDG



Response of RTRMEVSLM2YG to RPERCLPCDC



**Şekil: 3.6. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y'nin GSMH'ya Oranı
(RTRMEVSLM2YG)'nın Bir Standart Sapmalı Değişime Verdiği Tepkiler**

Tablo: 3.7. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y'nin GSMH'ya Oranı (RTRMEVSLM2YG)'nin Bir Standart Sapmalı Değişime Verdiği Tepkiler

Period	RMEVSLDC G	RMEVSLPC G	RTRMEVSL M2YG	RMEVSLGS MH	RMEVSLTLD G	RPERCLPCD C
1	0.380467 (0.13434)	-0.006654 (0.12999)	1.031737 (0.09191)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.266923 (0.11760)	0.134405 (0.10280)	0.554191 (0.13763)	-0.096541 (0.07501)	0.034350 (0.05424)	0.049490 (0.05787)
3	0.160470 (0.10966)	0.173748 (0.10695)	0.267740 (0.14664)	-0.116583 (0.08243)	0.045379 (0.06832)	0.067209 (0.08046)
4	0.080523 (0.08881)	0.163744 (0.11322)	0.110144 (0.12219)	-0.105693 (0.07075)	0.046518 (0.06684)	0.066715 (0.08576)
5	0.028053 (0.06777)	0.133021 (0.11692)	0.032291 (0.09369)	-0.085406 (0.06005)	0.043335 (0.06103)	0.056338 (0.08343)
6	-0.002473 (0.05346)	0.096613 (0.11585)	-9.48E-06 (0.07227)	-0.064890 (0.05414)	0.037912 (0.05507)	0.041292 (0.07819)
7	-0.017702 (0.04691)	0.062038 (0.11000)	-0.008618 (0.05815)	-0.047418 (0.05064)	0.031030 (0.04994)	0.024911 (0.07212)
8	-0.023325 (0.04543)	0.032748 (0.10071)	-0.006545 (0.04798)	-0.033720 (0.04764)	0.023129 (0.04568)	0.009335 (0.06619)
9	-0.023556 (0.04594)	0.010011 (0.08960)	-0.000973 (0.03952)	-0.023581 (0.04487)	0.014641 (0.04222)	-0.004109 (0.06104)
10	-0.021240 (0.04679)	-0.006097 (0.07802)	0.004502 (0.03234)	-0.016526 (0.04267)	0.006048 (0.03966)	-0.014698 (0.05714)

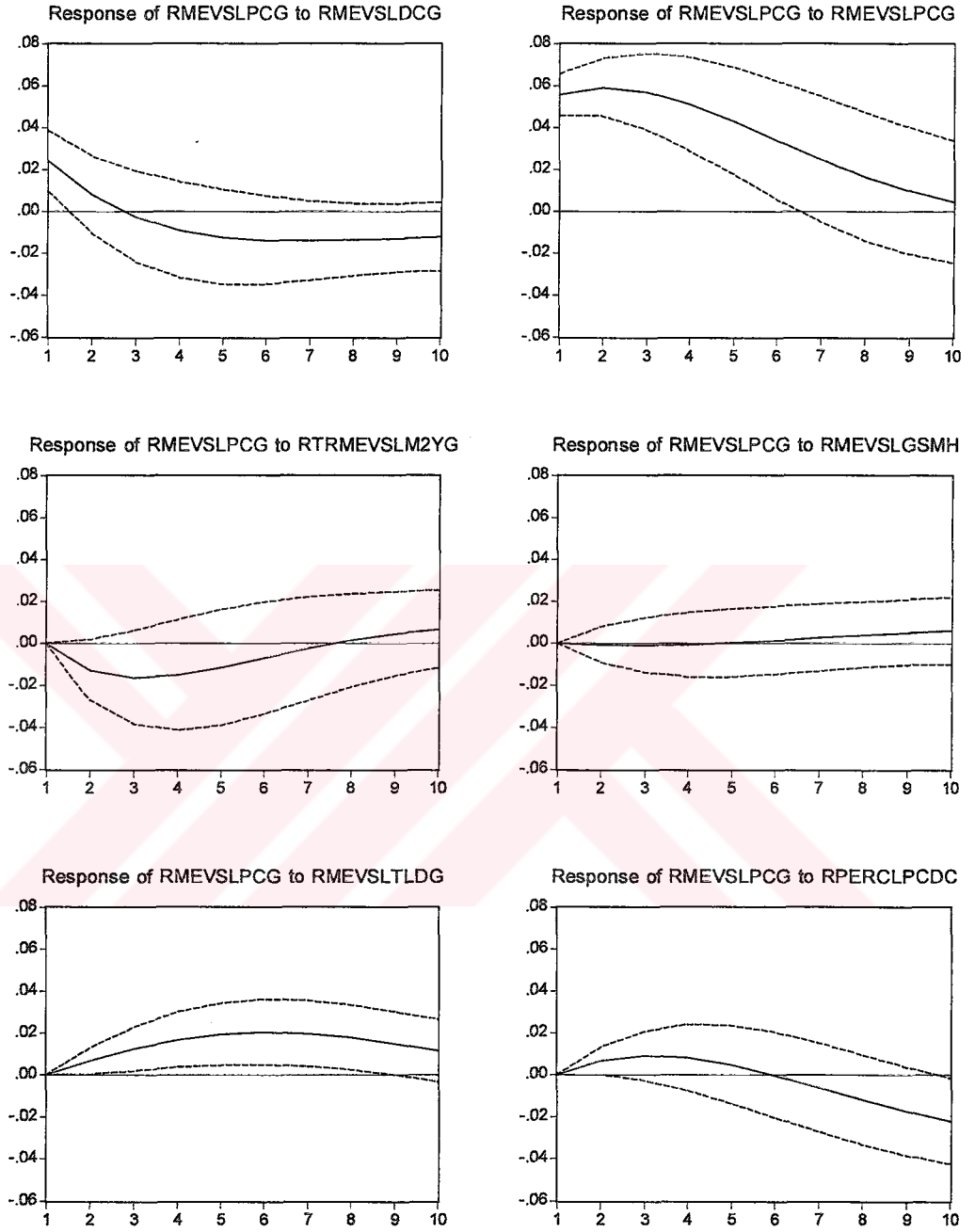
Cholesky Ordering: RMEVSLDCG RMEVSLPCG RTRMEVSLM2YG RMEVSLGSMH
RMEVSLTLDG RPERCLPCDC

Standard Errors: Analytic

Şekil: 3.6.'da, geniş tanımlı para arzı M2Y'nin GSMH'ya oranı (RTRMEVSLM2YG)'nin; (RMEVSLDCG), (RMEVSLPCG), (RTRMEVSLM2YG), (RMEVSLGSMH), (RMEVSLTLDG) ve (RPERCLPCDC) değişkenlerinde ayrı ayrı meydana gelen bir birimlik şoka gösterdiği tepkiler yer almaktadır. Tablo: 3.7'de ise aynı tepkilerin rakamsal açılımlarını görmek mümkündür.

Buna göre, geniş tanımlı para arzı M2Y serisinin diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalılık şoka gösterdiği tepkiler şu şekildedir:

- i) Geniş tanımlı para arzı M2Y'nin kendinde meydana gelen şoka, ilk 6 dönem boyunca negatif yönde güçlü bir tepkide bulunduğu, ilk şoka yaklaşık yüzde 10'luk bir tepki verdiği, 6. dönemden itibaren tepkisiz kaldığı, güven sınırları dikkate alındığında (üç çizginin de aynı anda 0 çizgisinin bir tarafında toplanmış olması); yine ilk 3 dönem boyunca bu tepkinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
- ii) Yurtiçi toplam kredi hacminde meydana gelen şoka 6 dönem boyunca negatif yönde tepkide bulunduğu, ilk tepkisinin yaklaşık yüzde 4 civarında olduğu, 6. dönemden itibaren şokun etkisinin tamamen ortadan kalktığı, güven sınırları dikkate alındığında bu tepkinin ilk 2 dönem boyunca anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
- iii) Özel kesime kullanılan kredilerde meydana gelen şoka ilk 3 dönem boyunca pozitif yönde tepki verdiği, daha sonra ise tepkisinin negatif boyut kazandığı ve 9. dönemden itibaren tepkisiz kaldığı, güven sınırları dikkate alındığında söz konusu tepkilerin anlamlı bulunmadığı tespit edilmiştir.
- iv) Reel ekonomik büyüme, bankacılık kesimi toplam mevduat yükümlülükleri ve özel kesim kredilerinin yurtiçi kredi hacmi içindeki oranında meydana gelen şoklara, genel olarak tepkisiz kaldığı, güven sınırları dikkate alındığında bu değişkenlerdeki şoklara karşı hiçbir dönemde anlamlı bir tepki vermediği tespit edilmiştir.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

Şekil: 3.7. Özel Kesime Kullandırılan Kredilerin GSMH'ya Oranı (RMEVSLPCG)'nın Bir Standart Sapmalılık Değişime Verdiği Tepkiler

Tablo: 3.8. Özel Kesime Kullandırılan Kredilerin GSMH'ya Oranı (RMEVSLPCG)'nin Bir Standart Sapmalık Değişime Verdiği Tepkiler

Period	RMEVSLDC G	RMEVSLPC G	RTRMEVSL M2YG	RMEVSLGS MH	RMEVSLTLD G	RPERCLPCD C
1	0.024064 (0.00735)	0.055762 (0.00497)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.007871 (0.00916)	0.059120 (0.00692)	-0.012558 (0.00723)	-0.000680 (0.00426)	0.006533 (0.00314)	0.006578 (0.00324)
3	-0.002588 (0.01079)	0.056987 (0.00913)	-0.016193 (0.01114)	-0.000888 (0.00647)	0.012331 (0.00520)	0.009026 (0.00579)
4	-0.008903 (0.01144)	0.051101 (0.01113)	-0.014972 (0.01315)	-0.000599 (0.00763)	0.016740 (0.00661)	0.008128 (0.00783)
5	-0.012321 (0.01125)	0.042945 (0.01285)	-0.011381 (0.01375)	0.000184 (0.00811)	0.019435 (0.00744)	0.004751 (0.00931)
6	-0.013792 (0.01047)	0.033798 (0.01417)	-0.006922 (0.01334)	0.001357 (0.00815)	0.020378 (0.00781)	-0.000230 (0.01023)
7	-0.014034 (0.00945)	0.024715 (0.01499)	-0.002488 (0.01231)	0.002735 (0.00799)	0.019735 (0.00784)	-0.006006 (0.01063)
8	-0.013586 (0.00856)	0.016494 (0.01528)	0.001411 (0.01109)	0.004093 (0.00784)	0.017802 (0.00769)	-0.011892 (0.01066)
9	-0.012848 (0.00809)	0.009664 (0.01511)	0.004514 (0.01002)	0.005220 (0.00780)	0.014929 (0.00753)	-0.017357 (0.01047)
10	-0.012109 (0.00815)	0.004499 (0.01461)	0.006728 (0.00932)	0.005948 (0.00790)	0.011468 (0.00746)	-0.022038 (0.01024)

Cholesky Ordering: RMEVSLDCG RMEVSLPCG RTRMEVSLM2YG RMEVSLGSMH
RMEVSLTLDG RPERCLPCDC
Standard Errors: Analytic

Şekil: 3.7.'de, özel kesime kullandırılan kredilerin GSMH'ya oranı (RMEVSLPCG)'nin; (RMEVSLDCG), (RMEVSLPCG), (RTRMEVSLM2YG), (RMEVSLGSMH), (RMEVSLTLDG) ve (RPERCLPCDC) değişkenlerinde ayrı ayrı meydana gelecek bir birimlik şoka gösterdiği tepkiler yer almaktadır. Tablo: 3.8. 'de ise aynı tepkilerin rakamsal açılımlarını görmek mümkündür.

Buna göre, özel kesime kullandırılan krediler serisinin diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiler şu şekildedir:

- i) Özel kesime kullandırılan kredilerin kendinde meydana gelen şoka, 10 dönem boyunca giderek azalan ölçüde de olsa önemli bir tepkide bulunduğu, ilk tepkisinin yaklaşık yüzde 5.5 civarında olduğu, güven sınırları dikkate alındığında (üç çizginin de aynı anda 0 çizgisinin bir tarafında toplanmış olması); yine ilk 7 dönem boyunca bu tepkinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
- ii) Yurtiçi toplam kredi hacminde meydana gelen şoka 5 dönem boyunca negatif yönde tepkide bulunduğu, güven sınırları dikkate alındığında bu tepkinin hiçbir dönemde anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.
- iii) Geniş tanımlı para arzı M2Y'de meydana gelen şoka ilk 3 dönem boyunca negatif daha sonra ise sürekli pozitif yönde tepki verdiği, güven sınırları dikkate alındığında söz konusu tepkilerin anlamlı bir seyir izlemediği tespit edilmiştir.
- iv) Bankacılık kesimi toplam mevduat yükümlülüklerinde meydana gelen şoka, ilk önce pozitif yönde, daha sonra negatif yönde ancak sınırlı ölçülerde tepki verdiği, güven sınırları dikkate alındığında ilk 9 dönem boyunca etkileşimin anlam taşıdığı tespit edilmiştir.
- v) Özel kesime kullandırılan kredilerin toplam yurtiçi kredi hacmine oranında meydana gelen şoka ilk 4 dönem boyunca pozitif devamında ise sürekli negatif tepki verdiği, güven sınırları açısından söz konusu tepkilerin anlam taşımadığı tespit edilmiştir.
- vi) Reel ekonomik büyümede meydana gelen şoklara hiçbir dönemde anlamlı bir tepki vermediği tespit edilmiştir.

3.4.4.Varyans Ayırıştırması

Varyans ayırıştırması, VAR sisteminde hedeflenen ikinci fonksiyondur. İncelenen değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişimin yüzde kaçının kendi gecikmeleriyle, yüzde kaçının ise diğer değişkenlerce açıklandığını araştırır.

Değişkenlerin içsel ya da dışsal olup olmadıkları hakkında elde edilen bilgiler bir yan değerlendirme olarak da kullanılabilir.

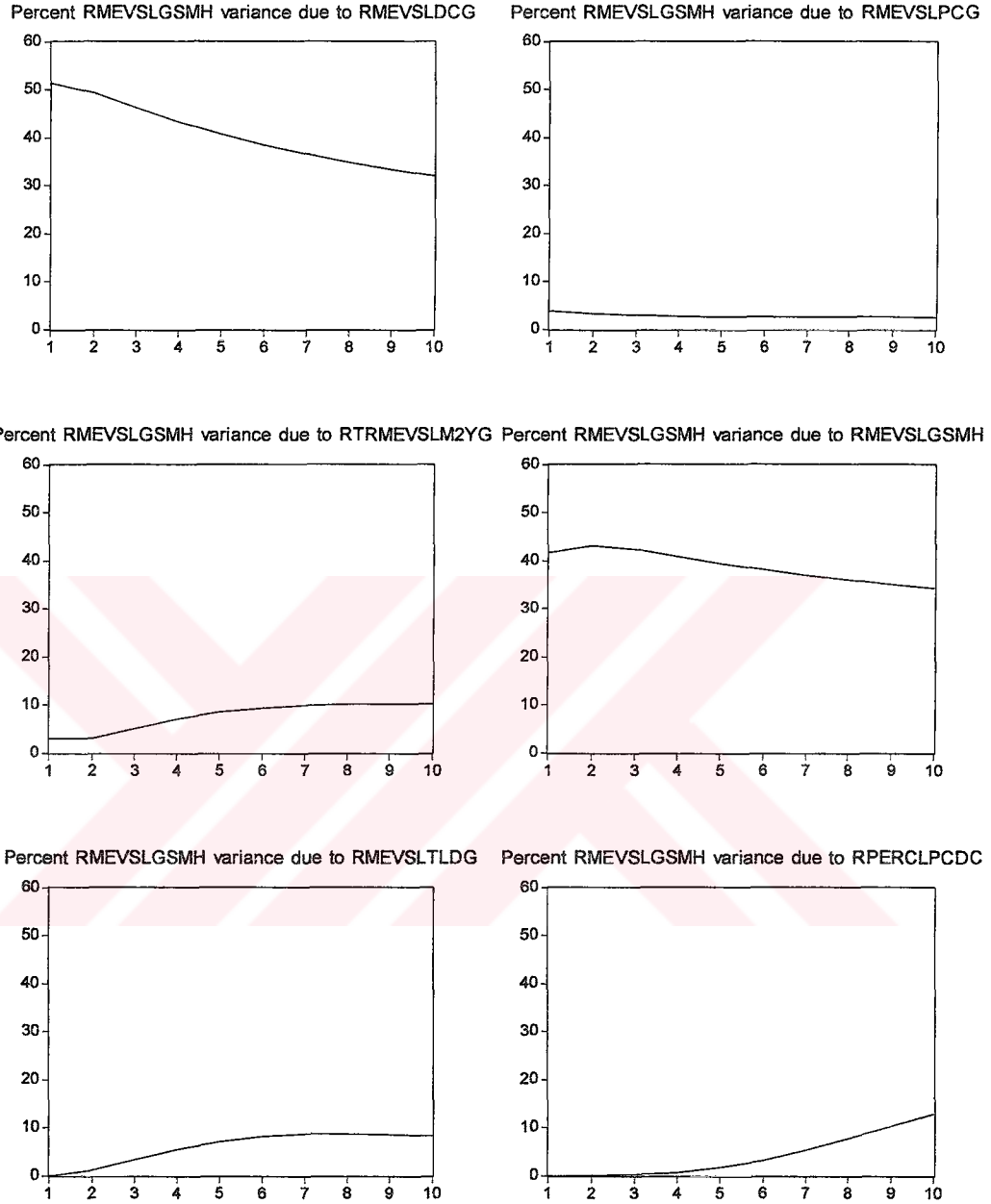
Tablo: 3.9. Reel Ekonomik Büyüme (LGSMH) için Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	RMEVSLD CG	RMEVSLP CG	RTRMEVS LM2YG	RMEVSLG SMH	RMEVSLT LDG	RPERCLPC DC
1	0.057750	51.35955	3.873756	3.024913	41.74178	0.000000	0.000000
2	0.072149	49.32719	3.335808	3.061427	43.08998	1.176278	0.009317
3	0.082583	46.21641	2.994503	5.065831	42.29888	3.284450	0.139921
4	0.092408	43.24563	2.774958	7.057235	40.86781	5.441252	0.613120
5	0.102200	40.70701	2.634161	8.483524	39.44637	7.108247	1.620684
6	0.111798	38.51783	2.576243	9.376992	38.17383	8.135796	3.219315
7	0.120947	36.57738	2.582839	9.880693	37.04022	8.601698	5.317171
8	0.129543	34.84988	2.604837	10.12084	36.01956	8.672955	7.731924
9	0.137661	33.33894	2.596267	10.18991	35.09038	8.517415	10.26709
10	0.145484	32.05217	2.541522	10.15104	34.23041	8.262065	12.76279

Cholesky Ordering: RMEVSLDCG RMEVSLPCG RTRMEVSLM2YG RMEVSLGSMH
RMEVSLTLDCG RPERCLPCDC

Reel ekonomik büyüme için gerçekleştirilen varyans ayrıştırmasına göre, birinci dönemde ekonomik büyümedeki tahmin hata varyansının yüzde 51.3'ü yurtiçi toplam kredi hacmi, yüzde 41.7'si ise kendisi tarafından açıklanırken, yüzde 3.9'u özel kesime kullanılan kredi hacmi tarafından açıklanmaktadır. Yurtiçi kredi hacminin, ekonomik büyümedeki tahmin hata varyansını açıklamadaki yüksek payı, ekonomik büyümeye, oluşturulan modelde içsel bir değişken niteliği kazandırmaktadır. Dönem ilerledikçe ekonomik büyümenin tahmin hata varyansındaki değişimleri, kendi gecikmelerince açıklama gücü yurtiçi kredi hacmine göre artmakta olmasına rağmen reel anlamda azalmaktadır.

Variance Decomposition



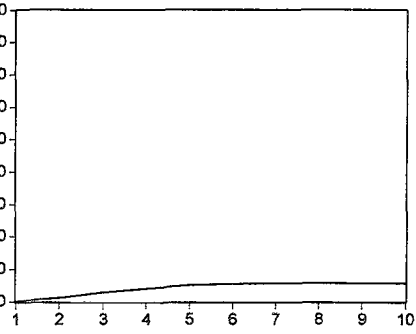
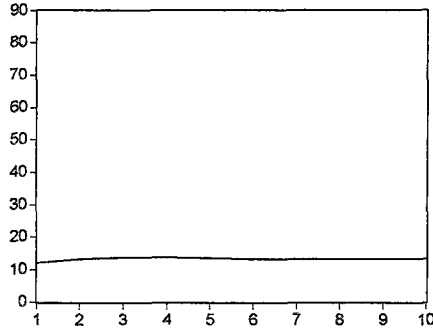
Şekil: 3.8. Reel Ekonomik Büyüme (LGSMH) için Varyans Ayrıştırması

Öte yandan, birinci dönemde ekonomik büyümenin tahmin hata varyansındaki değişmelerin açıklanmasında görece etkileri olmayan para arzı, toplam mevduatlar ve özel kesim kredilerinin toplam kredi hacmine oranı değişkenlerinin ilerleyen dönemlerde ekonomik büyüme değişkeninin varyansındaki değişmelerin ortalama %10'unu açıklama gücüne eriştikleri gözlenmektedir. Özel kesime kullanılan

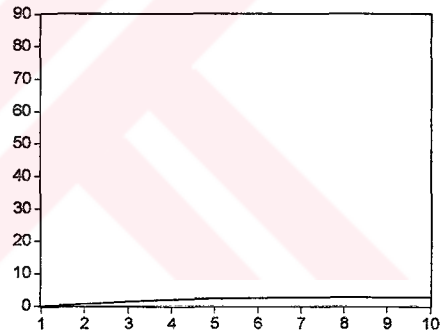
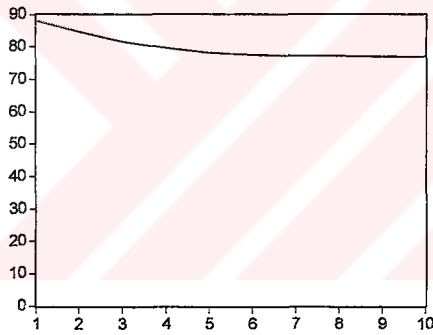
krediler değişkeninin, ekonomik büyümenin tahmin hata varyansındaki değişimleri açıklama gücü ise yaklaşık %3 civarında kalmakta ve diğer değişkenlere göre açıklayıcılık gücünün oldukça az olduğu gözlenmektedir.

Variance Decomposition

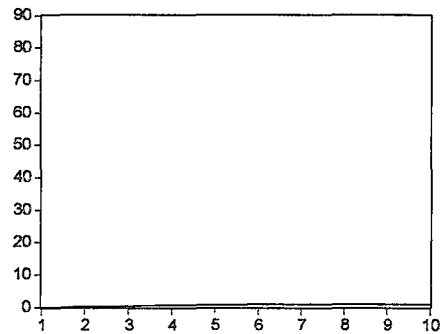
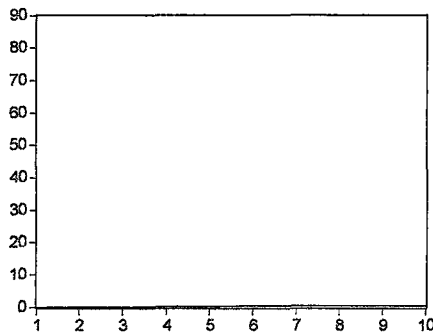
Percent RTRMEVSLM2YG variance due to RMEVSLDCG Percent RTRMEVSLM2YG variance due to RMEVSLPCG



Percent RTRMEVSLM2YG variance due to RTRMEVSLM2YB Percent RTRMEVSLM2YG variance due to RMEVSLGSMH



Percent RTRMEVSLM2YG variance due to RMEVSLTDG Percent RTRMEVSLM2YG variance due to RPERCLPCDC



Şekil: 3. 9. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y'nin GSMH'ya Oranı (LM2YG) için Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	RMEVSLD CG	RMEVSLP CG	RTRMEVS LM2YG	RMEVSLG SMH	RMEVSLT LDG	RPERCLPC DC
1	0.057750	11.97034	0.003662	88.02600	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.072149	13.34447	1.118753	84.73677	0.575793	0.072896	0.151316
3	0.082583	13.68576	2.734131	81.70532	1.297044	0.183375	0.394366
4	0.092408	13.56731	4.105064	79.54554	1.862776	0.295308	0.624002
5	0.102200	13.37731	4.985314	78.23970	2.222720	0.391130	0.783824
6	0.111798	13.25874	5.437966	77.54432	2.427150	0.464180	0.867637
7	0.120947	13.21865	5.618737	77.21659	2.535966	0.513240	0.896824
8	0.129543	13.22353	5.665323	77.07917	2.591547	0.540619	0.899814
9	0.137661	13.24277	5.666299	77.02039	2.618973	0.551542	0.900020
10	0.145484	13.25938	5.665166	76.97937	2.631974	0.553173	0.910945

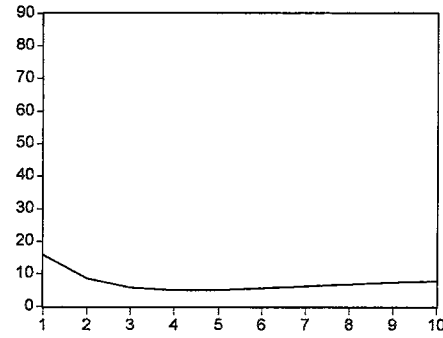
Cholesky Ordering: RMEVSLDCG RMEVSLPCG RTRMEVSLM2YG RMEVSLGSMH
RMEVSLTLDG RPERCLPCDC

Tablo: 3.10. Geniş Tanımlı Para Arzı M2Y'nin GSMH'ya Oranı (LM2YG) için Varyans Ayırıştırması

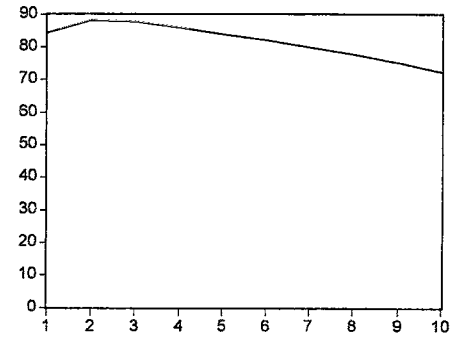
Geniş tanımlı para arzı M2Y'nin GSMH'ya oranı için gerçekleştirilen varyans ayırıştırmasına göre, on dönemlik bir zaman diliminde geniş tanımlı para arzı M2Y'deki tahmin hata varyansının, sırasıyla ortalama yüzde 77'si kendisi, yüzde 13'ü yurtiçi toplam kredi hacmi, yüzde 5.6'sı özel kesime kullanılan kredi hacmi, yüzde 2.5'i reel GSMH tarafından açıklanmaktadır. Geniş tabanlı para arzı M2Y'deki tahmin hata varyansının birinci dönemde yüzde 88'i gibi çok önemli bir kısmının kendisi tarafından açıklanıyor olması, M2Y'nin modelde dışsal bir değişken olduğunu kanıtlamaktadır. Modele katılan diğer değişkenlerin ilk dönemde M2Y nin tahmin hata varyansını açıklama güçleri toplam yüzde 12 düzeyinde kalmaktadır.

Variance Decomposition

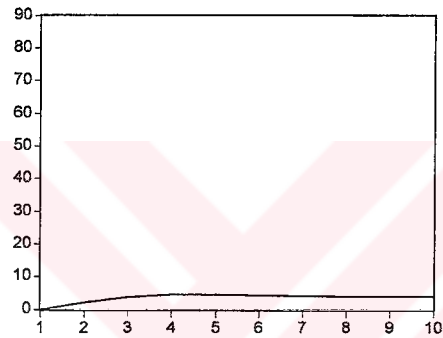
Percent RMEVSLPCG variance due to RMEVSLDCG



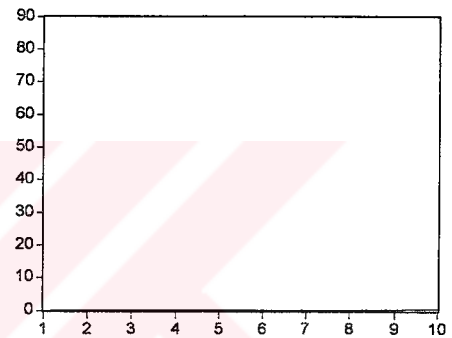
Percent RMEVSLPCG variance due to RMEVSLPCG



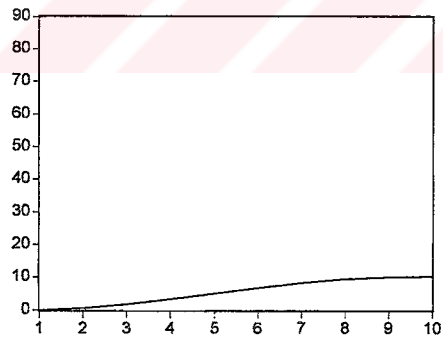
Percent RMEVSLPCG variance due to RTRMEVSLM2YG



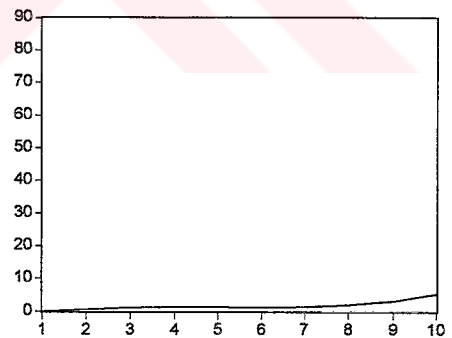
Percent RMEVSLPCG variance due to RMEVSLGSMH



Percent RMEVSLPCG variance due to RMEVSLTLDG



Percent RMEVSLPCG variance due to RPERCLPCDC



Şekil: 3.10. Özel Kesime Kullandırılan Kredilerinin GSMH'ya Oranı (LPCG) için Varyans Ayrıştırması

Tablo: 3.11. Özel Kesime Kullandırılan Krediler (LPCG) için Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	RMEVSLD CG	RMEVSLP CG	RTRMEVSL M2YG	RMEVSLG SMH	RMEVSLT LDG	RPERCL PCDC
1	0.057750	15.69919	84.30081	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.072149	8.558658	88.18191	2.105633	0.006168	0.569895	0.577733
3	0.082583	5.762392	87.64852	3.735812	0.011118	1.732452	1.109708
4	0.092408	5.013007	85.94369	4.441353	0.011095	3.275170	1.315680
5	0.102200	5.160884	84.02558	4.543157	0.009647	5.007665	1.253063
6	0.111798	5.678583	82.07009	4.363844	0.018514	6.735279	1.133691
7	0.120947	6.307053	80.01461	4.123580	0.054622	8.257144	1.242991
8	0.129543	6.905408	77.75314	3.949769	0.131942	9.398765	1.860973
9	0.137661	7.398827	75.22457	3.892914	0.251725	10.06210	3.169867
10	0.145484	7.762873	72.44846	3.944029	0.397961	10.25815	5.188523

Cholesky Ordering: RMEVSLDCG RMEVSLPCG RTRMEVSLM2YG RMEVSLGSMH
RMEVSLTLDG RPERCLPCDC

Özel kesime kullandırılan banka kredileri için gerçekleştirilen varyans ayrıştırmasına göre, on dönemlik bir zaman diliminde özel kesime kullandırılan banka kredilerindeki tahmin hata varyansının, sırasıyla yüzde 84.3'ü kendisi, yüzde 15.7'si yurtiçi toplam kredi hacmi tarafından açıklanmaktadır. Özel kesime kullandırılan banka kredilerindeki tahmin hata varyansının birinci dönemde yüzde 84'ü gibi çok önemli bir kısmının kendisi tarafından açıklanıyor olması, özel kesime kullandırılan banka kredilerinin modelde dışsal bir değişken olduğunu kanıtlamaktadır. Modele katılan diğer değişkenlerden ekonomik büyümenin özel kesime kullandırılan banka kredilerinin tahmin hata varyansı üzerinde hiçbir dönemde açıklayıcılık gücü taşımadığı gözlenmiştir. Özel kesime kullandırılan banka kredilerinin tahmin hata varyansı üzerinde ilk dönem hiçbir açıklayıcılığı olmayan banka mevduat yükümlülüklerinin 10. dönem itibarıyla yüzde 10 civarında bir açıklayıcılık gücü kazandığı gözlenmektedir.

3.5. ARAŞTIRMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Elde edilen bulgular doğrultusunda; ekonomik büyüme değişkeninin oluşturulan modelde içsel bir değişken olduğu, etki-tepki fonksiyonları aracılığıyla yapılan sınamada, ekonomik büyümenin, yurtiçi toplam kredi hacmindeki şoklara anlamlı tepkiler verdiği, varyans ayrıştırması ile yapılan sınamada ise ekonomik büyümedeki değişimin yaklaşık yarısının yurtiçi kredi hacmi tarafından açıklandığı belirlenmiştir. Bu bulgular ışığında, yurtiçi kredi hacmi ile ekonomik büyüme arasında, finansal liberalizasyon hipotezini doğrular nitelikte yakın bir ilişkinin tespit edilmiş olması, oluşturulan modelin anlamlılığını ortaya koymaktadır.

Finansal liberalizasyon hipotezinin Türkiye açısından sınanması açısından elde edilen bu sonuç değerlendirilecek olursa; kredi hacmindeki genişleme ile ifade bulan finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında, teorik öngörüler doğrultusunda bir ilişki tespit edilmiştir. Tespit edilen bu ilişkiye karşın, söz konusu makroekonomik değişkenlerde beklenen artışların gerçekleşmemiş olmasının temel nedeni; ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin yüksekliği araştırmada ekonometrik olarak ortaya konulan yurtiçi kredi hacmi ve dolayısıyla finansal gelişmenin yeterli düzeye çıkmamış olmasıdır.

Öte yandan, finansal derinleşmeyi temsilen modele katılan, geniş tanımlı para arzı M2Y'nin dışsal bir değişken niteliğine sahip olup, kendisinin tahmin hata varyansının ortalama yüzde 80'ini açıklıyor olması; geniş tanımlı para arzı M2Y'nin yaklaşık yarısını döviz cinsi varlıkların oluşturması nedeniyle ulusal para politikası aracı olarak kullanılma olanağı taşımamasının ve reel sektör ile bağlantısının zayıf olmasının bir kanıtıdır. Bu anlamda, Türkiye'de para ikamesi olgusunun büyüklüğünün bir sonucu olarak, geniş tanımlı para arzı ile ekonomik büyüme arasında çok zayıf bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Finansal liberalizasyon hipotezine göre ekonomik büyümenin sağlanmasında bir önkoşul olan finansal derinleşmenin Türkiye açısından nitelik ve nicelik anlamında yetersiz olduğu çalışmanın ikinci bölümünde ulusal veriler aracılığıyla belirlenmiştir.

Gerçekleştirilen ekonometrik sınamada da finansal derinliği temsil eden kredi hacmi ile ekonomik büyüme değişkeni arasında güçlü bir ilişki tespit edilmesine rağmen, kredi hacminin yeterince genişlememesinin ve özel yatırımların dışlanması olgusunun bir sonucu olarak ekonomik büyümede de yeterince artış sağlanmadığı ortaya konulmuştur. Finansal derinleşmeyi temsil eden diğer bir değişken olan geniş tanımlı para arzının ekonomik büyüme ile anlamlı bir ilişkisinin tespit edilememiş olması ise Türkiye ekonomisinde gözlenen para ikamesi olgusunun doğrudan bir sonucu olması bakımından anlamlı bulunmuştur.

Son olarak, ekonomik büyümenin asıl belirleyicisi konumundaki reel kesime ait yatırım talebinin asli unsurlarından olan finansman kısıtını yansıması nedeniyle modele katılan özel kesime kullanılan banka kredilerinin hacmi değişkeninin Türkiye açısından dışsal bir değişken olduğu belirlenmiştir. Araştırma bulguları doğrultusunda, özel kesime kullanılan banka kredilerinin, kendisinin tahmin hata varyansının ortalama yüzde 80'ini açıklıyor olması ve ekonomik büyüme ile hiçbir anlamlı ilişki taşıması yanında, özel kesime kullanılan banka kredileri üzerinde, yurtiçi kredi hacmi ile banka mevduat yükümlülüklerinin ortalama yüzde 10 açıklayıcılık gücüne sahip olmaları, Türkiye'de finansal sistemin temel fonksiyonu olan, üretim kesiminin finansman gereğini karşılamadaki yetersizliğinin kanıtı olmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde özel sektör yatırımlarının dışlanması olgusunu ulusal verilerle ortaya koyarken ifade edildiği gibi, bankacılık kesiminin temel faaliyet alanının, yatırımlar için gerekli fonları sağlamak yerine kamu kesimi açıklarını finanse etmeye kaymış olmasının doğal bir uzantısı olan ve ekonometrik sınamayla da ortaya konulan; özel kesim kredileri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki kopukluğu, Türkiye'nin finansal liberalizasyon uygulamasının, teorik öngörülerden aykırı işleyişinin bir kanıtı olmaktadır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

İktisat politikasının temel amaçlarından birisi ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Bu bağlamda, ekonomik büyümeyi belirleyen faktörler, iktisat yazınının en ilgi çeken konuları arasında yer almaktadır. Ekonomik büyümeyi belirleyen faktörler arasında, büyüme için gerekli kaynakların oluşumu ve dağılımında etkin rol oynayan finansal sistem bu işlevi nedeniyle bu çalışmanın ana konusunu oluşturmuştur.

Bu çerçevede, finansal sistemin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi teorik anlamda ele alan finansal liberalizasyon yaklaşımı, ilk olarak kuramsal düzeyde ele alınmış, devamında finansal liberalizasyon uygulamalarının yol açtığı etkilerin, ekonomik büyüme hedefini temel alan gelişmekte olan ülkeler açısından irdelenmesi gerçekleştirilmiştir. Sonuçta, gelişmekte olan ülkeler kategorisindeki Türkiye açısından, finansal liberalizasyon uygulamalarının sonuçları, analitik ve ampirik sınamalar yardımıyla belirlenmiştir.

McKinnon ve Shaw'un ana çerçevesini oluşturduğu finansal liberalizasyon hipotezi, 1970'lerden itibaren birçok gelişmekte olan ülkede uygulama alanı bulmuştur. Ancak genelde finansal liberalizasyon hipotezinin öngördüğü sonuçlara ulaşamamıştır. Finansal liberalizasyon programları, yatırım ve tasarruf davranışlarını, kuramsal beklentilerin tersi yönünde, yapısal olarak değiştirmiştir. Özellikle, finansal liberalizasyon ile birlikte öngörülere uygun olarak yükselen faiz oranları, tasarruf ve yatırımları uyarmada başarısız olurken, iç ve dış borçların beklenmedik düzeylere yükselmesine yol açmıştır. 1980'lerin ortasından itibaren serbestleşmeye tabi tutulan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları çoğunlukla çökerken, hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etme gereğini duyarak, finansal liberalizasyon hipotezinin teorik temellerini oluşturan serbest piyasa ekonomisi yaklaşımına ters düşen uygulamalar gerçekleştirmişlerdir.

McKinnon ve Shaw'a göre, faiz oranlarının artması ile tasarrufların üzerindeki baskının kalkması finansal araç sayısını artırır, finansal derinleşme sağlar ve finansal

sektöre etkinlik getirir. Bir yandan kaynak dağılımının etkinlik kazanması ile sektörel getiri oranları birbirine yaklaşır, diğer yandan tasarrufların artması ile fon maliyetleri düşer ve yatırımlar artar. Oysa ki, finansal derinleşmenin etkinlik yaratabilmesinin ve faiz oranlarındaki artışın uyardığı tasarrufların gelişmekte olan ülkelerde reel sektör yatırımlarına dönüşebilmesinin önünde ciddi engeller olduğu gözlenmiştir. Çoğu gelişmekte olan ülkede, faiz oranı, reel yatırımlarla, finansal yatırımlar arasında tercih mekanizmasını işleten bir faktör olduğundan finansal yatırımların getirisinin yüksek olması, reel yatırımları azaltıcı bir rol oynamıştır. Aynı zamanda firmaların mali yapılarının güçsüz olduğu, makroekonomik dengesizliklerin yaşandığı ortamlarda, faiz oranlarındaki artışlar enflasyonist etkiyi daha da güçlendirmiştir. Faiz oranlarındaki artışın maliyet yükseltici etkisi özellikle eksik rekabetin hakim olduğu ekonomilerde kendini daha güçlü hissettirmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve süreklilik arz eden yüksek faiz oranları ve reel olarak aşırı değerlenmiş döviz kuru, spekülasyon sermaye akımlarına arbitraj olanakları sağlamıştır. Bu olgu, sermaye girişlerine süreklilik kazandırmak suretiyle bir kısır döngü yaratarak, faiz oranlarının sürekli yükselmesi ile döviz kurunun reel olarak aşırı değerlenme sürecinin devam etmesine ve gelişmekte olan ülkelerdeki reel yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesine yol açmıştır. Bu şekildeki bir işleyiş, gelişmekte olan ülkelerde, yatırım kararları üzerinde önemli bir araç niteliğine sahip olan faiz oranı ve döviz kurunu kullanılabilir bir politika aracı olmaktan çıkarmıştır.

Ülkelerin finansal liberalizasyona gitmeleri sonucu son derece artan uluslararası sermaye hareketleri, doğrudan yatırım şeklinde gittikleri ülkelerde ekonomik büyüme performansına katkı sağlarken, kısa vadeli portföy yatırımı şeklinde gittikleri gelişmekte olan ülkelerde, parasal genişleme, enflasyonist baskı, ulusal paraların reel olarak aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin kötüleşmesi, hacimli dalgalanmalar, varlıkların beklenen getirilerinin değişmesi, yatırımcıların sürü psikolojisi nedeniyle girişlerin tersine dönmesi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan olumsuzlukların tüm ekonomilere yayılma etkileri gibi olgularla anılmaya başlanmıştır. Finansal liberalizasyonun, gelişmekte olan ülkelerdeki uygulama süreci sonunda ulaşılan genel yargı; son derece artış gösteren uluslararası sermaye akımlarının, ekonomilerin yatırım ve büyüme amaçlı hedeflerine hizmetten uzak spekülasyon kar olanaklarını kovalayan kısa vadeli sermaye akımları niteliğine sahip

olduklarıdır. Öte yandan, finansal liberalizasyon uygulamasına, ekonomik istikrarı ve yapısal düzenlemeleri gerçekleştirmeden geçen gelişmekte olan ülkelerde iç dinamiklerde ortaya çıkan olumsuzluklar ve mevcut bankacılık sistemlerinin sahip oldukları olumsuzluklar, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yol açtığı sorunlar ile birleşerek önemli finansal sorunlara neden olmuşlardır. Bu doğrultuda, finansal bütünleşme; yatırım ve büyüme oranlarında finansal liberalizasyon yaklaşımının öngördüğü artışları gerçekleştirilememiş, onun yerine gelişmekte olan ülkelerin finansal krizlerle karşılaşma riskini arttırmıştır.

Finansal krizlere yol açan etkenler arasında ilk sırayı kamu maliyesi dengesini ve fiyat istikrarını sağlamadan uygulanmaya başlanan finansal liberalizasyon almaktadır. İkinci olarak, bankacılık sisteminin etkin biçimde denetleme ve düzenlemeye tabi tutulmaması bankacılık risklerini artırmaktadır. Denetim eksikliği, düzgün işlemeyen mevduat sigortası sistemi, banka sahiplerinin ekonomik ve siyasi gücü, grup-içi krediler, açık pozisyonlar ve vade uyumsuzluğu ile birleştiğinde bankacılık sistemi krizlere açık hale gelmektedir. Üçüncü olarak, finansal krizlere yol açan etkenler arasında uluslararası sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri gelmektedir. Makroekonomik göstergelerdeki kötüleşmeyle beraber beklentilerin olumsuzlaşması, bankacılık kesimindeki kırılganlığın belirginleşmesi, uluslararası piyasalar açısından döviz kuru hedef haline getirmektedir. Önceleri huzursuzluk şeklinde başlayan hareketler karşısında merkez bankası kuru savunma yoluna giderse faizleri arttırmak zorunda kalmaktadır. Faizlerin artması ise bankacılık sisteminin bilanço yapısını daha da tahrip ederken, yatırımcılardaki tedirginliği artırarak kısır döngüye yol açmaktadır. Diğer yandan kur artışının kabul edilmesi durumunda bankacılık sistemi taşıdığı açık pozisyon nedeniyle, kur artışının neden olduğu enflasyonist etkinin faizler üzerinde yol açtığı baskı ve geri dönmeyen kredilerdeki artış dolayısıyla zarar görmektedir. Her iki durumda da sıkıntıya düşen bankalar reel kesime açtıkları kredileri daraltmakta, açılmış kredileri tahsil etmeye çalıştıklarında da daha büyük zararlarla karşılaşmaktadırlar. Bu işleyiş içerisinde ekonomik faaliyetler daralmakta, kriz yaygınlaşmaktadır.

Mevcut döviz kuru politikası ile uyumsuz iktisat politikaları, özellikle bütçe açıkları, aşırı borçlanma ve parasal genişleme, gelişmekte olan ülkelerdeki krizlere

yol açan unsurların başında gelmektedir. Ancak 1990'lı yıllarda sözü edilen sorunların mevcut olmadığı ülkelerde de finansal krizlerin yaşanması, bankacılık başta olmak üzere zayıf mali sistemin kırılma eğilimini ve ülkelerarası finansal krizlerin yayılma etkisinin yüksekliğini ön plana çıkarmıştır.

Finansal krizlerle karşılaşan gelişmekte olan ülkelerde, kriz öncesi dönemlerde mali bilançoların sağlıklı bir biçimde büyümesi, açık döviz pozisyonları, döviz kuru ve kredi riskleri, finansal krizlere hassas bir yapı oluşturmuştur. Bu koşullarda, herhangi olumsuz bir olayın tetiklemeyle ortaya çıkabilecek bir likidite daralması, sermaye kaçıışı veya devalüasyon yoluyla bilançolarda öz kaynakların erimesine neden olduğundan, finansal sistemi tıkamakta ve yaşanan bunalımı reel sektöre yansıtmakta, dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Ekonominin “en son kredi mercii” olan merkez bankalarının çok hızlı hareket ederek finansal sisteme likidite sağlayabilmesi bu süreçte önem kazanmasına rağmen, merkez bankalarının müdahale gücünün her zaman yeterli olamadığı yaşanan finansal krizlerde ortaya çıkmaktadır.

1992-1993'de “Avrupa Döviz Kuru Mekanizması”nda yaşanan krizle başlayan, devamındaki on yıllık süreçte Meksika, Doğu Asya, Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de peşi sıra yaşanan krizlerle kendini gösteren uluslararası finans sistemindeki derin sorunlar, sistemin yeniden mimarisi gerekliliğini gündeme getirmiştir.

Özellikle Asya krizi ile ortaya çıkan durum, küresel finansal sistemin tüm katılımcılarının rollerini yeniden düzenlemeyi kaçınılmaz kılmıştır. Çünkü, IMF'nin krizin aşılması adına önerdiği politika programlarının piyasadaki paniği önleyememesi, üstelik ciddi bir resesyonu beraberinde getirmesi, devamında krizin geniş bir yayılma göstermesi ile çoğu ülke ekonomisinin değişik düzeylerde krizden etkilenmesi, uluslararası finansal sistemin yeniden gözden geçirilmesini zorunlu kılmıştır.

Öngörülen reformlar, uluslararası finansal sistemdeki borçlu ve alacaklıların davranışlarını etkilemek üzere şekillendirilmiş ve krizlerin sıklığı ile yaygınlığını

azaltmaya yardım etmeleri düşünölmüştür. Reformlar doğrutusunda uluslararası kuruluşlarla ortak çalışmalar yapan, ekonomi alanında iyi bir yönetime sahip olan ölkelerin, uluslararası fonlar için daha cazip hale gelmesi sonucu, ekonomileri için gereken finansal kaynakları sağlamaları öngörülmektedir. Uluslararası finansal kuruluşların da, kuruluş amaçları doğrutusunda istikrarlı bir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi, refahın artırılabilmesi için ölkelere ekonomi yönetimi konusunda danışmanlık hizmeti vermeleri, bunu yaparken de açılmış kredilerin geri ödenebilirliği üzerinde gerekli çalışmaları yapmaları planlanmaktadır.

Uluslararası finansal mimarinin ana çerçevesini oluşturan; krizlerin oluşum sıklığını azaltmak (krizleri önlemek) ve krizlerin neden olduğu maliyetleri azaltmak (krizlerin yönetimi) şeklindeki temel hedefler, iki farklı amaca dönük çabalar olmakla beraber çoğunlukla kesişmektedirler. Çünkü, finansal sistemin güçlendirilmesine yönelik çabalar belki krizlerin oluşum sıklığını azaltacaktır, ancak aynı zamanda bu çabalar krizlerin tahribatını azaltıp, çözümlenmesine de katkı sağlayabilecektir.

Türkiye’de finansal liberalizasyon öncesi dönemde, ekonomik büyümenin yol açtığı cari açığın finansmanı çabaları sermaye girişine ve bu doğrutuda dış borçlanmaya neden olurken, finansal liberalizasyon sonrasında gerçekleşen sermaye girişleri, ekonomik büyümeyi yönlendirmiş ve beraberinde cari açığı büyötmüştür.

Gelişmekte olan ölkelerdeki finansal liberalizasyon sürecinin sıralaması konusunda, teori ve pratikte yer alan uyarı ve ipuçlarına rağmen; Türkiye’de kamu maliyesi disipline edilmeden, bankacılık sistemi düzgün çalışır hale getirilmeden ve enflasyon kontrol altına alınmadan finansal liberalizasyonun benimsenmiş olması, ekonomide karşılaşılan sorunların ana kaynağını oluşturmuştur.

1989 yılında sermaye hesabının kontrolsüz şekilde liberalizasyonu sonucunda, önemli miktarda kamu kesimi açıkları veren, yüksek enflasyon yaşayan ve yapısal makroekonomik sorunları bulunan Türk ekonomisi, uluslararası sermaye hareketlerinden de dönemsel olarak olumlu ve olumsuz yönde etkilenmiştir.

Türkiye’de düşük döviz kuru ve yüksek reel faiz ile uyarılan kısa vadeli yabancı sermaye akımları, bir taraftan ekonominin dış açıklarını finanse ederken, diğer taraftan da ulusal tasarruf eğilimini düşürerek tüketim ve ithalat hacmini genişletmiştir.

1990 sonrası dönemde finansal piyasalarda ortaya çıkan kamu kesimi kaynaklı finansal baskı, kamu kesimi borçlanma gereksiniminin bir sonucu olarak giderek etkisini arttırmıştır. Ulusal finansal sistemin sahip olduğu büyüklük, kamu kesimi borçlanma gereğinin artışına ayak uyduramamıştır. Gerekli derinlik ve büyüklüğe erişemeyen ulusal finansal sistemde kamunun ödünç verilebilir fonlara olan talebinin artması, iç borçlanma faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Artan iç borçlanma faiz oranları, iç borç stokunun daha da artmasına ve dolayısıyla giderek kötüleşen bir kısır döngüye yol açarak sonuçta iç borç stokunun ve iç borç faiz ödemelerinin ulusal gelir içindeki paylarını yüksek düzeylere varmasına yol açmıştır.

Finansal liberalizasyon sonrası Türkiye ekonomisinin makroekonomik göstergelerindeki gelişmelere bakıldığında, finansal sistem açısından ulusal finansal varlıklar toplamında ve finansal derinleşmede bir artış eğilimi gözlenmektedir. Toplam ulusal finansal varlık stokunun yarıdan fazlasının, toplam menkul kıymet stokunun ise yaklaşık yüzde 90’ının kamu kesimi iç borçlanma araçlarından oluştuğu bir ortamda gerçekleşen finansal derinleşme performansının, finansal liberalizasyon yaklaşımının öngörülerıyla uyduğunu söylemek mümkün değildir. Çünkü, teorik öngörü doğrultusunda, gerçekleşecek finansal derinleşmenin, ekonomik büyüme için gerekli yatırım olanaklarında değerlendirilecek fonların miktarını artırması beklenmektedir. Türkiye’deki finansal derinleşme olarak algılanan gelişme ise, teorik öngörünün tersine bir sonuç yaratarak, yatırılabilir fonların kamu kesimi açıklarının sürdürülebilirliğine hizmet etmesi ile sonuçlanmıştır.

Reel faiz oranlarının genelde pozitif değerler alması sonucu Türkiye’de toplam mevduatların ve özel tasarrufların GSMH 'ya oranının artması eğilimi gözlenmiştir. Aynı süreçte kamu tasarruflarının GSMH 'ya oranında görülen düşme nedeniyle, toplam tasarruflarda 1987-2002 dönemi için önemli bir artış meydana gelmemiştir. Diğer yandan, toplam mevduatlardaki eğilimin artış yönünde olmasına karşın, artan mevduatların faiz oranları ile birebir ilişkili olmadığı dikkat çekmektedir. 1980’lerin

ikinci yarısından itibaren, artan mevduatların içinde döviz mevduatlarının da bulunması ve bu mevduat türünün, toplam mevduatların yaklaşık yarısını oluşturuyor olması, mevduat miktarları ile faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıflamasında önemli bir etken olmuştur.

Türkiye’de, 1990’ların ikinci yarısında görece artan finansal derinliğin ekonomideki reel faiz oranlarını azaltması beklenirken aksine aynı süreçte reel faiz oranlarının da arttığı gözlenmiştir. Beklentilerin aksine gerçekleşen bu durumda etken olan ana faktör, Türkiye’de finansal sistemin derinleştiğini gösteren rakamsal gelişimin önemli oranda para ikamesinden kaynaklandığı ve bunun da reel faiz oranlarını düşürmesi beklenen borç verilebilir fon arzında ve finansal sistemin etkinliğinde bir artışa yol açmadığı gerçeğidir. Öte yandan, enflasyonun yapışkan bir nitelik kazanması ile makroekonomik ve siyasi beklentilerin olumsuzluğu faiz oranlarının yüksek seyretmesinin diğer nedenlerini oluşturmuştur. Bu doğrultuda, Türkiye’de reel faiz oranlarının, beklentilerin aksine finansal sektöre ait temel değişkenlerden daha çok, belirleyici başka faktörlerin etkisi altında kaldığı söylenebilir.

Türkiye’de enflasyon oranına bağlı belirsizlik ile reel faiz oranları arasında doğru yönlü bir ilişki olduğu açıktır.. Buna bağlı olarak tasarruf sahipleri enflasyondaki belirsizlik riskini en aza indirmek için, vadeyi kısaltıp devlete daha kısa süreli borç verme yoluna gitmektedir. Böylelikle kamu kesiminin davranış değişikliği riskini azaltmaktadır. Bu da reel faiz oranı ile borçlanma vadesi arasında negatif bir ilişki doğurmaktadır. Tasarruf sahiplerinin davranışını yönlendiren diğer bir öge de iç borç stokunun büyüklüğüdür. İç borç stoku ne kadar büyürse, kamunun davranışını değiştirme riski (diğer bir ifade ile tasarruf sahiplerini aldatma ihtimali) o kadar artmakta, borçlanma vadesi kısaltmakta, bu da borç stokunun yılda birkaç kez döndürülmesi sonucunu doğurmaktadır.

Türkiye’de iç borçlanma faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açan belirsizlik ortamının diğer bir belirleyicisi ise, Türkiye’nin sahip olduğu siyasi yapıdır. Özellikle 1990 sonrası dönemde siyasi iktidarları oluşturan hükümetlerin sık

sık değişmesi ve hükümetlerin koalisyon tarzı yapılarının finansal piyasalarda bir risk faktörü olarak algılanması iç borçlanma faizlerine artış yönünde etki etmiştir.

Sermaye hareketlerindeki artış ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi, yüksek yurtiçi faiz oranlarının kaçınılmaz sonuçlarıdır. Yüksek faiz oranları ise bir politika tercihi değil, önemli oranda kamu iç borç servisinin sürdürülmesi gereğinin bir sonucudur. Borçların, geri ödeme kapasitesi oluşturmayacak şekilde kullanılması sonucunda, borç geri ödemelerinin vergi gelirleriyle ya da yeni borçlanma yoluyla karşılanması gerekmektedir. Vergi gelirleri yeterli olmadığından bu durum borçların sürekli olarak artmasıyla sonuçlanmaktadır. Artan borç stoku nedeniyle ödenmesi gereken faizler oranları da giderek artmaktadır.

Yükselen faiz oranlarının özel kesim üzerinde iki farklı etkisi söz konusudur. İlk olarak, kamunun yatırılabılır fonlara olan talebinin artmasına paralel olarak kamu finansal araçlarının sahip olduğu yüksek getiri ve düşük risk özellikleri finansal yatırımcıları özel sektör yatırım araçlarından uzaklaştırarak kamu kesimi borçlanma araçlarına yönlendirmektedir. İlk etkiye bağlı olarak ortaya çıkan ikinci etkide ise, özel kesime ait finansal araçların değer yitirmesi sonucu öz kaynaklara dayalı ve borçlanma yoluyla finansman olanakları önemli oranda daralmaktadır. Sonuç olarak, yatırılabılır fonlara yönelik aşırı kamu kesimi talebi, fon maliyetlerini artırmak suretiyle özel kesim reel yatırım kararları üzerinde caydırıcı etki yaratmakta, özel girişimciyi finansal piyasalardan dışlamakta ve buna bağlı olarak istihdam düzeyinin azalmasına ve gelir dağılımının bozulmasına yol açmaktadır.

1999 yılında çıkarılan kamu borçlanma araçlarının, bankacılık sektörünün özel sektöre açtığı kredi toplamının yaklaşık iki katı olması, Türk finansal piyasalarında özel sektör yatırımlarının dışlanması konusunda önemli bir kanıt oluşturmaktadır. Kamu kesiminin özel sektörü finansal piyasalardan dışlama etkisinin ne denli güçlü olduğunun çarpıcı bir diğer göstergesi, 1990'ların sonu itibariyle, Türkiye'de menkul kıymet olarak yalnızca iki adet yatırım aracının kalmış olmasıdır ki, bunlar kamu tahvil/bonoları ve hisse senetleridir. 1997 yılına kadar piyasalarda var olan özel

sektör tahvili, finansman bonosu ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi özel sektör finansman gereğinin karşılanmasına yönelik yatırım araçları piyasası yok olmuştur.

Finansal varlıklardaki artışın, Türkiye'deki sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkileri incelendiğinde, ulusal finansal varlıklardaki artışa karşılık özel sektör sabit sermaye yatırımlarında gözlenen çok sınırlı artışın yanında kamu sektörü sabit sermaye yatırımlarındaki azalış, finansal liberalizasyon ve finansal derinleşme sonucu miktarı artan finansal kaynakların, kuramsal beklentilerin aksine sabit sermaye yatırımları yerine kamu borçlarının finansmanına yönlendiğinin bir diğer göstergesi olmuştur.

Finansal sektörde liberalizasyonu ve derinleşmeyi devlet tek başına gerçekleştirmiş, serbestleştirilen finansal piyasalarda hem fon talebinin, hem de fon arzının tek belirleyicisi konumuna erişmiştir. Ne var ki, bu belirleyicilik kamu ekonomisinin iktisadi faaliyetlerinin büyümesine bağlı olarak değil, borç finansmanının yol açtığı harcama büyümesinden kaynaklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu cari ve yatırım harcamaları, bütçe açığının kapatılması hedefi doğrultusunda daraltılırken kamu harcamaları, borç finansmanı sorunu nedeniyle artan transfer ödemeleri nedeniyle genişlemiştir. Aynı zamanda kamu kesimi borçlanma gereğinin artışına bağlı olarak finansal piyasaların kontrolünde TCMB zorluklarla karşılaşırken, ülkenin borç idaresini yürüten Hazine piyasalarda finansal baskı oluşturmuştur. Türkiye'de, mali piyasalar üzerindeki finansal baskıyı gösteren değerlerin arttığı, 1994 ve 2001 kriz yılları öncesi dönemlerde, kamu kesimi borçlanma gereksinimi, ulusal mali sistemin hacmini zorlar boyutlara ulaştığından, iç borçlanma maliyetleri artmış ve vadeler kısalmıştır.

Türkiye'de finansal sistemin önemli bir bölümünü oluşturan bankacılık kesiminin finansal kaynakları kullanım eğilimine bakıldığında, Türkiye'de giderek artan kamu kesimi açıklarının yüksek getirili devlet iç borçlanma senetleri ile finanse edilmesi tercihinin bir sonucu olarak faiz oranlarının yükselmesi, bankacılık kesimini asıl faaliyet alanından uzaklaştırarak kamu finansman araçlarının ticaretini yapan kurumlar haline getirdiği ve bu yolla önemli karlar elde etmelerine neden olduğu görülmüştür.

Finansal liberalizasyon sürecinde Türk bankacılık sistemi taşıdığı, özkaynak yetersizliği, kamu bankalarının sistemdeki ağırlığının yarattığı bozucu etkiler, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı, bankaların yetersiz iç kontrol ve risk yönetimi sistemleri, banka bilançolarındaki şeffaflığın yetersizliği, zayıf aktif kalitesi gibi yapısal sorunlar nedeniyle temel fonksiyonu olan aracılık hizmetlerini etkin ve yeterli ölçüde yerine getirmekten hızla uzaklaşmış ve sistemik risklere karşı duyarlılığı artmıştır. Kaynakların önemli bir bölümünün kârlı ve güvenilir kamu borçlanmasına yönlendirilmesi nedeniyle, bankaların faaliyet ve ürün yapılarının gelişimi sınırlı kalmış ve buna bağlı olarak da bir risk kültürü oluşmamıştır. Bankaların sistemde biriken faiz, kur ve likidite risklerini gerektiği gibi yönetememeleri finansal sistemin bir bütün olarak kırılganlığını arttırmıştır. Bu yapısal sorunlara ek olarak, genel makroekonomik ortamdaki istikrarsızlıkların da etkisiyle bankacılık sektörü son dönemde ciddi bir kriz içine girmiştir.

1990 sonrası dönemde, Türkiye'deki bankacılık sistemi genel olarak vade uyumsuzluğundan kaynaklanan bir likidite riski ile karşı karşıya kalmıştır. Çünkü bankalar genel olarak, daha kısa vadeli ve düşük faizli mevduatlar ile yurt dışı kaynaklı kredilerle oluşturdukları fonları, uzun vadeli ve daha yüksek faiz getirili kamu menkul kıymet araçlarında değerlendirdiklerinden, likidite sıkışıklığına girildiği durumlarda ciddi sorunlarla karşılaşmışlardır. Söz konusu likidite riski, özellikle kriz sürecinde, ödeme gücünü çeken bankaların yarattığı aşırı fon talebi nedeniyle faiz oranlarını aşırı yükseltmiş, bankaların portföylerinde bulunan menkul kıymet fiyatlarını aşağıya çekerek yaşanan krizi derinleştirmiştir. Bankaların açık pozisyon vererek kamuyu fonlamasının doğal sonucu olarak ortaya çıkan kur ve faiz riski 1990'lardan itibaren Türkiye'de bankacılık kesiminin en büyük problemlerinden biri olmuştur. Pozisyon açığı veren bankalar, arbitraj karı beklentisiyle önemli oranda döviz kuru riski taşımışlardır. Beklentilerin tersine, faiz oranlarındaki düşüşler ve döviz kurundaki artış bankacılık kesimi için çok ciddi zararları beraberinde getirmiştir.

Bankacılık sektörünün yukarıda ortaya konulan yapısal özellikleri ve yaşanan krizlerdeki önemli rolü nedeniyle, sistemi daha sağlıklı bir yapıya kavuşturabilmek

amacıyla Mayıs 2001’de “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” uygulamaya konulmuştur. Uluslararası finansal mimari çerçevesinde oluşturulan uluslararası bankacılık normlarının Türk bankacılık sistemine uygulanmasını amaçlayan yeniden yapılandırma programı, 2002 yılından itibaren bankacılık rasyolarında düzelmeleri beraberinde getirmiştir.

Türkiye’de finansal liberalizasyon sürecine, gerekli olan kurumsal altyapı, kamu mali dengesi ve fiyat istikrarı tam olarak sağlanamadan girilmiş olması nedeniyle, bu süreç finansal piyasalardaki kırılganlığı arttırmış ve Türkiye ekonomisini yurtdışından gelen spekülâtif sermaye hareketlerine karşı korunmasız bırakmıştır. Bu nedenle finansal derinliğin artmasının, yatırım finansmanı ve büyüme için gerekli kaynakların sağlanmasından daha çok, kısa vadeli kazançların oluşmasına yol açtığı ifade edilebilir. Bu yapılanmalar, son on yıllık dönemdeki ekonomik krizlerin temel kaynağını oluşturmaktadır.

Dış ödemeler dengesi ve döviz piyasasına ilişkin dengesizliklerle birleşen ve asıl olarak yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminden kaynaklanan bir dizi dinamik, Türkiye’de finansal krizlerin kaynağını oluşturmuştur. Türkiye’de yaşanan finansal krizlerin en yaygın kabul gören açıklaması, bütçe açıklarının ve kamu kesimi borçlanma gereğinin büyüklüğü üzerinde odaklanmıştır. Öte yandan, finansal liberalizasyonun derecesi arttıkça, sermaye hareketleri giderek yoğunlaşırken, piyasalar arasındaki olumsuz etkilerin yayılması, dengesizliklerin ve aksaklıkların boyutunu büyütülmüştür. Bu aksaklıklarla beraber, ulusal finansal sistemin kırılganlığını arttıran bir takım kötü politikalar da devreye girdiğinde piyasalardaki derinleşen dengesizlikler önce finansal paniğe, devamında finansal krize dönüşmüştür.

Türkiye ekonomisinin temel finansal göstergelerinden hareketle elde edilen niteliksel sonuçlar, finansal liberalizasyonun Türkiye’de teorik beklentiler doğrultusunda olumlu sonuçlar yaratmadığını göstermektedir. Bu sonuç, Türkiye ekonomisinde, büyüme ve yatırım göstergelerinin, finansal değişkenlere duyarlılığının, beklentiler yönünde olmamasının bir kanıtı olabilir düşüncesiyle,

ekonomik büyüme ve finansal gelişme değişkenleri arasındaki ilişki sayısal sınıma tabi tutulmuştur.

Oluşturulan vektör otoregresif model aracılığıyla gerçekleştirilen analizde, yurtiçi kredi hacmi ile ekonomik büyüme arasında, finansal liberalizasyon hipotezini doğrular nitelikte yakın bir ilişkinin tespit edilmiş olması, oluşturulan modelin anlamlılığını ortaya koymuştur.

Yurtiçi kredi hacmi ve ekonomik büyüme arasında tespit edilen anlamlı ilişkiye karşın, Türkiye’de söz konusu makroekonomik değişkenlerde beklenen artışların gerçekleşmemiş olmasının temel nedeni; ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin yüksekliği araştırmada ekonometrik olarak ortaya konulan yurtiçi kredi hacmi ve dolayısıyla finansal gelişmenin yeterli düzeye çıkmamış olmasıdır.

Yapılan sayısal analizde, finansal derinleşmeyi temsilen modele katılan, geniş tanımlı para arzı M2Y’nin dışsal bir değişken niteliğine sahip olup, kendisinin tahmin hata varyansının ortalama yüzde 80’ini açıkladığı tespit edilmiştir. Bu durum, geniş tanımlı para arzı M2Y’nin yaklaşık yarısını döviz cinsi varlıkların oluşturması nedeniyle ulusal para politikası aracı olarak kullanılma olanağı taşımamasının ve reel sektör ile bağlantısının zayıf olmasının bir kanıtıdır. Bu anlamda, Türkiye’de para ikamesi olgusu büyüklüğünün bir sonucu olarak, geniş tanımlı para arzı ile ekonomik büyüme arasında çok zayıf bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Türkiye’de bankacılık kesiminin temel faaliyet alanının, yatırımlar için gerekli fonları sağlamak yerine kamu kesimi açıklarını finanse etmeye kaymış olmasının doğal bir uzantısı olan ve ekonometrik sınımayla da ortaya konulan; özel kesim kredileri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki kopukluğu, Türkiye’nin finansal liberalizasyon uygulamasının, teorik öngörülerden aykırı işleyişinin bir kanıtı olmaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye’nin finansal liberalizasyon sürecindeki, yurtiçi finansal sistemin derinleşmesi ve büyümesi olgusu aslında yalnızca kamu kesimi iç borçlanma araçlarının ve ulusal paranın ikamesinin bir göstergesi olan döviz tevdiat

hesaplarının artışından ibaret kalmıştır. Bu doğrultuda, finansal liberalizasyon hipotezinin, sağlanacak finansal derinleşme sonucu, tasarruf ve yatırım davranışlarında ortaya çıkacak değişimin ekonomik büyümeye hız kazandıracığı öngörüsü Türkiye açısından gerçekleşmemiştir.



EK

Araştırmada Kullanılan Veri Seti:

OBS	LTLDG	LMZYG	LPCG	LPCDC	LRGSMH	LDCG
1987:01	124.132.795.198	125.336.373.365	-0.384945244299	-0.907932870144	141.558.074.418	0.522987625845
1987:02	107.957.778.528	117.034.256.574	-0.523646334845	-0.874001706795	143.549.847.264	0.350355371951
1987:03	0.797494519502	885.212.552.765	-0.836064367664	-0.888988673928	146.915.337.491	0.0529243062638
1987:04	101.510.545.926	102.856.353.298	-0.654558605992	-0.861555352714	145.188.763.449	0.206996746723
1988:01	112.407.126.659	108.850.658.991	-0.487739770656	-0.903664097303	142.281.881.258	0.415924326648
1988:02	0.960196947957	999.795.338.054	-0.660560112219	-0.899334876371	143.233.562.244	0.238774764153
1988:03	0.702006099773	837.868.294.576	-0.98948711386	-0.943012743338	146.307.112.007	-0.0464743705222
1988:04	103.472.872.744	106.390.161.469	-0.755913276798	-0.931570440175	143.781.944.894	0.175657163377
1989:01	116.289.433.467	129.734.270.387	-0.605499905813	-0.907274555332	142.405.870.196	0.301774649519
1989:02	102.924.187.658	117.336.775.306	-0.753084012896	-0.901047203559	143.442.684.797	0.147963190663
1989:03	0.707637313171	871.497.050.362	-107.125.180.071	-0.873473279541	14.668.536.792	-0.197778521173
1989:04	0.885291119942	101.336.649.851	-0.916903247178	-0.801591692009	145.422.470.245	-0.115311555169
1990:01	10.038.050.895	116.395.268.574	-0.759417638425	-0.772578815811	144.156.430.497	0.0131611773865
1990:02	0.84022230188	100.533.743.149	-0.862222262109	-0.720672273612	14.526.140.619	-0.141549988497
1990:03	0.621760886662	817.403.444.687	-107.736.040.322	-0.730661043252	147.871.182.876	-0.346699359967
1990:04	0.837213758344	971.840.616.581	-0.825012657693	-0.656631809596	145.499.408.447	-0.168380848097
1991:01	0.916768327785	114.121.461.494	-0.668078848541	-0.704268735213	143.683.661.392	0.0361898866722
1991:02	0.822717034598	102.495.850.385	-0.818090928004	-0.696126964951	14.466.969.474	-0.121963963053
1991:03	0.586279402017	803.110.326.971	-112.866.327.554	-0.700562779888	147.824.537.503	-0.428100495648
1991:04	0.866081995066	103.020.617.773	-0.88954589758	-0.695136776604	145.494.307.754	-0.194409120976
1992:01	100.212.569.394	12.055.949.381	-0.730864997814	-0.70276944261	143.836.722.397	-0.0280955552044
1992:02	0.984359402229	117.468.030.178	-0.771196156421	-0.704693371277	144.803.542.965	-0.0665027851439
1992:03	0.755358618297	923.096.399.462	-103.717.221.034	-0.689721426282	147.963.177.762	-0.347450784054
1992:04	0.938097629569	110.167.287.631	-0.787551801733	-0.633003496179	145.678.818.897	-0.154548305554
1993:01	104.903.683.695	124.944.727.376	-0.600242586087	-0.594845619279	144.629.207.172	-0.00539696680774
1993:02	0.91389523719	110.136.416.182	-0.698019078171	-0.542844812167	146.037.008.778	-0.155174266004
1993:03	0.632637211355	862.687.989.295	-0.910276124846	-0.514191786106	148.539.278.602	-0.39608433874
1993:04	0.835689260283	110.095.985.646	-0.73353990091	-0.532236083887	146.742.314.654	-0.201303817023
1994:01	101.209.167.408	117.961.009.233	-0.580660115104	-0.663633997799	145.026.462.333	0.0829738826943
1994:02	0.974322894205	120.721.025.769	-0.845424866735	-0.817479138552	145.129.749.039	-0.0279457281839
1994:03	0.883229397059	111.430.703.107	-117.295.542.094	-0.879506272909	147.610.909.507	-0.293449148026
1994:04	0.997162366624	114.307.870.919	-101.066.347.351	-0.809100217439	145.897.346.268	-0.201563256073
1995:01	107.953.365.809	123.480.871.136	-0.856522709293	-0.701303959528	14.505.341.992	-0.155218749765
1995:02	100.088.167.438	116.281.143.332	-0.918816161877	-0.693002970856	146.104.365.449	-0.225813191021
1995:03	0.832562110964	969.691.687.185	-106.634.427.657	-0.587792821649	148.353.595.269	-0.47855145492
1995:04	104.666.875.324	114.087.765.524	-0.783849376471	-0.508577153871	146.321.018.036	-0.2752722226
1996:01	122.830.468.486	136.732.372.785	-0.562185248244	-0.517158178777	144.878.444.595	-0.0450270694668
1996:02	118.521.145.453	129.630.470.117	-0.655465300114	-0.525424394349	145.817.572.987	-0.130040905766
1996:03	0.997937242914	107.817.941.438	-0.826682106991	-0.525311309283	148.650.606.698	-0.301370797708
1996:04	128.082.324.626	135.679.052.325	-0.503087002314	-0.49996420456	146.608.195.918	-0.00312279775442
1997:01	143.680.242.001	161.955.968.201	-0.323191220245	-0.510618153844	145.481.455.895	0.187426933599
1997:02	125.519.496.002	135.611.745.025	-0.418484852059	-0.419520689836	147.115.287.745	0.0010358377763
1997:03	108.052.846.924	111.291.242.348	-0.586561953257	-0.334872060539	149.380.615.481	-0.251689892718
1997:04	130.495.028.588	134.003.103.519	-0.364781537288	-0.348980860638	147.124.340.717	-0.0158006766499
1998:01	142.251.151.167	156.583.283.651	-0.206711171358	-0.376164943261	145.922.598.148	0.169453771903
1998:02	135.418.208.412	142.250.709.752	-0.287150182999	-0.315885663172	147.317.166.402	0.0287354801729

1998:03	123.872.714.474	125.377.818.808	-0.485374596987	-0.439213176271	14.930.072.736	-0.0461614207161
1998:04	139.600.931.238	149.615.966.131	-0.435497825069	-0.609939729834	147.398.792.196	0.174441904765
1999:01	164.768.329.656	194.141.552.749	-0.254997326186	-0.671876924115	145.266.698.127	0.416879597929
1999:02	154.462.900.964	167.637.209.514	-0.443738140251	-0.681346453862	147.044.137.384	0.237608313611
1999:03	144.733.565.213	154.088.902.796	-0.609528043744	-0.72739513019	148.601.139.158	0.117867086446
1999:04	162.986.225.024	203.918.592.579	-0.509379758674	-0.810582425387	146.881.003.736	0.301202666713
2000:01	182.694.110.598	233.705.338.996	-0.320584643783	-0.829017156675	144.973.371.903	0.508432512892
2000:02	163.847.240.226	189.584.297.729	-0.463158091941	-0.782884238218	147.160.620.205	0.319726146277
2000:03	153.109.744.301	171.840.593.874	-0.511504838876	-0.747304768719	14.855.588.403	0.235799929842
2000:04	165.647.245.753	194.322.432.688	-0.351904771637	-0.787322352881	147.111.513.707	0.435417581244
2001:01	195.253.312.373	260.537.473.703	-0.131106161682	-0.906849590701	14.480.035.223	0.775743429019
2001:02	17.586.474.126	231.453.018.942	-0.434168923276	-115.017.755.594	146.353.838.625	0.716008632663
2001:03	163.724.565.488	210.192.604.919	-0.643100200197	-127.456.427.312	14.813.958.226	0.631464072924
2001:04	175.909.651.813	238.725.288.468	-0.605998366821	-13.858.257.383	146.557.489.515	0.779827371479
2002:01	183.358.643.448	262.503.378.335	-0.543452858777	-148.334.875.659	144.468.768.404	0.939895897811
2002:02	162.829.710.472	210.484.289.347	-0.863499822824	-158.858.540.891	146.790.501.722	0.725085586083
2002:03	155.291.027.516	197.595.672.222	-104.572.439.288	-16.637.183.141	148.255.565.653	0.617993921214
2002:04	160.740.668.667	211.301.848.536	-0.964277738155	-16.485.006.032	147.132.337.026	0.684222865042

YARARLANILAN KAYNAKLAR

ADANUR AKLAN Nejla, "Finansal Krizlerin Anatomisi", **Öneri**, Cilt: 5, Sayı: 19, (Ocak, 2003).

ADELMAN Irma and Erinç Yeldan, "The Minimal Conditions for a Financial Crisis: A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crisis", **World Development**, Vol: 28, No: 6, (June, 2000).

AGENOR Pierre-Richard, Jagdeep S. Bhandari and Robert Flood, "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises", **IMF Staff Papers**, Vol: 39, No: 2, (June, 1992).

AKDIŞ Muammer, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2000.

AKERLOF George A., "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, Vol: 84, (August, 1970).

AKGÜÇ Öztin, "Bankacılık Kesimi Kriz Nedeni midir?", **İktisat Dergisi**, Sayı: 410-411, 2001.

AKMAN Vedat, **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz**, İstanbul: Rota Yayınları, 1998.

AKYÜZ Yılmaz, "Managing Financial Instability and Shocks", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 219, (Haziran, 2004).

AKYÜZ Yılmaz, "The Debate on the International Financial Architecture: Reforming the Reformers", **UNCTAD Discussion Papers** No: 148, (April, 2000).

AKYÜZ Yılmaz, "Financial Liberalization: The Key Issues", **UNCTAD Discussion Papers**, No: 56, 1993.

AKYUZ Yılmaz and Andrew Cornford, "Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System", **UNCTAD Discussion Paper**, No: 143, (November, 1999).

ALLEN Franklin and Douglas Gale, "Bubbles and Crises", **The Economic Journal**, Vol: 110, No: 460, 2000.

ALPER C. Emre ve Ziya Öniş, "Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi", **Doğu-Batı Dergisi**, Sayı: 17, (Kasım-Aralık-Ocak 2001-02).

ALTINKEMER Melike, "Capital Flows: The Turkish Case", **The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper**, No: 9601, (December, 1995).

ARIN Tülay, "Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması", (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan , **Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003.

ARTETA Carlos, Barry Eichengreen and Charles Wyplosz, "When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?", **NBER Working Papers**, No: w8414, (August, 2001).

ATİYAS İzak, Hasan Ersel ve Emin Ertürk, "Türk Bankalarında Müşteri Deseni ve Kredi Tayınlaması", **TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Toplu Sayı, No. 2, 1993.

AYDIN Aydan, Pelin Ataman Erdönmez, Alpan İnan ve Burçak Tülay, **Bankacılıkta Mali Bünye Sorunları ve Yeniden Yapılandırmada Ülke Uygulamaları**, İstanbul: TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını, (Şubat, 2000).

AYDIN M. Faruk, "Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği**, No: 13, (Kasım, 2002).

Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği Yayını, 2001.

BAŞTÜRK Hakan, "Finansal Piyasalarda Düzünleyici Otoritelerin Yapılanmaları", **Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu**, No. XIV-9/75-4, (Nisan, 1999).

BDDK, **Yıllık Rapor 2000**, (Mayıs, 2001). (www.bddk.org.tr).

BDDK, **Yıllık Rapor 2002**, (Mayıs, 2003). (www.bddk.org.tr).

BDDK, **Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu-VII**, (Ekim, 2003). (www.bddk.org.tr).

BEDDİES Christian H., "Monetary Policy and Public Finance: Inflation Targets in a New Perspective", **IMF Working Paper**, No: WP/99/26, 1999.

BERUMENT Hakan ve Kamuran Malatyalı, "Determinants of Interest Rates in Turkey", **The Central Bank of Republic of Turkey, Discussion Paper**, No:9902, 1999.

BORATAV Korkut , "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 186, (Eylül,2001).

BORATAV Korkut ve Yılmaz Akyüz, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 197, (Ağustos, 2002).

BRAINARD Lael, "Capitalism Unhinged", **Foreign Affairs**, Vol: 81, No: 1, (January-February 2002).

BUSTELO Pablo, Clara Garcia and Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999)", **ICEI (Instituto Complutense De Estudios Internacionales), Working Paper** No: 16, (November, 1999).

BLANCHARD Olivier Jean and Stanley Fischer, **Lectures on Macroeconomics**, Cambridge M. A.: MIT Press, 1989.

CALVO Guillermo A. and Carmen M. Reinhart, "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate and Dollarization", **Finance and Development**, Vol: 36, No: 3, (September, 1999).

CALVO Guillermo A., Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart, "Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", **IMF Staff Papers**, Vol: 40, No: 1, 1993.

CALVO Guillermo A., Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol: 10, No: 2, (Spring, 1996).

CAPRIO JR. Gerard and Patrick Honohan, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 13, No: 4, 1999.

CELASUN Merih, "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001", **Doğu Batı**, Yıl: 4, Sayı: 17, (Kasım-Aralık-Ocak 2001-02).

CHANG Roberto and Andres Velasco, "The Asian Liquidity Crisis", **NBER Working Paper**, No: 6796, (November, 1998).

CHANG Roberto Chang and Andres Velasco, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy", **NBER Working Paper**, No: 7272, (July, 1999).

CHOSSUDOVSKY Michel, "Yapısal Uyumdan Yoksulluğa Karşı Mücadeleye: Uluslararası Para Fonu'nun Yıkıcı İnatçılığı", (çev.) Melek Fırat, **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt. 16, Sayı. 148, (Ekim, 1992).

CORREIA Isabel and Pedro Teles, "The Optimal Inflation Tax", **Federal Reserve Bank of Minneapolis, Discussion Paper**, No: 123, (August, 1997), (<http://minneapolisfed.org/research/dp/dp123.pdf>).

CORSETTI Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Who Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", **Japan and the World Economy**, Vol: 11, No: 3, 1999.

CORSETTI Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis", **European Economic Review**, Vol: 43, No: 7, (June, 1999).

CUKIERMAN Alex and Steven B. Webb, "Political Influence on the Central Bank: International Evidence", **The World Bank Economic Review**, Vol: 9, No: 3, (September, 1995).

ÇAĞLAR Ünal, **Döviz Kurları, Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul: Alfa Yayınları, (Ekim, 2003).

ÇAKMAN Kemal ve Umut Çakmak, "1989 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Kriz Dinamikleri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 213, (Aralık, 2003).

DE GREGORIO Jose and Pablo E. Guidotti, "Financial Development and Economic Growth", **World Development**, Vol: 23, No: 3, 1999.

DEMETRIADES Panicos O. and A. Khaled Hussein, "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries", **Journal of Development Economics**, Vol: 51, No:2, (December, 1996).

DEMİR Gülten, **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul: Der Yayınları, 1999.

DEMIRGUC-KUNT Aslı and Enrica Detragiache, "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", **IMF Staff Papers**, Vol: 45, No: 1, 1998.

DEVLET İSTATİSTİK ENSTİTÜSÜ, **Ekonomik ve Finansal Göstergeler**. (www.die.gov.tr).

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003**. (www.dpt.gov.tr).

DICKEY David. A. and William. A. Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root", **Journal of the American Statistical Association**, Vol: 74, 1979.

DICKEY David. A. and William. A. Fuller, "Likelihood Ratio Statistical for Autoregressive Time Series With Unit Root", **Econometrica**, Vol: 49, 1981.

DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, **Dünya Ekonomileri Bülteni**, Sayı: 13, (Nisan, 1998).

DOĞRUEL A. Suut ve Fatma Doğruel, "Türkiye'de Büyüme ve Makroekonomik İstikrar", (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan, **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003.

DOĞUKANLI Hatice, **Uluslararası Finans**, Adana: Nobel Kitabevi, 2001.

DOOLEY Michael P., "A Model of Crises in Emerging Markets", **The Economic Journal**, Vol: 110, No: 460, 2000.

DORNBUSCH Rudiger and Stanley Fischer, **Macroeconomics**, Sixth Edition, New York: McGraw-Hill Inc., 1994.

DORNBUSCH Rudiger, "Capital Controls: An Idea Whose Time Is Past", **Princeton University, Essays in International Finance**, No: 207, 1998.

DORNBUSCH Rudiger, "Collapsing Exchange Rate Regimes", **Journal of Development Economics**, Vol: 27, No: 1-2, (October, 1987).

DORNBUSCH Rudiger, "Mexico: How to Recover Stability and Growth", (edt.) R. Dornbusch, **Stability, Debt and Reform**, New Jersey: Prentice Hall, 1993.

DZIOBEK Claudia, "Market Based Policy Instruments for Systemic Bank Restructuring", **IMF Working Paper**, No: 98/113, (August, 1998).

EDWARDS Franklin R. and Frederic S. Mishkin, "The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, No: 2, (July, 1995).

EDWARDS Sebastian, "Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin America Experiences", **NBER Working Paper**, No: 6800, (November, 1998).

EDWARDS Sebastian, "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?", **NBER Working Paper**, No: 6334, (December, 1997).

EDWARDS Sebastian, "Trade Liberalization Reforms in Latin America", (edt.)Graham Bird and Ann Helwege **Latin America's Economic Future**, London: Academic Press., 1994.

EĞİLMEZ Mahfi ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, 4. b., İstanbul: Om Yayınevi, 2003.

EICHENGREEN Barry, **Globalizing Capital, A History of the International Monetary System**, New Jersey: Princeton University Press, 1996.

EICHENGREEN Barry, **Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda**, Washington, DC: Institute for International Economics, 1999

EICHENGREEN Barry,"Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand?", **ASEAN Economic Bulletin**, Vol: 17, No: 2, (August, 2000).

EKİNCİ Nazım, “Türkiye’de 1980 Sonrasında Para Politikaları”, (der.) İzzettin Önder ve diğerleri., **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İstanbul: Tarih Vakfı/Yurt Yayınları, 1993.

EKZEN Nazif, “Cumhuriyet’in Ortaçağı: Kamu Ekonomisinde Finansman Politikası Aracı Olarak İç Borçlanma (1984-1999)”, (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan , **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003.

EROĞLU Nadir, “Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri”, (der.) Alkan Soyak, **Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, İstanbul: Om Yayınevi, 2002.

ERCAN Fuat, “Bankalar ve Banka Sermayesinin Analizi İçin Alternatif Bir Çerçeve”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 417, (Eylül, 2002).

ERDÖNMEZ ATAMAN Pelin, “Sistemik Banka Yeniden Yapılandırılmasına Teorik Yaklaşım”, **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu**, Çalışma Raporu, (Haziran, 2001).

ERDÖNMEZ ATAMAN Pelin ve Burçak Tulay, **Seçilmiş Ülkelerde Borç Yeniden Yapılandırması Uygulamaları**, TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu, İstanbul: (Mart, 2001).

ERTÜRK Emin, **Uluslararası İktisat**, 2.b., İstanbul: Alfa Basım Yayım, (Eylül, 2001).

ESEN Oğuz, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı: 145, (Nisan, 1998).

ESEN Oğuz, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri”, **Türk-İş Ekonomide Durum**, (Kış, 1997).

FİSUNOĞLU Mahir, “1990-1999 Yılları Arasında Merkez Bankası ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler ve Para Politikası Üzerine Gözlemler”, (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan , **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003.

FISCHER Stanley, “Reforming the International Financial System”, **Economic Journal**, Vol: 109, No: 459, (November, 1999).

FISCHER Stanley, “Modern Approach to Central Banking”, **NBER Working Paper**, No: 5064, 1995.

FISCHER Stanley, “Financial System Soundness”, **Finance and Development**, Vol: 34, No: 1, (March, 1997).

FISCHER Stanley, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", **Finance and Development**, Vol: 38, No: 2, (June, 2001).

GALBIS Vincente, "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach", **Journal of Development Studies**, Vol: 12, No: 2, 1977.

GOODMAN John B., "Politics of Central Bank Independence", **Comparative Politics**, Vol: 23, No: 3, 1991.

GRABEL Ilene, "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, Vol: 9, No: 2, 1995.

GRABEL Ilene, "Fast Money, Noisy Growth: A Noise-Led Theory of Development", **Review of Radical Political Economics**, Vol: 25, No: 1, 1993.

GRABEL Ilene, "Assessing the Impact of Financial Liberalization on Stock Market Volatility In Selected Developing Countries", **Journal of Development Studies**, Vol: 31, No: 6, 1995.

GRABEL Ilene, "Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies", prepared for a conference on "Financialization of the Global Economy", **PERI (Political Economy Research Institute)**, Amherst, Massachusetts: University of Massachusetts, (December 7-8, 2001).

GRABEL Ilene, "Marketing the Third World: The Contradictions of Portfolio Investments in the Global Economy", **World Development**, Vol: 24, No: 11, 1996.

GREENWALD Bruce, Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations", **American Economic Review**, Vol: 74, No: 2, 1984.

GUJARATI Damodar N., **Basic Econometrics**, 3rd. ed., New York: McGraw-Hill Inc., 1995.

GÜVEN Samih, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 185, (Ağustos, 2001).

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, **2001 Yılı Yabancı Sermaye Raporu**, Ankara: 2001. (http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/ybs_rapor.pdf)

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, **Hazine İstatistikleri 1980-2002** (www.hazine.gov.tr).

HENDERSON Callum, **Asya'nın Çöküşü**, (çev.) Meral Gönenç, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2000.

HİÇ Mükerrerem, **Para Teorisi ve Politikası**, 9. b., İstanbul: Filiz Kitabevi, 1994.

IMF, **World Economic Outlook 1993, World Economic and Financial Surveys**, (May, 1993), (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1993/01/index.htm).

IMF, **World Economic Outlook 1997, World Economic and Financial Surveys**, (October, 1997), (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1997/02/index.htm).

IMF, **World Economic Outlook 1999, World Economic and Financial Surveys**, (May, 1999), (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/index.htm).

IMF, **World Economic Outlook 2000, World Economic and Financial Surveys**, (October, 2000). (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/index.htm).

IMF, **World Economic Outlook 2001, World Economic and Financial Surveys** (October, 2001). (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2001/02/index.htm).

IMF, **World Economic Outlook 2003, World Economic and Financial Surveys**, (September, 2003). (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/index.htm).

IMF, **World Economic Outlook 2004, World Economic and Financial Surveys**, (April, 2004). (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/index.htm).

IMF, **International Financial Statistics**, International Monetary Fund, Washington, D.C., (March, 2003).

IMF, “Krueger Floats International Workout Mechanism”, **IMF Survey**, Vol: 30, No: 23, (10th November, 2001).

IMF, “Resolving and Preventing Financial Crisis: The Role of the Private Sector”, **International Monetary Fund, Staff Paper**, No: 01 / 02, (26 March 2001), (<http://www.imf.org/external/np/exr/rb/2001/032601.htm>)

İPEKER Melih, “ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, (Mart, 2002).

ITO Takatoshi, **Toward New International Financial Architecture: An Asian Perspective**, February 2002, (<http://www.rbnz.govt.nz/research/fellowship/Ito28feb.pdf>).

İZGİ KOĞAR Çiğdem, “Financial Innovations and Monetary Control”, **The Central Bank of Republic of Turkey, Discussion Paper**, No. 9515,(May, 1995).

İZMİRLİOĞLU Akın, **Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları**, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayını, 2000.

KAMINSKY Graciela L. and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems”, **American Economic Review**, Vol: 89, No: 3, (June, 1999).

KAMINSKY Graciela L. and Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, Vol: 88, No: 2, (May, 1998).

KANE Edward J. and Aslı Demirgüç-Kunt, "Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?", **NBER Working Paper**, No: 8493, 2001.

KAPLAN Cafer, "Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği", **TCMB, Tartışma Tebliği**, No. 9910, (Nisan, 1999).

KAPUR Basant Kumar, "Formal and Informal Financial Markets and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy In Less Developed Countries", **Journal of Development Economics**, Vol: 38, No: 1, (January, 1992).

KAPUR Basant Kumar, "Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies", **Journal of Political Economy**, Vol. 84, No. 4, 1976.

KAPUR Basant Kumar, "Optimal Financial and Foreign Exchange Liberalization of Less Developed Economies", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 98, 1983.

KAR Muhsin and Eric J. Pentecost, "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue", **Loughborough University Department of Economics Economic Research Papers**, No: 00/27, (December, 2000).

KARABULUT Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul: Der Yayınları, 2002.

KARACAN Ali İhsan, **Finans, Ekonomi ve Politika**, Ankara: Creative Yayıncılık, 1997.

KAYA Yasemin Türker, "Türk Bankacılık Sektöründe Kârlılığın Belirleyicileri, 1997-2000", **BDDK Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporu**, No: 2002/1, (Haziran, 2002).

KAZGAN Gülten , **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri**, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1994.

KAZGAN Gülten, **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1999.

KENEN Peter B., "The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives", **International Finance**, Vol: 5, No: 1, (Spring, 2002).

KEYDER Nur, **Para: Teori Politika ve Uygulama**, 7. b., Ankara: Bizim Büro Basımevi, 2000.

KING Robert G. and Ross Levine, "Finance: Schumpeter and Growth Might Be Right", **Quarterly Journal of Economics**, Vol: 108, No: 3, (August, 1993).

KİRMANOĞLU Hülya, “Mali Sistemler ve Devlet Borçlanması”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansı**, Seri: 34, 1993.

KLEIN Michael and Giovanni Olivie, “Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth”, **NBER Working Papers**, No: w7384, (October, 1999).

KLINGEBIEL Daniela, Stijn Claessens and Luc Laeven, “Resolving Systemic Financial Crises: Policies and Institutions”, **World Bank Working Paper**, No: 3377, (August, 2004).

KLINGEBIEL Daniela, “The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experiences”, **World Bank Working Paper**, No: 2284, (February, 2000).

KNIGHT Malcolm, “Developing Countries and the Globalization of Financial Markets”, **IMF Working Paper** No. 98/ 105, (July, 1998).

KONURALP Gürel, **International Investments**, İstanbul: Ser Ofset, 1999.

KÖNE Aylin Çiğdem, “Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 2, 2003.

KROL Robert, “The International Monetary Fund Deters Free Capital Flows”, **USA Today Magazine**, Vol: 130, No: 2678, (November, 2001).

KRUEGER Anne, **International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**, Washington DC: International Monetary Fund, (12th November, 2001).

KRUGMAN Paul, “A Model of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol:11, No:3, (August, 1979).

KRUGMAN Paul, “The Confidence Game”, **The New Republic**, No: 5, (October, 1998).

KRUGMAN Paul, “Saving Asia: It’s Time to Get Radical”, **Fortune**, No: 7, (September, 1998).

KRUGMAN Paul, “The Return of Economic Depression”, **Foreign Affairs**, Vol: 78, No: 1, (January-February, 1999).

KRUGMAN Paul R. and Maurice Obstfeld, **International Economics: Theory and Policy**, 2nd ed., New York: Harper-Collins Publishers Inc., 1991.

LANE Timothy, “The Asian Financial Crisis: What Have We Learned?”, **Finance and Development**, Vol: 36, No: 3, (September 1999).

LEVINE Ross, "Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, Vol: 35, No: 2, (June 1997).

LIPSEY E. Robert, "Foreign Direct Investors in Three Financial Crises", **NBER Working Paper**, No: 8084, (January, 2001).

LOPEZ-MEJIA Alejandro, "Large Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses", **Finance and Development**, Vol. 36, No. 3, (September, 1999).

LUCAS Charles, "Financial Innovation", **IMF: Current Legal Issues Affecting Central Banks**, ed. Robert C. Effors, Vol: 2, 1994.

JUNG Woo S., "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", **Economic Development and Cultural Change**, Vol: 34, No: 22, 1986.

MACKINNON James G., "Critical Values for Co-integration Tests", **University of California San Diego Discussion Paper**, No: 90-4, 1990.

MACKINNON James G., "Critical Values for Cointegration Tests", in R. F. Engle and C. W. J. Granger (eds.) **Long-Run Economic Relationships- Reading in Cointegration**, Oxford University Press., 1991.

MALİYE BAKANLIĞI, **2003 Yıllık Ekonomik Rapor**, (www. maliye.gov.tr.).

MANKIW N. Gregory, **Macroeconomics**, New York: Worth Publishers, 1992.

MAS Ignacio, "Central Bank Independence: A Critical View from a Developing Country Perspective", **World Development**, Vol: 23, No: 10, (October, 1995).

MATHIESON Donald J., "Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", **IMF Staff Paper**, No. 26, 1979.

MATHIESON Donald J., "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", **Journal of Development Economics**, Vol. 7, No. 3, 1980.

McKINNON Ronald I., **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C.: The Brooking Institution, 1973.

McKINNON Ronald I., "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks", **Stanford University, Department of Economics, Working Papers**, No. 98004, (February, 1998).

McKINNON Ronald I. and Huw Pill, "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", **American Economic Review**, Vol. 87, No. 2, (May, 1997).

McKINNON Ronald I. and Huw Pill, "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", **Oxford Review of Economic Policy**, Vol: 15, No: 3, 1999.

McNEES S. K., "Forecasting Accuracy of Alternative Techniques: A Comparison of US Macroeconomic Forecasts", **Journal of Business and Economic Statistics**, Vol: 4, 1986.

McLEAN Ben and Sona Shrestha, "International Financial Liberalization and Economic Growth", **Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper**, No. 2002/03, (January, 2002).

MERTLOCK Geof , "Corporate Governance in the Financial Sector", **Reserve Bank of New Zealand Bulletin**, Vol: 65, No: 2, (June, 2002).

MERTRON Robert and Zvi Bodie, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", **The Global Financial System: A Functional Perspective**, (edt.) Crane B. Dwight, Boston M. A. : Harvard Business School Press. , 1995.

MILLER Merton H., **Financial Innovations and Market Volatility**, Cambridge: Blackwell Publishers, 1992.

MINSKY Hyman P., "The Financial- Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", **Financial Crises: Theory, History and Policy**, (edt.) Charles P. Kindleberger and Jean- Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

MISHKIN Frederic S., **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Fifth Edition, New York: Addison-Wesley Publishing Co., 1998.

MISHKIN Frederic S., "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", **NBER Working Paper**, No: 8087, (January, 2001).

MISHKIN Frederic S., "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", **NBER Working Paper**, No. 6390, (January, 1998).

MISHKIN Frederic S., "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 13, No: 4, 1999.

MISHKIN Frederic S., "Preventing Financial Crises on International Perspective", **NBER Working Paper**, No. 4636, 1998.

MISHKIN Frederic S., "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper** , No: 7044, (March, 1999).

MISHRA Deepak, Ashoka Mody and Antu Panini Murshid, "Private Capital Flows and Growth", **Finance and Development**, Vol: 38, No: 2, (June, 2001).

MOLLER-NIELSEN J. Uiff, Erik Strojger Madsen and Kurt Pedersen, **International Economics: The Wealth of Open Nations**, London: McGraw-Hill Book Company, 1995.

MUSSA Michael, Alexander Swoboda, Jeromin Zettelmeyer and Olivier Jeanne, "Moderating Fluctuations in Capital Market Economies", **Finance and Development**, Vol: 36, No: 3, (September, 1999).

NISKANEN William A., "Reshaping the Global Financial Architecture: Is There A Role for the IMF?", **CATO Journal**, Vol: 18, No: 3, (Winter, 1999).

NORD Roger, "Central and Eastern Europe and the New Financial Architecture", **Finance and Development**, Vol: 37, No: 3, (September, 2000).

OBSTFELD Maurice, "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises", **American Economic Review**, Vol: 76, No: 1, 1986.

OBSTFELD Maurice, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol: 12, No: 4, (Autumn, 1998).

OBSTFELD Maurice and Kenneth Rogoff, "The Miracle of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 9, No: 4, 1995.

OBSTFELD Maurice and Alan M. Taylor, "Globalization and Capital Markets", **NBER Working Paper**, No. 8846, (March 2002).

OCAMPO Jose Antonio, "Shaping An International Financial Architecture", **Southbulletin**, No: 12, 2002,
(<http://www.southcentre.org/info/southbulletin/bulletin12/southbulletin12.02.htm>).

OKSAY Suna, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", **Öneri**, (Haziran, 2000).

ORHAN Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset, 2003.

ÖZATAY Fatih, Emin Öztürk ve Güven Sak, "1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları", **TÜSİAD Yayınları**, Yayın No: TÜSİAD- T/96-1/189, İstanbul: (Ocak,1996).

ÖZATAY Fatih, Emin Öztürk ve Güven Sak, **1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları**, İstanbul: TÜSİAD Yayınları, Yayın No: T/96/1/189, İstanbul: (Ocak, 1996).

ÖZBEK Dilek, **Uluslararası Para Sistemi: Teori ve Politika**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 1999.

ÖZBİLEN Şevki, "Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri", **Finans Dünyası**, Sayı 132, (Aralık, 2000).

ÖZKAN Gülçin F. and Alister Sutherland, "A Currency Crisis Model With an Optimizing Policymaker", **Journal of International Economics**, Vol: 44, No: 2, 1998.

PARASIZ M. İlker, **Uluslararası Para Sistemi**, Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayını, No: 25, 1989.

PATRICK Hugh T., “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol: 14, No: 2, 1966.

PAYA Merih, **Makro İktisat**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1997.

PERRON Pierre, “The Great Crash, The Oil Price Shock and The Unit Root Hypothesis”, **Econometrica**, Vol: 57, No: 6, 1989.

PESENTI Paolo and Cedric Tille, “The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, **Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) Economic Policy Review**, (September, 2000).

POSEN Adam S., “Declaration Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence”, **NBER Macroeconomics Annual 1995**, 1995.

RADELET Steven and Jeffrey Sachs, “The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Propects”, **Working Paper: Harvard Institute for International Development**, (March, 1998).

RODRIK Dani, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler**, İstanbul: Sabah Kitapları, 1999.

RODRIK Dani and Anders Velasco, “Short-Term Capital Flows”, **Annual World Bank Conference on Development Economics 1999**, (December, 2000).

ROSIER Bernard Rosier, **İktisadi Kriz Kuramları**, (çev.) Nurhan Yentürk, İstanbul: İletişim Yayınları, 1994.

SACHS Jeffrey and Steven Radelet, “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, **NBER Working Paper**, No: 6680, (August, 1998).

SAK Güven, **Public Policies Towards Financial Liberalization: Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 22, 1995.

SAK Güven, “Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerine Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 110, (Mayıs, 1995).

SARGENT Thomas J. and Neil Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol: 5, No: 3, Fall 1981. (<http://research.mpls.frb.fed.us/research/qr/qr531.pdf>).

SASSEN Saskia, **The Global City**, New Jersey: Princeton University Press, 1991.

SAYILGAN Şevket, "Uluslararası Finansal Entegrasyon Süreci ve Ekonomik Sonuçları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı 12, (Aralık, 1998).

SAYILGAN Şevket, "Uluslararası Finansal Krizler ve Globalleşme İlişkisi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 37, (Şubat, 2000).

SCHIOPPA T. Padoa and Fabrizio Saccomanni, "Managing a Market-led Global Financial System", **Managing the World Economy**, (edt.) Peter B. Kenen, Washington DC: Institute for International Economics, 1994.

SCHMIDT-MAHR Udo, "Rationing Versus Collateralization in Competitive and Monopolistic Credit Markets With Asymmetric Information", **European Economic Review**, Vol 41, 1997.

SEYİDOĞLU Halil, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, 14. b., İstanbul: Güzem Yayınları, 2001.

SEYİDOĞLU Halil , **Uluslararası Finans**, 3. b., İstanbul: Güzem Yayınları, 2001.

SHAW Edward, **Financial Deepening in Economic Development**, New York: Oxford University Press, 1973.

SIMS Cristopher A., "Macroeconomics and Reality", **Econometrica**, Vol: 48, No: 1, (January, 1980).

SIMS Cristopher A., "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", **European Economic Review**, Vol: 36, 1992.

SIMS Cristopher A. and Eric M. Leeper, "Toward A Modern Macroeconomic Model Usable For Policy Analysis", **NBER Working Paper**, No: 4761, (June, 1994).

SINGH Ajit, "Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development", **The Economic Journal**, Vol: 107, No: 2, (May, 1997).

SINGH Ajit, "Asian Capitalism and the Financial Crises", **CEPA, Working Papers**, Series 3, No: 10, New York: New School for Social Research, (October, 1998).

SOYAK Alkan ve Cengiz Bahçekapılı, " İktisadi Krizler-IMF Politikaları İlişkisi ve Finance and Development Dergisi'ndeki Yansımaları", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 144, (Mart, 1998).

SÖNMEZ Sinan, "Türk İktisat Politikalarındaki Çıpa: Dış Borçlanma", (der.) Ahmet H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan, **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003.

STERN Ernest and Terence J. Checki, "Financial Crises in the Emerging Markets: The Roles of the Public and Private Sectors", **Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance**, Vol: 6, No: 13, (November, 2000).

STIGLITZ Joseph E. and Amar Bhattacharya, "The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm", **Finance and Development**, Vol: 36, No: 3, (September, 1999).

STIGLITZ Joseph E., **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, (çev.) Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, İstanbul: Plan B Yayıncılık, (Ekim, 2002).

STIGLITZ Joseph E. and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **American Economic Review**, Vol: 71, No: 3, 1981.

STUDART Rogerio, "Financial Repression and Economic Development: Towards a Post-Keynesian Alternative", **Review of Political Economy**, Vol: 5, No: 3, 1993.

SUMMERS Lawrence H., "Building an International Financial Architecture for the 21st Century", **CATO Journal**, Vol: 18, No: 3, (Winter, 1999).

SWOBODA Alexander, "Reforming the International Architecture", **Finance and Development**, Vol:36, No: 3, (September, 1999).

ŞAHİN Hüseyin, **Türkiye Ekonomisi**, 7. b., Bursa: Ezgi Kitabevi, 2002.

TAKAN Mehmet, **Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yönetim**, 2.b., Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, (Kasım, 2002).

TAYLOR Lance, **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World**, New York: Basic Books, 1983.

TAYLOR Lance, "Editorial: The Revival of the Liberal Creed-The IMF and the World Bank in a Globalized Economy", **World Development**, Vol: 25, No: 2, 1997.

TAYLOR Lance, "The Consequences of Capital Liberalization", **Challenge**, Vol: 43, No: 6, (November/December, 2000).

TBB, **40. Yıl Kitabı, 1980-1997 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi**, İstanbul: TBB Yayını, 1998.

TBB, "Son Dönemde Bankacılık Alanında Gerçekleştirilen Yasal ve Düzenleyici Değişiklikler", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını**, (Aralık, 2001). (www.tbb.org.tr).

TBB, "Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar: Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması", **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayını**, (Nisan, 2001). (www.tbb.org.tr).

TBB, **2002 Yılı Bankalarımız Kitabı**, (www.tbb.org.tr).

TCMB, **The Impact of Globalization on the Turkish Economy**, Ankara: 2002.

TCMB, **Elektronik Veri Dağıtım Sistemi** (www.tcmb.gov.tr).

TUNÇ Güngör, “Asya Krizi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 36, Sayı: 5, (Mayıs 1999).

TURAN Gül Günver, **Uluslararası Para Sistemi-Dünü ve Bugünü**, Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, 1990.

TÜRKOĞLU Faruk, “Krizin Ayak Sesleri”, **Görüş Dergisi**, Sayı: 47, 2001.

UNCTAD, **World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives**, United Nations, New York and Geneva: 2003.

UYGUR Ercan, “2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler”, **A. Ü. Mülkiye Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 227, 2001.

UZUNOĞLU Sadi, Kerem Alkin ve Can F. Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, No.6, 1995.

vanWIJNBERGEN Sveder, “Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea”, **Journal of Development Economics**, Vol: 10, No: 2, (April, 1982).

vanWIJNBERGEN Sveder, “Interest Rate Management in LDC’s”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 12, No. 3, (September, 1983).

vanWIJNBERGEN Sveder, “Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy”, **Journal of Development Economics**, Vol. 13, No. 1-2, (August-October, 1983).

VARIAN Hal R., **Intermediate Microeconomics A Modern Approach**, Third Edition, New York: W. W. Norton and Co. Publishers, 1993.

VELASCO Anders, “Financial Crises and Balance of Payments Crises”, **Journal of Development Economics**, Vol: 27, 1987.

VILLANUEVA Delano and Abbas Mirakhor, “Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization and Bank Supervision in Developing Countries”, **IMF Staff Papers**, Vol: 37, No: 3, 1990.

VOYVODA Ebru and Erinç Yeldan, “Managing Turkish Debt: An OLG Investigation of the IMF’s Fiscal Programming Model for Turkey”, (June, 2003). ([http:// www.bilkent.edu.tr/yeldane/V&Y_JPM2003-3.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/yeldane/V&Y_JPM2003-3.pdf)).

WELLER Christian E., “Financial Crises After Financial Liberalisation: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?”, **Journal of Development Studies**, Vol: 38, No: 1, (October, 2001).

WILLIAMSON John, "What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?", **The World Bank Research Observer**, Vol: 15, No: 2, (August, 2000).

WORLD BANK, "Global Development Finance: Building Coalitions for Effective Development Finance", **The World Bank**, Washington D.C.: 2001.

WORLD BANK, **Entering the 21st Century, World Development Report 1999/2000**, New York: Oxford University Press, 2000.

YAY Turan, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz (haz.), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No: 2001-47, (Aralık, 2001).

YELDAN Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.

YELDAN Erinç, "Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", **Doğu-Batı Dergisi**, Sayı: 17,(Kasım-Aralık-Ocak, 2001-02).

YENTÜRK Nurhan, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, (Aralık, 2003).

YENTÜRK Nurhan, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", **İktisat**, Sayı 366-367, (Nisan-Mayıs, 1997).

YENTÜRK Nurhan, "Birikimin Kaynakları", Ahmet. H. Köse, Fikret Şenses ve Erinç Yeldan (der.), **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003.

YOUNG Alwyn, "A Tale of Two Cities: Factor Accumulation and Technical Change in Hong Kong and Singapore", (edt.) O. J. Blanchard and S. Fischer, **NBER Macroeconomic Annual**, Cambridge, MA: The MIT Press, 1992.

YOUNG Alwyn, "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience", **Quarterly Journal of Economics**, Vol: 110, (August, 1995).

ÖZGEÇMİŞ

Çalışmayı gerçekleştiren Hakan Rodoplu 12.10.1963 tarihinde Yalova'da doğmuştur. İlk ve orta öğrenimini Yalova'da tamamlamıştır. Lisans eğitimini 1980-1985 yılları arasında O.D.T.Ü. İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü'nde tamamlamıştır. Askerlik görevi sonrasında 1987-1995 yılları arasında özel sektörde orta kademe yöneticilik yapmıştır. Yüksek lisans eğitimini 1995-1998 yılları arasında Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim dalında tamamlamıştır. 1995-1997 yılları arasında Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü'nde, Kasım 1997 tarihinden bugüne kadar ise Kocaeli Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü'nde öğretim görevlisi olarak görev yapmaktadır.