

## ÖNSÖZ

Öncelikle, bu tezin oluşmasında desteğini ve sabrını benden esirgemeyen sayın tez danışmanım Prof. Dr. Cemil Ertuğrul'a, tezin en önemli noktasını oluşturan ampirik sınaama bölümünde ve verilerin düzenlenmesinde yardımını esirgemeyen sevgili arkadaşım Kurtuluş Bozkurt'a teşekkürlerimi sunuyorum. Ve tabî ki hem maddi hem de manevi desteklerini ve sevgilerini hiçbir zaman esirgemeyen, zor anlarımda hep yanımda olan sevgili aileme teşekkür ediyorum. Anlayış ve sabırlarıyla, yeri geldiğinde emekleriyle bana destek olan iş arkadaşlarım ve kıymetli insanlar Hakkı Tatoğlu ve Şeref Sankur'a minnettarlığımı sunuyorum. Ve sevgili eşim... İyi ki varsın.

Özgür BALMUMCU

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	I
İÇİNDEKİLER.....	II
ÖZET.....	VII
ABSTRACT.....	VIII
ŞEKİLLER VE TABLOLAR DİZİNİ.....	IX
KISALTMALAR DİZİNİ.....	XI
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞME VE KÜRESEL SÜRECİN ORTAYA ÇIKIŞI

1. KÜRESELLEŞME.....	4
1.1. Küreselleşme Kavramı ve Anlamı.....	4
1.2. Kapitalizmin Küreselleşmesi.....	5
1.3. Küresel Sürecin Temel Unsurları.....	11
1.3.1. Bilgi ve Teknoloji Devrimi.....	12
1.3.2. Finans Devrimi.....	13
1.3.3. Ulus Devlet Anlayışında Meydana Gelen Değişim.....	15
2. KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE AZGELİŞMİŞ ÜLKELER.....	17
2.1. Azgelişmiş Ülkelerin Küreselleşme Sürecine Katılma Nedenleri.....	19

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LIBERALLEŞME VE FİNANSAL KRİZ

1. FİNANSAL LIBERALLEŞME.....	21
1.1. Neo-Klasik Dış Ticaret Teorisi.....	21
1.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımı.....	23
1.3. Gelişmekte Olan Ülkeler.....	25
1.3.1. Finansal Liberalleşmenin Etkileri.....	25
1.3.2. Sermaye Girişleri ve Ekonomik Etkileri.....	27
1.4. Bankacılık Sektörü .....	30
1.4.1. Rekabet ve Bankacılık Sektörü.....	30
1.4.2. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Bankacılık Sektörü.....	32
2. FİNANSAL KRİZ.....	33
2.1. Finansal Piyasalarda Var Olan Piyasa Başarısızlıkları.....	33
2.1.1. Asimetrik Bilgi.....	35
2.1.2. Ters Seçim.....	35
2.1.3. Ahlaki Tehlike.....	36
2.1.4. Sürü Davranışı.....	36
2.2. Finansal Krizler.....	38
2.2.1. Finansal Krizin Tanımı ve Türleri.....	38
2.2.1.1. Para Krizi.....	39
2.2.1.2. Bankacılık Krizi.....	40

2.2.1.3. Ödemeler Dengesi Krizi.....	41
2.2.2. Finansal Kriz Modelleri.....	41
2.2.3. Finansal Krizin Öncü Göstergeleri.....	44

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN FİNANSAL KRİZ DENEYİMLERİ

1. 1994-1995 MEKSİKA KRİZLERİ.....	49
1.1. Kriz Öncesi Dönem.....	49
1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	50
1.1.2. İç Borç Yönetimi.....	52
1.1.3. Sermaye Kontrolleri.....	53
1.2. Temel Yapı Dayanısızlıkları.....	54
1.2.1. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı.....	54
1.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanısızlıklar.....	56
1.3. Krizin Ortaya Çıkışı.....	60
1.3.1. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik.....	60
1.3.2. Mali Kriz.....	62
2. 1997 GÜNEY DOĞU ASYA KRİZLERİ.....	63
2.1. Kriz Öncesi Dönem.....	64
2.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	64

2.1.2. İç ve Dış Finansal Serbestleşme.....	68
2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar.....	71
2.2.1. Finansal Dayanaksızlık.....	73
2.2.2. Uluslararası Likidite Sıkıntısı.....	74
2.2.2.1. Uluslararası Likidite Eksikliğinin Ardındaki Faktörler.....	76
2.3. Dış Şoklar ve Tetikleyici Faktörler.....	79
2.3.1. Tayland'da Para Krizi.....	79
2.3.2. Bulaşma.....	81
2.3.3. Finansal Panikten Çöküşe.....	81
3. 1994 VE 2000-2001 TÜRKİYE KRİZLERİ.....	84
3.1. 1994 Krizi.....	84
3.1.1. Kriz Öncesi Dönem.....	85
3.1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	86
3.1.1.2. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı.....	90
3.1.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar.....	92
3.1.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik.....	93
3.2. 2000-2001 Krizleri.....	94
3.2.1. Kriz Öncesi Dönem.....	95
3.2.1.1. İstikrar Programının Kapsamı ve Hedefleri.....	96
3.2.1.2. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	98
3.2.1.3. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı.....	102

3.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar.....	105
3.2.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı, Finansal Panik ve Kasım Krizi.....	109
3.2.4. Şubat Krizi.....	111

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **AMPİRİK SINAMA**

1. EKONOMETRİK TAHMİN VE SONUÇLARI.....	116
1.1. Model.....	116
1.2. Veriler.....	118
1.3. Tahmin Sonuçları.....	118
SONUÇ.....	121
KAYNAKÇA.....	126

## ÖZET

Küreselleşme, ülkeler arasındaki iktisadi, sosyal ve siyasal ilişkilerin gelişmesi, farklı toplum ve kültürlerin inanç ve beklentilerinin daha iyi tanınması, uluslararası ilişkilerin yoğunlaşması gibi birbiriyle bağlantılı konuları içeren geniş bir kavramdır.

Finansal kriz, ters seçim ve ahlaki çöküntünün olumsuz şekilde ortaya çıktığı ve bu nedenle piyasaların tasarrufların etkin şekilde yatırıma dönüşmesi sürecinde etkisiz kaldığı durumdur. 1970'li yıllardan sonra uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu, sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması temeline dayanan uluslararası ekonomi politikaları geliştirmekte olan ülkeleri etkilemiştir. Fakat 1990'lı yıllardan sonra geliştirmekte olan ülkeler sık sık maliyetleri ağır olan finansal krizlerle karşılaşmışlardır.

Bu çerçevede, bu çalışmada temel olarak; küreselleşme, finansal liberalleşme ve geliştirmekte olan ülkelerin yaşadıkları finansal krizler ele alınmaktadır. Krizler üzerinde, kısa vadeli sermaye hareketlerinden ziyade cari açık ve kısa vadeli kamu borç stokunun etkili olduğu araştırılmaktadır.

Probit model tahminlerine ilişkin ampirik bulgularda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal kırılganlığı artırarak finansal krizlere sebep olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, temel yapı zayıflıklarının krizlerin ortaya çıkışında önemli bir etken olduğu belirlenmiştir. Ekonometrik tahminler, kısa vadeli kamu borç stokunun krizler üzerindeki etkisinin kısa vadeli sermaye hareketlerinden daha güçlü olduğunu göstermektedir. Öyleyse geliştirmekte olan ülke ekonomilerinde finansal krizlerin, finansal kırılganlığın ve makroekonomik dayanıksızlıkların arttığı bir ortamda ortaya çıktığı söylenebilir.

## ABSTRACT

Globalization is a comprehensive concept including the issues connected with each other such as improvement of social and political relations, being more knowledgeable about the different societies, their cultures and expectations, and International relations' being more intense.

Financial crisis is a state where the adverse selection and moral hazard appear; and hence, the markets remain inefficient with regards to turning savings into investments. After 1970s, integration of international financial markets affected the countries whose economic policies were developing in line with the idea of eliminating the blocks in front of the capital movements. However, after 1990s, developing countries have frequently been confronted with financial crises whose cost is fairly grave.

In this respect, In this study, primarily, globalization, financial liberalization, and the crises experienced by the developing countries are dealt with. Moreover, the truth of the idea that the reasons behind these crises are current deficit and short-term public dept rather than short-term capital movements is investigated.

Empirical findings about the estimations of Probit model show that short-term capital movements increase the financial fragility and cause financial crises. Moreover, it was found that basic structural weaknesses are an important factor in the emergence of the crises. Econometric predictions indicate that the effect of short-term public dept on the emergence of crises is stronger than that of short-term capital movements. So, it can be argued that the crises in developing countries appear in environments where financial fragility and macroeconomic weakness increase.



## ŞEKİLLER VE TABLOLAR DİZİNİ

### Sayfa No

#### ŞEKİLLER:

Şekil 1: Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıkların Ortaya Çıkışı.....	48
Şekil 2: Asya'da Krizler Para Çöküşü ve Finansal Çöküş.....	83

#### TABLolar:

Tablo 1: Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Banka Sayısı.....	34
Tablo 2: Meksika'nın Ödemeler Bilançosu (GSYİH'ya Oran %). ....	50
Tablo 3: Temel Yapı Dayanıksızlık Göstergeleri.....	56
Tablo 4: Meksika'da Kamu İç Borcu ve Ortalama Vadesi.....	59
Tablo 5: Asya'da Net Sermaye Akımları (GSYİH'ya Oran %). ....	65
Tablo 6: Asya'da Cari İşlemler Hesabı (GSYİH'ya Oran %). ....	66
Tablo 7: Asya'da Dış Borçlar (GSYİH'ya Oran %). ....	67
Tablo 8: Asya'da Kısa Vadeli Borçların Toplam İçindeki Payı (%). ....	68
Tablo 9: Asya'da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri Artış Hızı (%). ....	70
Tablo 10: Asya'da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri Artış Hızı (GSYİH'ya Oran %). ....	70
Tablo 11: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Uluslararası Rezervler.....	75
Tablo 12: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar / Uluslararası Rezervler (%). ....	76

Tablo 13: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Toplam Borç.....	77
Tablo 14: Türkiye'de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları).....	87
Tablo 15: Türkiye'de TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100).....	88
Tablo 16: Türkiye'de Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler.....	89
Tablo 17: Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (1994 Krizi).....	92
Tablo 18: Türkiye'de TEFE ve TÜFE Enflasyon Oranları ve Faiz Oranları.....	98
Tablo 19: Türkiye'de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları).....	100
Tablo 20: Türkiye'de Dış Borçlar.....	101
Tablo 21: Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (2000-2001 Krizi).....	105
Tablo 22: Türkiye'de Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı.....	107
Tablo 23: Türkiye'de Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları).....	108
Tablo 24: Probit Tahmin Sonuçları (1980-1998).....	119

## KISALTMALAR

<b>Kısaltma</b>	<b>Bibliyografik Bilgi</b>
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
b.	Baskı
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CİD	Cari İşlemler Dengesi
Çev.	Çeviren
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DB	Dış Borç
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HM	Hazine Müsteşarlığı
IMF	Uluslararası Para Fonu
I	Oran
i	Ülke
KVSH	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
KVKBS	Kısa Vadeli Kamu Borç Stoku
M2	Para Arzı
MFO	Mevduat Faiz Oranı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
t	Zaman
vd.	Ve diğerleri
Y	Milli Gelir
YP	Yabancı Para
$\Delta$	Büyüme Oranı

**T.C.**  
**MUĞLA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL KRİZLER**  
**VE**  
**KAMU BORÇ STOKU İLİŞKİSİ:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**HAZIRLAYAN**  
**Özgür BALMUMCU**

**DANIŞMAN**  
**PROF. DR. Cemil ERTUĞRUL**

**HAZİRAN, 2006**  
**MUĞLA**

T.C.  
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL KRİZLER  
VE  
KAMU BORÇ STOKU İLİŞKİSİ:  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**HAZIRLAYAN: ÖZGÜR BALMUMCU**

Sosyal Bilimler Enstitüsünde  
“Yüksek Lisans”  
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih :

Tezin Sözlü Savunma Tarihi :

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Cemil Ertuğrul

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Cemil Ertuğrul

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ömer Gürkan

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Erdoğan Gavcar

Enstitü Müdürü  
Prof. Dr. Ömer Gürkan

HAZİRAN, 2006  
MUĞLA

## YEMİN

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

...../...../.....

ÖZGÜR BALMUMCU

**YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ**  
**TEZ VERİ GİRİŞ FORMU**

**YAZARIN**

**MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.**

**Soyadı :** BALMUMCU

**Adı :** Özgür

**Kayıt No:**

**TEZİN ADI**

**Türkçe :** Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği

**Y. Dil :** Financial Crisis In The Process of Globalization and Relation of Public Dept Stock:  
Turkey As Example

**TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans**

**Doktora**

**Sanatta Yeterlilik**

**O**

**O**

**O**

**TEZİN KABUL EDİLDİĞİ**

**Üniversite :** T.C. Muğla Üniversitesi

**Fakülte :** İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

**Enstitü :** Sosyal Bilimler Enstitüsü

**Tarih :**

**TEZ YAYINLANMIŞSA**

**Yayımlayan :**

**Basım Yeri :**

**Basım Tarihi :**

**ISBN :**

**TEZ YÖNETİCİSİNİN**

**Soyadı, Adı :** Ertuğrul, Cemil

**Ünvanı :** Prof.Dr.

**TEZİN YAZILDIĞI DİL :** Türkçe

**TEZİN SAYFA SAYISI:** 134

**TEZİN KONUSU (KONULARI) :**

1. Küreselleşme
2. Finansal Liberalleşme
3. Finansal Krizler

**TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :**

1. Küreselleşme
2. Finansal Kriz
3. Kamu Borç Stoku

**İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:**

1. Globalization
2. Financial Crisis
3. Public Debt Stock

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir
- 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

**Yazarın İmzası :**

**Tarih : ...../...../.....**



**T.C.**  
**MUĞLA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL KRİZLER**  
**VE**  
**KAMU BORÇ STOKU İLİŞKİSİ:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**HAZIRLAYAN**  
**Özgür BALMUMCU**

**DANIŞMAN**  
**PROF. DR. Cemil ERTUĞRUL**

**HAZİRAN, 2006**  
**MUĞLA**

**T.C.**  
**MUĞLA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL KRİZLER**  
**VE**  
**KAMU BORÇ STOKU İLİŞKİSİ:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**HAZIRLAYAN: ÖZGÜR BALMUMCU**

**Sosyal Bilimler Enstitüsünde**  
**“Yüksek Lisans”**  
**Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih :**

**Tezin Sözlü Savunma Tarihi :**

**Tez Danışmanı : Prof. Dr. Cemil Ertuğrul**

**Jüri Üyesi : Prof. Dr. Cemil Ertuğrul**

**Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ömer Gürkan**

**Jüri Üyesi : Prof. Dr. Erdoğan Gavcar**

**Enstitü Müdürü**  
**Prof. Dr. Ömer Gürkan**

**HAZİRAN, 2006**  
**MUĞLA**

## YEMİN

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

...../...../.....

ÖZGÜR BALMUMCU

**YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ**  
**TEZ VERİ GİRİŞ FORMU**

**YAZARIN** **MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.**

**Soyadı** : BALMUMCU

**Adı** : Özgür

**Kayıt No:**

**TEZİN ADI**

**Türkçe** : Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği

**Y. Dil** : Financial Crisis In The Process of Globalization and Relation of Public Dept Stock: For Example Turkey

**TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans**

**O**

**Doktora**

**O**

**Sanatta Yeterlilik**

**O**

**TEZİN KABUL EDİLDİĞİ**

**Üniversite** : T.C. Muğla Üniversitesi

**Fakülte** : İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü

**Tarih** :

**TEZ YAYINLANMIŞSA**

**Yayımlayan** :

**Basım Yeri** :

**Basım Tarihi** :

**ISBN** :

**TEZ YÖNETİCİSİNİN**

**Soyadı, Adı** : Ertuğrul, Cemil

**Ünvanı** : Prof.Dr.

**TEZİN YAZILDIĞI DİL :** Türkçe

**TEZİN SAYFA SAYISI:** 135

**TEZİN KONUSU (KONULARI) :**

1. Küreselleşme
2. Finansal Liberalleşme
3. Finansal Krizler

**TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :**

1. Küreselleşme
2. Finansal Kriz
3. Kamu Borç Stoku

**İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:**

1. Globalization
2. Financial Crisis
3. Public Debt Stock

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir
- 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

**Yazarın İmzası :**

**Tarih :** ...../...../.....

## ÖNSÖZ

Öncelikle, bu tezin oluşmasında desteğini ve sabrını benden esirgemeyen sayın tez danışmanım Prof. Dr. Cemil Ertuğrul'a, tezin en önemli noktasını oluşturan ampirik sına ma bölümünde ve verilerin düzenlenmesinde yardımını esirgemeyen sevgili arkadaşım Kurtuluş Bozkurt'a teşekkürlerimi sunuyorum. Ve tabî ki hem maddi hem de manevi desteklerini ve sevgilerini hiçbir zaman esirgemeyen, zor anlarımda hep yanımda olan sevgili aileme teşekkür ediyorum. Anlayış ve sabırlarıyla, yeri geldiğinde emekleriyle bana destek olan iş arkadaşlarım ve kıymetli insanlar Hakkı Tatoğlu ve Şeref Sankur'a minnettarlığımı sunuyorum. Ve sevgili eşim... İyi ki varsın.

Özgür BALMUMCU

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	I
İÇİNDEKİLER.....	II
ÖZET.....	VII
ABSTRACT.....	VIII
ŞEKİLLER VE TABLOLAR DİZİNİ.....	IX
KISALTMALAR DİZİNİ.....	XI
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞME VE KÜRESEL SÜRECİN ORTAYA ÇIKIŞI

1. KÜRESELLEŞME.....	4
1.1. Küreselleşme Kavramı ve Anlamı.....	4
1.2. Kapitalizmin Küreselleşmesi.....	5
1.3. Küresel Sürecin Temel Unsurları.....	11
1.3.1. Bilgi ve Teknoloji Devrimi.....	12
1.3.2. Finans Devrimi.....	13
1.3.3. Ulus Devlet Anlayışında Meydana Gelen Değişim.....	15
2. KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE AZGELİŞMİŞ ÜLKELER.....	17
2.1. Azgelişmiş Ülkelerin Küreselleşme Sürecine Katılma Nedenleri.....	19

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LIBERALLEŞME VE FİNANSAL KRİZ

1. FİNANSAL LIBERALLEŞME.....	21
1.1. Neo-Klasik Dış Ticaret Teorisi.....	21
1.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımı.....	23
1.3. Gelişmekte Olan Ülkeler.....	25
1.3.1. Finansal Liberalleşmenin Etkileri.....	25
1.3.2. Sermaye Girişleri ve Ekonomik Etkileri.....	27
1.4. Bankacılık Sektörü .....	30
1.4.1. Rekabet ve Bankacılık Sektörü.....	30
1.4.2. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Bankacılık Sektörü.....	32
2. FİNANSAL KRİZ.....	33
2.1. Finansal Piyasalarda Var Olan Piyasa Başarısızlıkları.....	33
2.1.1. Asimetrik Bilgi.....	35
2.1.2. Ters Seçim.....	35
2.1.3. Ahlaki Tehlike.....	36
2.1.4. Sürü Davranışı.....	36
2.2. Finansal Krizler.....	38
2.2.1. Finansal Krizin Tanımı ve Türleri.....	38
2.2.1.1. Para Krizi.....	39
2.2.1.2. Bankacılık Krizi.....	40



2.2.1.3. Ödemeler Dengesi Krizi.....	41
2.2.2. Finansal Kriz Modelleri.....	41
2.2.3. Finansal Krizin Öncü Göstergeleri.....	44

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN FİNANSAL KRİZ DENEYİMLERİ

1. 1994-1995 MEKSİKA KRİZLERİ.....	49
1.1. Kriz Öncesi Dönem.....	49
1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	50
1.1.2. İç Borç Yönetimi.....	52
1.1.3. Sermaye Kontrolleri.....	53
1.2. Temel Yapı Dayanıksızlıkları.....	54
1.2.1. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı.....	54
1.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar.....	56
1.3. Krizin Ortaya Çıkışı.....	60
1.3.1. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik.....	60
1.3.2. Mali Kriz.....	62
2. 1997 GÜNEY DOĞU ASYA KRİZLERİ.....	63
2.1. Kriz Öncesi Dönem.....	64
2.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	64

2.1.2. İç ve Dış Finansal Serbestleşme.....	68
2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar.....	71
2.2.1. Finansal Dayanaksızlık.....	73
2.2.2. Uluslararası Likidite Sıkıntısı.....	74
2.2.2.1. Uluslararası Likidite Eksikliğinin Ardındaki Faktörler.....	76
2.3. Dış Şoklar ve Tetikleyici Faktörler.....	79
2.3.1. Tayland'da Para Krizi.....	79
2.3.2. Bulaşma.....	81
2.3.3. Finansal Panikten Çöküşe.....	81
3. 1994 VE 2000-2001 TÜRKİYE KRİZLERİ.....	84
3.1. 1994 Krizi.....	84
3.1.1. Kriz Öncesi Dönem.....	85
3.1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	86
3.1.1.2. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı.....	90
3.1.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar.....	92
3.1.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik.....	93
3.2. 2000-2001 Krizleri.....	94
3.2.1. Kriz Öncesi Dönem.....	95
3.2.1.1. İstikrar Programının Kapsamı ve Hedefleri.....	96
3.2.1.2. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler.....	98
3.2.1.3. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı.....	102

3.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar.....	105
3.2.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı, Finansal Panik ve Kasım Krizi.....	109
3.2.4. Şubat Krizi.....	111

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **AMPİRİK SINAMA**

1. EKONOMETRİK TAHMİN VE SONUÇLARI.....	116
1.1. Model.....	116
1.2. Veriler.....	118
1.3. Tahmin Sonuçları.....	118
SONUÇ.....	121
KAYNAKÇA.....	126

## ÖZET

Küreselleşme, ülkeler arasındaki iktisadi, sosyal ve siyasal ilişkilerin gelişmesi, farklı toplum ve kültürlerin inanç ve beklentilerinin daha iyi tanınması, uluslararası ilişkilerin yoğunlaşması gibi birbiriyle bağlantılı konuları içeren geniş bir kavramdır.

Finansal kriz, ters seçim ve ahlaki çöküntünün olumsuz şekilde ortaya çıktığı ve bu nedenle piyasaların tasarrufların etkin şekilde yatırıma dönüşmesi sürecinde etkisiz kaldığı durumdur. 1970'li yıllardan sonra uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu, sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması temeline dayanan uluslararası ekonomi politikaları geliştirmekte olan ülkeleri etkilemiştir. Fakat 1990'lı yıllardan sonra geliştirmekte olan ülkeler sık sık maliyetleri ağır olan finansal krizlerle karşılaşmışlardır.

Bu çerçevede, bu çalışmada temel olarak; küreselleşme, finansal liberalleşme ve geliştirmekte olan ülkelerin yaşadıkları finansal krizler ele alınmaktadır. Krizler üzerinde, kısa vadeli sermaye hareketlerinden ziyade cari açık ve kısa vadeli kamu borç stokunun etkili olduğu araştırılmaktadır.

Probit model tahminlerine ilişkin ampirik bulgularda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal kırılganlığı artırarak finansal krizlere sebep olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, temel yapı zayıflıklarının krizlerin ortaya çıkışında önemli bir etken olduğu belirlenmiştir. Ekonometrik tahminler, kısa vadeli kamu borç stokunun krizler üzerindeki etkisinin kısa vadeli sermaye hareketlerinden daha güçlü olduğunu göstermektedir. Öyleyse geliştirmekte olan ülke ekonomilerinde finansal krizlerin, finansal kırılganlığın ve makroekonomik dayanıksızlıkların arttığı bir ortamda ortaya çıktığı söylenebilir.

## ABSTRACT

Globalization is a comprehensive concept including the issues connected with each other such as improvement of social and political relations, being more knowledgeable about the different societies, their cultures and expectations, and International relations' being more intense.

Financial crisis is a state where the adverse selection and moral hazard appear; and hence, the markets remain inefficient with regards to turning savings into investments. After 1970s, integration of international financial markets affected the countries whose economic policies were developing in line with the idea of eliminating the blocks in front of the capital movements. However, after 1990s, developing countries have frequently been confronted with financial crises whose cost is fairly grave.

In this respect, In this study, primarily, globalization, financial liberalization, and the crises experienced by the developing countries are dealt with. Moreover, the truth of the idea that the reasons behind these crises are current deficit and short-term public dept rather than short-term capital movements is investigated.

Empirical findings about the estimations of Probit model show that short-term capital movements increase the financial fragility and cause financial crises. Moreover, it was found that basic structural weaknesses are an important factor in the emergence of the crises. Econometric predictions indicate that the effect of short-term public dept on the emergence of crises is stronger than that of short-term capital movements. So, it can be argued that the crises in developing countries appear in environments where financial fragility and macroeconomic weakness increase.

## ŞEKİLLER VE TABLOLAR DİZİNİ

Sayfa No

### ŞEKİLLER:

- Şekil 1: Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıkların Ortaya Çıkışı.....48
- Şekil 2: Asya'da Krizler Para Çöküşü ve Finansal Çöküş.....83

### TABLolar:

- Tablo 1: Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Banka Sayısı.....34
- Tablo 2: Meksika'nın Ödemeler Bilançosu (GSYİH'ya Oran %)...50
- Tablo 3: Temel Yapı Dayanıksızlık Göstergeleri.....56
- Tablo 4: Meksika'da Kamu İç Borcu ve Ortalama Vadesi.....59
- Tablo 5: Asya'da Net Sermaye Akımları (GSYİH'ya Oran %)...65
- Tablo 6: Asya'da Cari İşlemler Hesabı (GSYİH'ya Oran %)...66
- Tablo 7: Asya'da Dış Borçlar (GSYİH'ya Oran %)...67
- Tablo 8: Asya'da Kısa Vadeli Borçların Toplam İçindeki Payı (%)...68
- Tablo 9: Asya'da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri Artış Hızı (%)...70
- Tablo 10: Asya'da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri Artış Hızı (GSYİH'ya Oran %)...70
- Tablo 11: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Uluslararası Rezervler.....75
- Tablo 12: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar / Uluslararası Rezervler (%)...76

Tablo 13: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Toplam Borç.....	77
Tablo 14: Türkiye'de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları).....	87
Tablo 15: Türkiye'de TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100).....	88
Tablo 16: Türkiye'de Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler.....	89
Tablo 17: Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (1994 Krizi).....	92
Tablo 18: Türkiye'de TEFE ve TÜFE Enflasyon Oranları ve Faiz Oranları.....	98
Tablo 19: Türkiye'de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları).....	100
Tablo 20: Türkiye'de Dış Borçlar.....	101
Tablo 21: Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (2000-2001 Krizi).....	105
Tablo 22: Türkiye'de Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı.....	107
Tablo 23: Türkiye'de Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları).....	108
Tablo 24: Probit Tahmin Sonuçları (1980-1998).....	119

## KISALTMALAR

<b>Kısaltma</b>	<b>Bibliyografik Bilgi</b>
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
b.	Baskı
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CİD	Cari İşlemler Dengesi
Çev.	Çeviren
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DB	Dış Borç
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HM	Hazine Müsteşarlığı
IMF	Uluslararası Para Fonu
I	Oran
i	Ülke
KVSH	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
KVKBS	Kısa Vadeli Kamu Borç Stoku
M2	Para Arzı
MFO	Mevduat Faiz Oranı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
t	Zaman
vd.	Ve diğerleri
Y	Milli Gelir
YP	Yabancı Para
$\Delta$	Büyüme Oranı



## GİRİŞ

Küreselleşme hiç kuşkusuz günümüzün en moda kavramlarından biridir. Gerek bilimsel-akademik, gerekse siyasal-bürokratik düzlemlerde çeşitli vesilelerle kendisine en çok atf yapılan, en sık anılan kavramların başında küreselleşme gelmektedir. Seven ve destekleyen de, eleştirip karşı çıkan da bir şekilde kendisini küreselleşme kavramıyla içli dışlı olmak durumunda hissetmektedir. Kimileri için özgürlük, açıklık ve karşılıklı etkileşim temelinde yeni ve daha iyi bir dünyanın kurulmasında anahtar bir süreç olan küreselleşme, kimileri için de eşitsizlik, sömürü ve gelişmişlerle azgelişmişler arasındaki uçurumun daha da açıldığı bir dünyaya kapı aralayan sıkıntı verici bir süreçtir.

1980'li yıllardan itibaren gelişme belirtileri gösteren küreselleşme olgusu bir dizi değişme ve dönüşme ile birlikte gerçekleşmiştir. Gerek teknolojik ilerleme, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanması ve büyük oranda ucuzlaması gerekse artan sermaye birikiminin zorladığı dışa açılmanın meydana getirdiği talepler ve düzenlemeler küreselleşme olgusuna hız kazandırmıştır. Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi söz konusu olmuştur.

Bu olgunun özellikle 1970'li yıllardan sonra ortaya çıkması ve olgunlaşması oldukça önemlidir. Çünkü bu dönemde sanayileşmiş ülkelerin ekonomik durumlarında var olan sıkıntı ve sermaye için yeterli karın olmaması yeni açılımların oluşturulmasını zorunlu kılmıştır. İlk olarak, bu açılım geliştirmekte olan ülkelere yüksek miktarlarda borç vererek gerçekleştirilmiştir. Ancak borç krizinin ortaya çıkması söz konusu ilk adım için önemli bir sorun doğurmuştur. İkinci adımda ise, ticaretin serbestleştirilmesi ile başlayan ve finansal liberalleşme ile sonuçlanan yeni politikalar üretilmiştir. Öncelikle sanayileşmiş ülkeler tarafından finansal liberalleşme politikaları uygulamaya konulmuştur. Daha sonra geliştirmekte olan ülkeler bu politikaları hızlı bir biçimde uygulamaya başlamışlardır.

Gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yıllarda karşılaşmış oldukları finansal krizler, bu ülkelere önemli maliyetler yüklemektedir. Bununla birlikte, finansal krizlere ilişkin tartışmaların temelinde yer alan krizlerin neden ve nasıl ortaya çıktıkları sorularına verilen cevaplar da, giderek konunun farklı yönlerini öne çıkaracak biçimde zenginleşmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin sıkça yaşandığı 1990'lı yıllar, genellikle finansal piyasalarını serbestleştirmeye yönelik önemli adımlar atmakta olan söz konusu ülkeler için sıkıntılı bir sürece işaret etmektedir. Bu dönemde krizlere maruz kalan ülkelerin bir çoğunun iç ve dış finansal serbestleşme yolunda önemli sayılabilecek mesafeler almış olmaları ve krizlerin ülkeler arasında giderek daha yaygın hale gelmesi, finansal serbestleşme süreci ile krizler arasında bir bağlantı olabileceğini düşündürmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler bakımından önemli olan diğer bir konu, bu ülkelerin var olan yapısal sorunları ve bu sorunların yarattığı risklerdir. Gerek kamu gerekse özel sektörde var olan sorunlar istikrarsız bir yapının ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan bu ülkelerin var olan yapısal sorunlarıyla küreselleşme sürecinde yer almaları, spekülâtif hareketlerin oluşmasına ve bu ülkelerin belirli dönemler itibariyle finansal krizlerle karşılaşmalarına sebep olmuştur.

Son dönemlerde gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan finansal krizler, etkin ve sağlıklı çalışan bir borç yönetiminin önemini bir kez daha ortaya çıkarmıştır. Farklı çalışmalarda borç yönetim politikaları her ne kadar krizlerin ana nedeni olarak görülme de, borç stokunun vade yapısı, faiz oranı ve para cinsi kompozisyonunun yanı sıra verilen doğrudan ve dolaylı garantilerin de krizlerin derinleşmesinde önemli roller oynadığı öne sürülmüştür. Diğer bir ifadeyle borç yönetimindeki başarısızlıklar ya doğrudan ya da ekonomideki finansal istikrarı bozmak suretiyle dolaylı olarak krizlerin derinleşmesine neden olarak görülmüştür. Bütün bunlara karşın genelde borç stoku ve finansal krizler arasında doğrudan bir ilişki kurulmadığı gibi, genel kanı, finansal serbestleşme sürecinde kısa vadeli sermaye akımlarının finansal krizlere neden olduğu, borç stoku probleminin ise bu durumu sadece derinleştirdiği şeklindedir.

Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan ülkelerde son yıllarda sıkça gözlemlenen finansal krizler ile sermaye akımları arasında mevcut olduğu düşünülen ilişki ortaya konulurken, bu sürece özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun ve yükümlülüklerinin etkisini araştırmaktır. Böyle bir ilişkinin belirlenebilmesi için öncelikle konuyla ilgili teorik alt yapının gözden geçirilmesi gerekecektir. Küreselleşme olgusu ve buna bağlı olarak iktisat politikalarında yaşanan gelişmeler, finansal liberalleşme süreci, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları krizler, bu ülkelerin yapısal sorunları ve yarattıkları riskler değerlendirilecektir.

Bu yüzden çalışmanın birinci bölümünde küreselleşme olgusu irdelenecektir. Bu çerçevede dahilinde küreselleşme sürecinde az gelişmiş ülkelerin yeri tartışılacaktır. İkinci bölümde finansal liberalleşme ve finansal krizlere yönelik teorik yaklaşımlara, bankacılık sektörü ve finansal piyasalarda var olan piyasa başarısızlıklarına yer verilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeleri saran finansal krizlerle ilgili ülke deneyimleri incelemeye alınacaktır. Bu çerçevede 1994-1995 yıllarında Meksika'da ve 1997 yılında Asya ülkelerinde (Tayland, Güney Kore, Endonezya, Filipinler ve Malezya) görülen finansal krizler ele alınacaktır. Bu bölümün sonunda Türkiye'nin 1994 ve 2000-2001 krizleri ayrıntılı bir biçimde incelenecektir.

Dördüncü bölümde ise gelişmekte olan ülke ekonomilerinin karşılaştıkları krizlere ilişkin bazı görüşlerin ampirik olarak test edilmesi amaçlanmıştır. Adı geçen bölümde bir probit model aracılığıyla, gelişmekte olan ülke örneklerinin yaşamış olduğu finansal krizlerde, kriz olasılığına etki eden bazı temel yapı göstergeleri ele alınacaktır. Özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun krizler üzerindeki etkisi tartışmaya açılacaktır. Gelişmekte olan ülke deneyimleri ışığında sunulacak bazı öneriler ve genel bir değerlendirme ile çalışma son bulacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞME VE KÜRESEL SÜRECİN ORTAYA ÇIKIŞI

#### 1. KÜRESELLEŞME

##### 1.1. Küreselleşme Kavramı ve Anlamı

1760'lı yıllarda İngiltere'de başlayan endüstri devrimi, Avrupa iktisat tarihi ve kapitalist sistem için önemli aşamalardan biri olmuştur. Başta İngiltere olmak üzere Avrupa devletleri, hızlı biçimde gelişen üretim ve ticaret sektörleri ile piyasa ekonomisinde hızlı bir ilerleme sağlamış ve kapitalist sınıf hızlı bir biçimde sermaye sahibi olmaya başlamıştır. Kuşkusuz, sanayi devriminin gelişiminde büyük coğrafi keşiflerin güçlü etkileri sonucunda oluşan sermaye birikiminin etkisi olmuştur. Bununla birlikte bilimsel alanlarda yaşanan çeşitli gelişmelerin sanayi devriminin oluşmasını kolaylaştırdığını özellikle belirtmek gerekir.

Öte yandan, 19. yüzyılın sonlarına doğru kapitalizmin yapısında dönüşümler belirmeye başladı, bir başka ifade ile yeni bir döneme girildi. 19. yüzyıl boyunca, kapitalist sistem yüksek düzeyde rekabete dayanıyordu. Piyasa içerisinde yer alan firmaların sayıları çok fazla idi. Fiyat anlaşmaları olmasına rağmen tekelci eğilimler yoktu. 20. yüzyıl ile birlikte sermaye birikimi ve teknik gelişmeler, üretim sürecinin gelişmesine katkıda bulundu. Gelişen üretim süreci daha karmaşık işbölümü, daha gelişmiş mekanik teknikler ve üretim için daha fazla sermayeyi gerektiriyordu. Böyle bir durumda doğal olarak, küçük kapitalistlerin var olma şansı azalıyor ve üretimde toplanma süreci hızlı bir biçimde gerçekleşiyordu. Artık çok sayıda firma arasında var olan fiyat savaşları yerini, tekelci eğilimlerin olduğu bir piyasada reklam ve satış kampanyalarına bırakmıştı (Dobb 1991: 18,19,21).

Bu süreçte ortaya çıkan diğer bir özellik, sanayileşmiş ülkelerin genişlemeye dönük politikalar izlemesi ve bir çok ülkenin yönetiminde söz sahibi olmasıdır. Bu durum ile, coğrafi keşifler sonucu Portekiz ve İspanya öncülüğünde başlayan, kıymetli madenlerin batıya getirilmesi süreci arasında bir bağlantı kurulabilir. Bunun

nedenlerinden biri, bu ülkelerin doğal kaynaklarından herhangi bir sınırlama olmadan yararlanmak ve bu ülkelerin pazarlarından faydalanmak idi.

20. yüzyılın başlarında ortaya çıkan yeni gelişmeler 1970'li yıllarla birlikte yeni bir biçim ve hız kazanmıştır. Bu yeni dönemdeki iktisadi gelişmelere bakıldığında, kar olanaklarının sermaye adına azaldığı bu dönem, sermaye ihracının önündeki engellerin kaldırılması için yeni uluslararası bir ortamın yaratıldığı dönem olmuştur.

Bu sürecin oluşumuna neden olan gelişmelere bakıldığında ikinci dünya savaşından sonra ortaya çıkan gelişmelerin belirleyici olduğu söylenebilir. İkinci dünya savaşından sonra, yeniden inşa faaliyetlerine bağlı olarak başta Amerika olmak üzere merkez ülkelerde önemli bir büyüme ivmesi yakalandı. Fakat 1970'li yıllara gelindiğinde büyümenin yavaşladığı, işsizliğin arttığı, belirsizliğin ön plana çıktığı, sermaye için kar olanaklarının azaldığı yeni bir süreç ortaya çıkmıştı. Bu dönemde, kar oranlarının düşmesi, maliyetlerin yükselmesi, iç talebin daralması gibi gelişmeler rekabetin artmış olmasından kaynaklanıyordu. Sorunun çözümü, dış piyasalara yönelik faaliyetleri artırmakta yatmaktaydı. Bu çerçevede merkez ülkelerin ihracatı önemli artışlar gösterdi. İhracatı, kar oranlarının yüksek olduğu alanlarda sermaye yatırımları izledi.

1980'li yıllarda çok hızlı biçimde teknolojik yenilikler oluştu ve bu yenilikler uluslararası sermaye işlemlerinin daha çabuk bir biçimde oluşmasını sağladı. Bütün bu gelişmeler mali piyasaların entegrasyonunu hızlandırmış ve süreci kolaylaştırmıştır. Birçok mali araç geliştirilmiştir. 1970'li yıllarda Eurobond piyasasında oluşan fonların değeri yıllık olarak yaklaşık 2.1 milyar dolar iken, 1980'li yıllarda bu rakam 188.7 milyar dolara ulaşmıştır (Alp 2000: 98).

## **1.2. Kapitalizmin Küreselleşmesi**

Kapitalist sistemin aşamalarının ayrıntılı olarak incelendiği her dönem, farklı bir sosyal yapıyı, farklı bir siyasi örgütlenmeyi, farklı bir ekonomik yapıyı ifade etmektedir. Her dönemde belirleyici çeşitli unsurlar vardır ve bunlar o dönemin yapısını şekillendirmektedir. Bu bağlamda günümüzde yaşanan değişimlerin

küreselleşme olgusu içerisinde değerlendirilebileceğini söylemek mümkündür. Bir başka ifade ile küreselleşme olgusunun kapitalist sistemin bir aşaması olarak değerlendirilmesi doğru bir yaklaşım olacaktır.

1980'li yılların sonlarında Dünya ekonomisinde küreselleşme kavramı, sıkça işlenmeye başlanmış; fakat, üzerinde tam olarak anlaşmaya varılamamıştır. DPT'nin (Devlet Planlama Teşkilatı) bir çalışmasında küreselleşmenin, ülkeler arasındaki ekonomik, politik, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerin daha iyi tanınması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbirleriyle bağlantılı olguları içerdiği, bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması anlamına geldiği ifade edilmiştir. Tanımda yer alan değerlerin ekonomik nitelikte olabileceği gibi, politik, sosyal, kültürel nitelikte de olabilmesi mümkündür. Dolayısıyla küreselleşme, dünyada, politika, ekonomi, kültür, hukuk, insan hakları, sağlık, eğitim vb. alanlarda meydana gelmektedir. Küreselleşme, milli ekonomilerin dünya ile bütünleşmesini, teknoloji, üretim, tüketim ve finansman piyasalarını kapsamaktadır (Karluk 1996: 1).

Küreselleşme, ekonomiden siyasete, sosyal politikadan kültüre, hemen hemen yeryüzünün her alanındaki değişimi ifade etmek için kullanılan sihirli bir sözcük haline gelmiş; ünlü sosyolog Peter Berger'in deyiimiyle, Alman kömür endüstrisindeki gerilemeden, Japon gençlerinin cinsel alışkanlıklarını açıklamaya kadar geniş bir alanda kullanılan klişeye dönüşmüştür. Berger'in görüşlerine paralel bir biçimde, adeta geçmiş ve geleceğin kapılarını açacak anahtar bir kavram olarak görülen küreselleşmeyi Bauman da, parolaya dönüşmüş moda bir deyim olarak değerlendirmektedir. Küreselleşmenin moda haline gelmesi konusunda benzer bir değerlendirme de, Hirst ve Thompson tarafından yapılmaktadır. Sosyoloji teorisinde elde ettiği büyük itibar kadar, ünlü "üçüncü yol" çalışmasıyla İngiliz siyaseti üzerinde de etkili olan Anthony Giddens yukarıda belirtilen görüşlerin aksine, bugün küreselleşmeye değinmeyen hiçbir siyasal konuşmanın tam olmadığını ifade etmektedir. Giddens'a göre şu anda köklü bir tarihsel değişim döneminden geçtiğimize inanmamızı sağlayacak kadar geçerli ve nesnel nedenler vardır. Bugün

bizi etkileyen değişiklikler, yeryüzünün herhangi bir bölgesiyle sınırlı olmayıp, daha şimdiden hemen hemen her yeri kapsamaktadır.

Bir çok araştırmacıya göre temel anlamda küreselleşme, 1960'larda ortaya çıkan dönüşüm ve hızlı değişimlere dayalı, politik sonuçları beraberinde getiren ekonomik bir süreçtir. Küreselleşme olgusunu, genel olarak ülke ekonomilerinin bütünleşmesi, tek bir pazarın oluşması şeklinde tanımlamak mümkündür. Bu olguyu, serbest piyasa ekonomisi kurallarının uluslararası düzeyde uygulanması ve bu bağlamda mal ticaretinden sermaye hareketlerine kadar ekonomik faaliyetlerin serbestleştirilmesiyle birlikte buna uygun bir sistemin oluşturulması süreci şeklinde tanımlamak mümkündür.

Daha önceki dağınık ve sürekli olmayan kullanımına karşın, küreselleşme terimi 1980'lerin başına, hatta ortalarına kadar akademik çevreler tarafından kesinlikle önemli bir kavram olarak kabul görmedi. Küreselleşme sürecinin ortaya çıkmasında ve hızlanmasında teknolojideki gelişmeler, bilgi ekonomisinin öne çıkması, dünyada yaşanan neo-liberal politikaların yükselişi, çok uluslu sermayenin küresel pazarda yayılışı etkili olmuştur.

Bu çerçevede küreselleşme olgusunu, temelde iki açıdan ele almak gerekir. Küreselleşme olgusunun ilk ayağı mal ve hizmet ticaretinde yaşanan gelişmelerdir. İkinci ve önemli ayağı ise, iletişim ile bilgisayar alanında yaşanan hızlı gelişmeler ve sermaye hareketlerinin özellikle özel yabancı sermaye hareketlerinin hız ve önem kazanmasıdır. Bu bağlamda küreselleşme olgusuna temel özelliğini veren 1970'li yıllarda başlayan, 1980'li yıllarda gelişen ve 1990'lı yıllarda olgunlaşan finansal ve teknolojik alanda yaşanan hızlı gelişmelerdir. Dolayısıyla konuya ticaret açısından bakıldığında çok uzun bir tarihe kadar küreselleşme olgusunu götürmek mümkün iken ikinci açıdan konu ele alındığında küreselleşme olgusunu, 1970'li yıllar ve sonrası olarak ele almak gerekir. Bir başka ifade ile küreselleşme olgusunu kapitalizmin gelişim aşamaları içerisinde incelemek ve değerlendirmek gerekir. Küreselleşme süreci, kazananları ve kaybedenleri, fırsatları ve dezavantajları içinde paradoksal olarak bulandıran bir süreçtir.

Diğer bir önemli konu, küreselleşme sürecinin ne zaman başladığı ile ilgilidir. Bu konu hakkında üç farklı görüş mevcuttur. İlki küreselleşme olgusunu tarihin başlangıcı ile birlikte ele almakta ve süreç içerisinde geliştiği görüşü üzerinde durmaktadır. İkinci görüş küreselleşmeyi kapitalist sistemin gelişimi ile birlikte ele almaktadır. Son görüş ise küreselleşme olgusuna temel niteliğini veren özelliğin teknolojik ve finansal alanda yaşanan gelişmeler olduğunu ifade etmektedir (Eroğlu, Albeni 2002: 22). Ancak, tüm bu ifadelerden sonra, küreselleşme olgusunu kapitalist sistemin içerisinde düşünmek daha doğru olacağından, sanayi devrimi ve 1970'li yılların önemli tarihler olduğunu söylemek gerekir. Öyle ki, sanayi devrimi ile birlikte batılı ülkelerin büyümelerinin hızlı bir biçimde arttığı görüldü. Bununla birlikte, o dönemde uluslararası entegrasyonun bugünkünden daha fazla olduğu görülmektedir. Bu görüş de, 19. yüzyılda uygulanan tarifelerin ve tarife dışı engellerin daha az olduğu, para, sermaye ve insan hareketlerinin daha serbest olduğu argümanları ile desteklenmektedir (Toprak 2001: 18).

Belki de en önemli dönüm noktası 1970'li yıllarda başlayan ve 1980'li yıllarda zirve noktasına ulaşan teknolojik devrim ve finansal liberalleşme politikalarının hakim uluslararası iktisat politikası haline gelmesi ve birçok ülke tarafından uygulanmasıdır. Bu bağlamda, küreselleşme sürecinde asıl önemli tarihin ve gelişmelerin 1970'li yıllarda yaşanan gelişmeler olduğunu söylemek gerekir. Bir başka ifade ile, finansal alanda yaşanan küreselleşme belirleyici nitelikte olmuştur. Bu ikinci dönemde, hem sermayenin önündeki engeller hızlı biçimde kaldırılmış hem de spekülasyon sermaye hareketleri hızlı biçimde artmıştır.

Küreselleşmeye eleştirel bir açıdan yaklaşan Hirst-Thompson küreselleşme yeni mi sorusuna şöyle cevap vermektedir: *“Eğer küreselleşmeyi, ülkeler arasındaki büyük ve artan bir ticaret akışı ile sermaye yatırımının gerçekleştiği açık bir uluslararası ekonomi diye yorumlarsak, bu sorunun cevabının kesinlikle olumsuz olduğunu belirtmek gerekir. Gerçek anlamda bütünleşmiş bir dünya ticaret sistemi 19. yüzyılın ikinci yarısında oluşturulduğu için, uluslararası ekonominin karmaşık bir göreceli açıklık-kapalılık hikayesi vardır. Denizaltı telgraf kabloları 1860'lardan beri kıtalararası piyasaları birbirine bağlamaktadır. Binlerce mil uzaklıktaki yerlerle günlük ticareti ve fiyat belirlemeyi olanaklı kılan bu kablolar, günümüzün elektronik*



*ticaretinden çok daha büyük bir yeniliktir.*” Ülkelerarası ticaret eskiden beri devam etse de küreselleşme sürecinin özellikle son çeyrek yüzyılda enformasyon teknolojilerinin ve telekomünikasyonun gelişimi ve yaygınlaşmasıyla hız kazandığı söylenebilir (Hirst-Thompson 2003: 8).

Nitekim, Hausler (2002: 10,11), finansal küreselleşmenin oluşmasına yol açan etmenleri şu şekilde açıklıyor. Bilgi ve bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler, ulusal ekonomilerin entegrasyonu, ulusal finansal ve sermaye piyasalarının liberalleştirilmesi.

Son yıllarda baş döndürücü bir hızla gelişme gösteren ulaşım ve iletişim teknolojisi sayesinde ülkeler arasındaki siyasal ve iktisadi sınırlar önemini yitirme eğilimine girmiştir. Dünyanın bir ucunda yaşanan bir olayın etkisi kısa sürede diğer bölgelere de ulaşarak oraları da olumlu veya olumsuz şekilde etkileyebilir hale gelmiştir. Bu yeni ortamda dikkati çeken önemli gözlemler arasında ulusal kültürlerin kendi kapalı sınırlarını zorlaması, ulus devletin önemini kaybetmesi, ekonomilerin birbirine daha bağımlı hale gelmeleri, sınırların ortadan kalkmaya yüz tutması, soğuk savaş dönemindeki politik kutuplaşmaların sahneyi terk etmesi ve hemen her alanda liberal eğilimlerin güçlenmesi bulunmaktadır. Bilgi ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler sayesinde ülkeler ekonomiden siyasete kadar pek çok alanda birbirlerine yakınlaşmışlardır. Bu gelişmeler sonucu dünyanın adeta büyük bir köye dönüşmesi pek çok kişinin ortak kanısı haline gelmiştir.

Sönmez (1998: 511, 512, 518), yaşanan yeni süreç ile ilgili olarak şu tespitlerde bulunuyor. İkinci dünya savaşından sonra merkez ülkelerin ekonomilerinde yaşadıkları hızlı ilerleme ve sermaye birikimi süreci, konjektür hareketleri çerçevesinde, 1970’li yıllara gelindiğinde tıkanma noktasına geldi. Kar oranları azalmaya başladı ve kapitalist sistem bir kriz ile karşı karşıya geldi. Bu durumdan çıkmanın yolu olarak, serbest piyasa ekonomisi kurallarının uluslararası alanda uygulanması görülmüştür. Bununla deregülasyon, özelleştirme, devletin küçültülmesi ile mal ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ve desteklenmesi amaçlanmıştır.

Akdış'de (2001) küreselleşme süreci ile ilgili olarak şu görüşü ileri sürmektedir. Bretton Woods sisteminin çökmesi, birçok ülkenin finansal liberalleşme politikalarını 1980'li yıllarda uygulamaya koymaları ve yine aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin dış borç krizine girmeleri, merkez ülkelerde yaşanan durgunluk ve soğuk savaş döneminin bitmesi ile tek kutuplu bir döneme geçilmiş olması küreselleşme sürecinin oluşmasında ve şekillenmesinde etkili olmuştur.

Harvey (2000: 26) küreselleşme sürecinde Amerika Birleşik Devletlerinde yaşanan stagflasyon ve bunun sonucunda uygulamaya konulan finansal liberalleşme politikalarının, Bretton Woods sisteminin yıkılmasının, medya ve iletişim alanında yaşanan hızlı gelişmenin ve bunun sonucunda birçok alanda yaşanan değişimin son derece önemli olduğunu vurguluyor.

Başka bir açıdan bakıldığında, bu süreçte kapitalist sistemin iç dinamikleri üzerinde durulurken, küreselleşme sürecinde kapitalist sistemin ürettiklerini satmak ve yeni pazarlara ulaşma ihtiyacının önemli bir etken olduğu vurgulanmaktadır.

Şu örnek 90'lı yıllarda küreselleşmenin geldiği ekonomik boyutu çarpıcı olarak ortaya koymaktadır (Ekinci 2002: 14):

*"Bir Amerikalı; General Motors'tan Pontiac Le Mans satın aldığı anda, farkında olmaksızın uluslararası bir işlemler bütününe girmiş olur. Araba için GM'a ödenen 20.000 doların 6.000 doları, rutin işçilik ve montaj giderleri karşılığı olarak Güney Kore'ye; 3.500 doları gelişmiş parçaların temin edildiği Japonya'ya; 1500 doları tasarım mühendisliği için Almanya'ya; 800 doları küçük parçalar için Tayvan, Singapur ve Japonya'ya; 500 doları reklam için İngiltere'ye; ve 100 doları bilgi işlem için İrlanda ve Barbados'a giderken, kalan 8.000 dolar da Detroit'teki stratejistler, New York'taki banker ve avukatlar, Washington'daki lobi faaliyeti yürütenler, ülke genelindeki sigortacı ve bakımcılar ve çoğu ülke içinde yaşayan ancak artan sayılarda dış ülkelere mensup hisse senedi sahipleri tarafından paylaşılır."*

Sonuç olarak, küreselleşme, yani serbest ticaretin önündeki engellerin kaldırılması ve ulusal ekonomilerin daha fazla bütünleşmesi, iyi yönde kullanılabilir bir güç olabilir ve dünyadaki herkesi, özellikle fakirleri zenginleştirebilecek bir potansiyele sahiptir. Ancak bu durumda, söz konusu engellerin kaldırılmasında büyük bir rol oynayan uluslararası ticari anlaşmalar ve küreselleşme sürecinde gelişmekte olan ülkelere dayatılan politikalar dahil olmak üzere, küreselleşmenin yürütülme şekli baştan sona gözden geçirilmelidir (Stiglitz 2003: 516).

### **1.3. Küresel Sürecin Temel Unsurları**

İkinci Dünya Savaşı 1945 yılında sona erdiğinde ABD, ekonomik, sosyal ve politik bir uluslararası yapılanmayı hedef almıştır. Bu ülkenin öncülüğünde Birleşmiş Milletler Sistemi kurulmuş, IMF (Uluslararası Para Fonu), Dünya Bankası ve GATT (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması), dünya ekonomisinde piyasa kurallarının işlemlerini sağlayacak amaç ve hedeflerle donatılmışlardır.

Aynı dönemde İkinci Dünya Savaşı'ndan tahrip olarak çıkan Batı Avrupa ülkeleri, Marshall Planı çerçevesinde yapılan yardımlarla tekrar toparlanmaya başlamıştır. Bu arada bir taraftan tarım sektöründeki teknolojik devrim (yeşil devrim), diğer taraftan çokuluslu şirketlerin sayılarının ve faaliyetlerinin tüm dünyada artması, üretimin, sermayenin, ticaretin ve işgücünün uluslararası nitelikler taşımalarına yol açmıştır.

Günümüz dünyasında yaygınlık kazanan ekonomik bütünleşmeler, önce uluslararası ticaret alanında etkisini göstermeye başlamıştır. 1970 ve 1980'li yıllarda başlayan mali ve diğer hizmet piyasaları ile yatırımların entegrasyonu süreci ise, yine GATT Uruguay Turu çerçevesinde belirli kurallara bağlanmıştır. Bu gelişmeler, küreselleşmeye yeni bir ivme kazandırmıştır.

Bu bağlamda, küreselleşme sürecinin ortaya çıkışında çok sayıda faktörün etkisi olmuştur. Bunları üç grupta toplamak mümkündür: i) Bilgi ve Teknoloji Devrimi, ii) Finans Devrimi, iii) Ulus Devlet Anlayışında Meydana Gelen Değişim.

### 1.3.1. Bilgi ve Teknoloji Devrimi

İnsanlık tarihi sürecinde bazı önemli olaylar, tarihin gidişatını etkilemiş ve yön vermiştir. Dünyanın yakın tarihine bakıldığında, en önemli olayın bilgisayar ve enformasyon alanında yaşanan yenilikler olduğu görülmektedir. Buradaki temel gelişme, bilgisayar alanında olmuştur. Diğer ilerlemeler ise buna bağlı olarak şekillenmiştir.

Gerçekten günümüzde bilgi oldukça fazla önem kazandı ve aynı zamanda bilgiye ulaşmak kolaylaştı. Kaçınılmaz olarak gelecek yüzyılda bilgi çok daha önemli hale gelecektir. Bilginin tanım ve işlevi radikal biçimde dönüşüme uğramıştır. Bilgi, birçok açıdan toplumlarda meydana gelen değişmelerde anahtar rol oynamaktadır. Bugünkü dünyada bilgi sadece insanlar arası ilişkileri biçimlendiren bir çerçeve değil, bir girdi olarak ekonomide önemli bir üretim unsuru, hatta başlı başına bir üretim alanı, “bilgi ekonomisi” adı altında ulusal ekonomilerin önemli bir sektörü haline gelmiştir (Toprak vd. 2001: 18).

Bu sürecin çeşitli etkileri de oluştu. Yeni ürünlerin geliştirilmesi, pazarlama tekniklerinin geliştirilmesi, yönetim alanında yenilikler gibi faydalar ortaya çıktı. Bilgiye ulaşmanın maliyetinin düşmesi, firmalar açısından verimliliği olumlu etkiledi ( Toprak vd. 2001: 25,26).

Bu sektöre hakim olan devlet ya da firmaların oldukça büyük bir güce sahip olmaları, özellikle uluslararası alanda gelişmekte olan ülkelerin sosyal ve kültürel yapılarını etkilenebilir ve değiştirilebilir kılmıştır. Birçok sektörde ve firmada makinelerin insan gücünün yerini alması nedeniyle, yaşanan teknolojik gelişmelerin diğer bir etkisi de istihdam üzerinde olmaktadır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde daha fazla hissedilmekte ve tüm ülkelerin ortak bir sorunu olan global işsizlik ortaya çıkmaktadır.

Bilgi ekonomisinin bir boyutu olan yeni üretim teknolojilerinin geliştirilmesi, yani teknoloji bilginin işlevi ile ilgilidir. Ancak küreselleşme üzerinde teknolojinin etkisini inkar etmek de mümkün değildir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren enformasyon teknolojilerinin yaygınlık kazanması, dünyada mesafe kavramının eski

anlamını ortadan kaldırmıştır. Bu durum, küreselleşme bağlamında belki de ilk etkisini finans piyasalarında hissettirmekle birlikte, bu etki günümüzde çok daha geniş bir alana yayılmıştır.

Konunun temel noktalarından biri de enformasyon alanında yaşanan gelişmelerin, ekonomik işlemlerin elektronik ortamlarda hızlı bir biçimde yapılmasına imkan vermesidir. Bu yolla dünya üzerinde 24 saat boyunca farklı uluslararası piyasalarda işlemler rahatlıkla yapılabilmektedir.

Teknoloji, küreselleşme sürecinde yeterli koşul değildir; ancak olmazsa olmaz koşuldur. Günümüzde olağanüstü bir hızla ucuzlayarak yaygınlık kazanan enformasyon teknolojileri, uluslararasıdaki değişim/etkileşim sürecinde, küresel dönüşümü hızlandırmaktadır.

Daha somut olarak, internet kullanımının Amerikan ekonomisi üzerinde şu etkileri olmuştur; mal ve hizmet üretim ve dağıtım için gerekli olan işlem maliyeti azalmıştır, firmaların kendi zincirlerini daha iyi yönetmeleri ve müşterilerle daha kolay iletişim kurmaları sonucu yönetimde etkinlik artmıştır. Ayrıca rekabeti artırmış, fiyatları daha şeffaf hale getirmiş ve hem alıcı hem de satıcı için pazarın genişlemesini sağlamıştır. Firmalar maliyetlerde 20 milyar dolara kadar tasarrufa gitmişlerdir (Baily vd. 2001: 308-312; Litan vd. 2001: 313- 317).

### **1.3.2. Finans Devrimi**

Küreselleşmenin ekonomiye yaptığı en önemli etki, şüphesiz sermaye hareketlerine getirdiği müthiş akışkanlıktır. Sermayenin esnek hareketinin önündeki engellerin kaldırılması, uluslararası ekonomik ilişkilerin, dünya ekonomisine dönüşmesine yol açmıştır. Sadece sermayenin değil, diğer üretim faktörlerinin de ulus sınırlarının ötesine taşması, geleneksel ulus-içi ve uluslararası ekonomik ilişkilerin niteliğini dönüştürmüştür, bütün ulus ekonomilerini aynı biçimde maliyet hesabı yapan, aynı piyasalardan faktör temin eden ve aynı piyasalara mal satan büyük bir ekonominin küçük birimlerine dönüşmüştür. Sermayenin hızlı bir biçimde el değiştirmesi sonucu reel ekonominin payı da giderek azalmaktadır. Bu durum üretime ayrılan payların azalmasına neden olmaktadır.

Küreselleşmenin iki temel ayağı vardır. Bunlardan ilki özellikle ABD, Batılı sanayileşmiş ülkeler ve Japonya öncülüğünde, ticaret ve sermaye önündeki engelleri kaldırmak amacıyla oluşturulan bölgesel ekonomik birliklerdir. Bu birlikler ticaret hadleri, ölçek ekonomileri ve rekabet gibi geleneksel kazançlar sağlamaktadır. Birlik içerisinde yer alan ülkelerin birbirlerine çeşitli ayrıcalıklar tanıdıkları ve birlik dışında yer alan ülkelerin ise bunlardan yararlanamadıkları görülmektedir. Bu tür birlikler küreselleşme sürecinin ilk ayağı olsalar da, yukarıda ifade edilen nedenden dolayı bu birliklerin küreselleşme süreci ile uyumlu olmadığı söylenebilir.

Küreselleşmenin ikinci ve asıl önemli ayağı, finansal alanda yaşanan gelişmelerdir. Bu alanda yaşanan gelişmelerin küreselleşme olgusunu şekillendirdiği ve ona temel özelliğini verdiğini söylemek mümkündür. Bu süreçte yaşanan temel gelişme finansal liberalleşme politikalarının birçok ülke tarafından uygulamaya konulmuş olmasıdır.

1974 yılında ABD (Amerika Birleşik Devletleri), 1979 ve 1980 yıllarında İngiltere ve Japonya, 1981 yılında ise Almanya uluslararası sermaye akımları önündeki engelleri kaldırdılar ve finansal liberalleşme politikalarını uygulamaya başladılar. Örneğin ABD’de, faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırıldı, bölgesel bankacılıktan ulusal bankacılığa geçildi ve ABD yatırımcılarının yurtdışına yatırım yapmaları için çeşitli kolaylıklar sağlandı (Alp 2000: 100).

Finansal alanda yaşanan değişim ve ilerlemelerin temel nedeni olarak, sermaye ihraç eden gelişmiş ülkelerin yaşadığı ekonomik durgunluk ile birlikte kar haddindeki azalma ve kaynakları yeni yatırım alanlarına kaydırma çabası gösterilebilir (Kazgan 1997: 44).

Uluslararası mali piyasalarda hızlı bir entegrasyon oluşmakla birlikte, bu piyasalar üzerinde gelişmiş ülkelerin mutlak bir hakimiyeti oluşmuştur. Yeni borçlanma araçları ve finansman temin yöntemleri sermayenin hareketliliğini kolaylaştırmış, risk ve diğer maliyetleri görece düşürmüştür, uluslararası menkul kıymet ticaretinin hacmini büyütüştür. Burada dikkati çeken önemli nokta, neredeyse gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin aynı dönemde liberalleşmeye gitmiş olmalarıdır.

Sermayenin uluslararasılaşması, dünyaya kapalı ulus devlet merkezli iktisat politikalarının başarılı olma şansını ortadan kaldırmaktadır. Finans devrimi ile sermayenin uluslararası akışkanlığı ve ülke koşullarına karşı duyarlılığı çok artmıştır. Bu, bir yandan ulus devletlere yeni imkanlar sunarken, bir yandan da zincirleme iktisadi krizlerin ortaya çıkmasına uygun zemin hazırlamıştır.

Finansal alanda yaşanan bu küreselleşme sürecinin en önemli faydası, fonları verimli oldukları alanlara yönlendirerek hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin bundan yararlanmasını sağlamasıdır. Ayrıca ülke içinde bankaların kredi imkanlarında daralma olduğu zaman fon ihtiyacı olanlar bunu uluslararası piyasalardan karşılayabilirler, firmalar için daha uygun koşullarda borç bulabilme imkanı oluşur ve bu da yatırımların artmasına katkıda bulunur. Tam tersine, sermayenin çıkışı durumunda ise finansal istikrarın ciddi biçimde bozulması ve ekonominin ciddi zararlar ile karşılaşması söz konusu olabilmektedir (Huang vd. 2002: 13).

### **1.3.3. Ulus Devlet Anlayışında Meydana Gelen Değişim**

Devlet kavramı, insan topluluğu, bu topluluğun yerleştiği ülkelerde siyasal ve hukuki örgütlenme çerçevesinde düşünülmelidir. Devlet, belirli bir düzeni tesis etmek için normlar oluşturur ve bunu da egemenlik gücü çerçevesinde yapar.

Ulus devletlerin oluşmasında Avrupa'nın önemli bir yeri vardır. 17. yüzyılda Avrupa da ulus devlet anlayışının oluştuğu ve milliyetçilik anlayışı ile birlikte derinleştiği görülmektedir. Yakın tarihe bakıldığında ise özellikle Doğu blokunun yıkılması sonrasında liberal piyasa ekonomisine yönelik güven duygusu artmıştır. Nitekim kısa bir sürede tüm maliyetine rağmen, eski planlı/devletçi ekonomiler, piyasa mekanizması süreci içinde, serbest ticaretin ve yabancı sermayenin imkanlarından yararlanma çabası içine girmişlerdir. Bir diğer ifade ile duvarların yıkılmasının ardından, küreselleşmenin önündeki en büyük engellerden birisi aşılmıştır. Diğer bir önemli gelişme, ABD'de 1929'da yaşanan ve tüm dünyayı etkilemiş olan kriz sonrasında, Keynesyen ekonomi politikalarının ön plana çıkması ve bu politikaların devlete önemli görevler yüklemesi, bununla birlikte kapitalist ülkeler içerisinde de devletin önem kazanmasıdır. Devlet konusundaki anlayışın

değişimi, soğuk savaş döneminin bittiği 1989 yılıydı. Yani devleti ön plana çıkaran ve ona yeni görevler yükleyen, özellikle askeri alanda büyük harcamalara yol açan bir dönem bitmişti (Hirst-Thompson 2003: 208, 209).

Aslında bu değişim 1970'li yıllarda ve 1980'li yılların başında şekillenmeye başlamıştı. Çünkü bu tarihlerde ekonomi politikası ile ilgili olarak ABD'de Reagan, İngiltere'de Thatcher ile piyasa ekonomisini kamu müdahalelerinden arındırmaya yönelik çeşitli uygulamalar başlatılmıştı. Bu akımın doğu bloğuna yansımaları, Gorbaçov'un daha fazla serbestleşme adımları atması ve ülkesinin çökmesi şeklinde olmuştur (Kazgan 1997: 64).

Bu yeni dönemde iktisadi birliklerin önemini artmasıyla birlikte, ulus devletin ekonomiyi tek başına etkin olarak yönetme imkanı da ortadan kalkmıştır. Para politikası, istihdam düzeyi, ekonomik faaliyetler artık sadece ulus devletler tarafından değil yabancı sermaye tarafından belirlenen bir noktaya ulaşmıştır. Özellikle finansal liberalleşme ile bu durum daha da pekişmiştir. Birçok gelişmekte olan ülke, finansal krizleri yaşamaktan kendini koruyamamıştır.

Bunun yanında küresel ekonominin en karakteristik özelliği uluslararası şirketlere dayanmasıdır. Uluslararası şirketler, küreselleşmenin en önemli ekonomik etkilerinin belirleyicisi olarak görülmektedir. Uluslararası şirketler, küreselleşmenin getirdiği mal ve hizmet üretiminin artmasının en önemli aracıdır. Bu şirketler, üretim faaliyetlerini tüm dünyaya yayarak aynı zamanda işgücü piyasalarını, hammadde piyasalarını ve pazarların hacmini geliştirmektedirler. Ancak bu şirketler izledikleri üretim politikalarıyla ülkelerin toplam gelirlerini ve bu gelirlerin dağılımını da önemli ölçüde etkilemektedir.

Sonuç olarak, yeni dönemde ulus devletlerin egemenliği sınırlandırılmış ve çeşitli bölgesel kuruluşlar ve aktörler uluslararası ekonomi politikalarını yönlendirmede ön plana çıkmışlardır. Dolayısıyla ekonomik alanda ortaya çıkan bu değişim, devletlerin siyasi konularda da karar alması bakımından bir takım sorunlar ve engeller oluşturmaktadır. Ulus devlet anlayışında yaşanan değişim bunu ciddi biçimde yansıtmaktadır.



## 2. KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE AZGELİŞMİŞ ÜLKELERİN YERİ

Küreselleşme olgusu tüm ulusları ve ekonomileri bir araya getiriyor olduğundan, yirmi yılı aşkın bir süredir devam eden küreselleşme süreci sonucunda oluşan durum bu konudaki araştırmacılara oldukça zengin ampirik bilgiler ve bulgular sunmaktadır. İlk çarpıcı bulguları derhal söylemek gerekirse, küreselleşme sonucunda ortaya çıkan tablonun faktör fiyatlarını eşitleyici neo klasik görüşten çok, kutuplaşma görüşünü destekleyici biçimde şekillenmiş olduğunu ifade edilebilir (Şenses 2001: 28).

Küreselleşme sürecinde temel argümanlardan biri olan, ülkelerin ticaretin önündeki engelleri kaldırmaları ve ticaretin serbest bir biçimde yapılması şeklindeki modelin uygulanmasında önemli sorunlar ortaya çıkmaktadır. Çünkü sanayileşmiş ülkeler ticaretin önündeki engelleri kaldırmakta çeşitli zorluklar çıkarmaktadır.

Dolayısıyla burada gelişmiş ülkelerin geliştirmekte olan ülkelere uyguladıkları ticaret politikaları son derece önemli hale gelmektedir. Gelişmiş ülkelerin, geliştirmekte olan ülkelerin üstünlüğe sahip olduğu tekstil, tarım gibi alanlarda yüksek tarife uygulamaları ve kendi üreticilerini aşırı üretim dolayısıyla sübvansetmeleri, buna karşılık geliştirmekte olan ülkelerin dış ticaretlerini önemli derecede liberalleştirmeleri önemli bir sorun ortaya çıkarmaktadır. IMF'in ülkelerin açıklığı ile ilgili olarak yaptığı indeks de bu görüşü desteklemektedir. Bu araştırmada Uganda, Peru, Bolivya gibi ülkeler ilk sırada yer alırken, ABD, Japonya, Avrupa Birliği ülkeleri orta sıralarda yer almaktadır (Watkins 2002: 26).

Ekonomik anlamda küreselleşme olgusu sermayenin gerek üretim faktörleri piyasalarını gerekse tüketim piyasalarını genişletme manevrası olarak algılandığında, ilk bakışta, gelişmiş merkezlerdeki pahalı üretim faktörleri piyasalarından kaçan sermayenin, görece daha ucuz üretim faktörlerine sahip olan geliştirmekte olan ekonomilere doğru kayacağı, böylece bu ekonomilere sermaye ve teknoloji akımı olacağı, istihdam ve dış ticaret sorunlarının çözülebileceği gibi bir görüntü oluşabilir. Ancak, sistemin işleyiş dinamikleri dikkatlice incelendiğinde, ulusal sınırların tam olarak kaldırılmamış olduğu durumlarda da, çok ileride ulusal sınırların tamamıyla kaldırıldığı ve tüm dünyanın tek bir ekonomi olarak çalıştığı durumlarda da, faktör

fiyatlarının eşitlenmesinden çok, kutuplaşma hipotezinin geçerli olacağı görüşüne ulaşılır. Bunun nedeni, sistemin işleyişinin ortaya koyacağı organik sonuçlar yanında, her koşulda merkez sermayenin oluşturacağı hukuksal düzenlemelerdir.

Küreselleşme olgusu farklı teknoloji ve verimlilik düzeyine sahip alanları birbirine açmaktadır. Bu durumda önce emek hareketine bakarsak, kaliteli ve nitelikli emek gelişmiş ülkelere doğru, kalitesiz ve niteliksiz emek ise az gelişmiş ülkelere doğru hareket edecektir. Söz konusu hareketlilik, gelişmiş ülkelerde faktör arzını arttırıyor olacağından, çok büyük bir olasılıkla, reel sermaye hareketlerinin hız kesmesine de neden olacaktır. Sonuçta, görece geri ekonomik alanlara yeterli sermaye gelmiyor olacağı gibi, kaliteli emek gelişmiş ülkelere çekilmiş olacağından, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde verim düşüşü ve maliyetlerde olumsuz gelişmeler görülecektir. Buna karşın, teknoloji yoğun gelişmiş ülke ekonomilerinde ise, artan emek arzı nedeniyle maliyetlerde önemli miktarda tasarruf sağlanmış olacaktır.

Sonuç olarak, az gelişmiş ülkelerin ekonomileri tek yönlü hammadde ve besin maddeleri ihraç eden ekonomiler haline gelmiştir. Bu ülkelerde yabancı sermayenin elde ettiği karlar tekrar bu ülkelerdeki yatırımlar için kullanılmamış, ana sermayelerin geldiği ülkelere dönmüştür. Bu karlar, modern iktisadi kalkınmanın gerçek dinamik etkeni olan herhangi bir büyük çaplı sanayi yatırımı için kullanılmamıştır. Az gelişmiş ülkelerin klasik kapitalist kalkınma yolunu izleyememelerinin temel nedeni budur (Gökdemir 1998: 30).

Gelişmekte olan bir ekonominin gerekli önlemleri almadan gelişmişler dünyasına katılmasının finansal alanda da olumsuz sonuçları ortaya çıkar. Bir yandan hazırlıksız ve denetimsiz dünya rekabetine açılan, diğer yandan da polarizasyonun olumsuz sonuçlarını yaşayan azgelişmiş ekonomiler yoğun kamu desteğine gereksinim gösterirler. Uluslararası sözleşmelerin elverdiği ölçüde vergi avantajları ve ucuz kamu kredisiyle işlerin sürdürülmeye çalışıldığı gelişmekte olan ekonomilerde büyük kamu açıkları ortaya çıkabilir. Söz konusu kamu açıkları da, ikinci aşamada, kısmen dış borçlara kısmen de iç borçlara yansır. Böylece yükselen faiz haddi hem kamu bütçesinin hem de ekonominin yükünü arttırırken, aynı anda

yatırımlar üzerinde de olumsuz bir etki yaratır. Denetlenmediği boyutta finansal hareketleri hızlandıran açık, ekonomileri dış şoklara aşırı duyarlı hale getirir ve ekonominin yönetimini güçleştirir. Diğer taraftan, yükselen kamu borçlarının faizler üzerindeki baskısını hafifletebilmek için reel kamu harcamalarında yapılan kısıntılar da sadece ekonomide gelir dağılımının hızla bozulmasına yol açmakla kalmaz, aynı zamanda temel kamu hizmetlerinin ve kamu alt yapı yatırımlarının aksatılmasına da neden olur. Kamu hizmetlerinin ve alt yapı yatırımlarının çökertilmesi maddi ve beşeri alt yapının eritilmesi anlamına gelir ki, bu durum ekonomideki genel verimlilik düzeyini olumsuz etkiler. Gelişmekte olan bir ekonominin polarizasyon etkisi altında gelişmişler kulübüne girmesinin olumsuz etkileri, sağlanacak yardımlarla giderilmeye çalışılabilir. Ancak bu noktada da, alınan yardımların cari açıkları kapatmaktan çok, ekonominin uzun dönemli atılımını gerçekleştirecek yatırımlara yönlendirilmesine dikkat edilmesi kaçınılmazdır (Akgüç 2002: 235).

### **2.1. Az gelişmiş Ülkelerin Küreselleşme Sürecine Katılma Nedenleri**

Bütün bu hususlara karşın gelişmekte olan ülkeler küreselleşme sürecine katılma çabası içindedirler. W.M. Corden yeni liberalizasyon olarak adlandırdığı gelişmekte olan ülkelerde son yıllardaki küreselleşme eğilimlerinin veya dışa dönük ekonomi politikaları uygulamalarının nedenlerini şu şekilde sıralamaktadır (Yiğidim 1999: 53):

- i) Para sistemindeki gelişmelerin sonucunda sabit döviz kuru uygulamasını terkeden ve/veya yüksek enflasyon yaşayan ve/veya ödemeler dengesi açık veren ülkelerin döviz kurunu ayarlaması ihtimali,
- ii) İthal ikameci sanayileşme modeli izleyen ülkelerin hammadde, ara ve yatırım malları ithalatına aşırı bağımlı kalması sonucunda arzu edilene ulaşamadığı veya büyümenin ve stratejinin sınırlarına ulaştığı görüşünün, özellikle 1980'li yılların başlarında ve bazı ülkeler (Şili, Arjantin, Uruguay, Türkiye gibi) için önceki yıllarda ortaya çıkan krizlerin de etkisiyle hızla yayılması,

- iii) Doğu Asya ülkelerinin özellikle Güney Kore'nin büyümedeki başarısı ile birlikte ihracata yönelik dışa dönük modelin ithal ikameci modelin gözlenen eksik yönlerine zıtlıklar içermesi,
- iv) Krizlerin ülkeleri değişiklik yapmaya hazır hale getirmesi,
- v) IMF ve Dünya Bankası'ndan finansal kaynak/yardım talep eden ülkelerin genelde, dış ticaretin liberalizasyonunu da içeren koşulları (şartlılık ilkesini) kabul etmek zorunda olması,
- vi) Yalnızca şartlılığın değil, aynı zamanda uygulayıcı ülkelerdeki iktisatçıların da IMF ve Dünya Bankası uzmanlarının empoze çabaları ve bu şekilde karar alma/uygulama mekanizmalarında yer alanların yeni gelişmeleri açıklamalarında yardımcı olacak inanişe sahip olmaları,
- vii) Özellikle Latin Amerika örneğinde olduğu gibi, artan sayıda ABD'de eğitim almış teknokratların karar alıcı/uygulayıcı konuma gelmeleri ve doğal olarak serbest piyasa yaklaşımlarına bazen aşırı bazen orta düzeyde yatkın olmalarıdır.

Özetle, yoksulluğun ve eşitsizliğin tek belirleyicisinin büyüme olduğu kabul edilirse, bu durumda küreselleşmenin öneminin ne olduğu sorusu ön plana çıkmaktadır. Bu sorunun cevabı doğru politika ve kurumsal koşullarda entegrasyonun büyümeyi desteklediği şeklindedir. Gerçekten de; küreselleşme, eşitsizlik ve fakirlik arasında bir bağ mevcuttur. Fakat bu ne yeni bir şeydir ne de eleştirildiği gibidir. Küreselleşme ülkeleri fakirleştirmez, aksine onların zengin olmalarına yardımcı olur. Fakat, küreselleşme tüm ülkeleri aynı ölçüde zenginleştirmez. Küreselleşme sonucunda; dünya genelinde gelir dengesizliği artmış ve büyümelerini gerçekleştiremeyen ülkelerde yoksulluk artarak devam etmiştir. Hızlı ekonomik büyümenin eşit bir şekilde yayılmamasının pek çok azgelişmiş ülkedeki nedeni; yetersiz politikalar, politikacılar ve kurumlardır. Zengin ülkeler, yoksul ülkeler daha da yoksullaştığı için zenginleşmemişlerdir. Bu ülkelerin eleştirilebilecek yönü, azgelişmiş ülkelerin çaresiz bir şekilde ihtiyaç duydukları yardım ve fırsatları sağlamalarında başarısız olmalarıdır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALLEŞME VE FİNANSAL KRİZ

#### 1. FİNANSAL LİBERALLEŞME

1980’li yıllardan itibaren gelişme belirtileri gösteren küreselleşme olgusu bir dizi değişim ve dönüşüm ile birlikte gerçekleşmiştir. Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi söz konusu olmuştur. Dünyada oluşmuş ve oluşmakta olan bu büyük sermayenin kısa vadeli karlar ve rantlar elde etmek için ülke ekonomilerine giriş ve çıkışları büyük dalgalanmalar meydana getirmektedir. Bu nedenle dünya ekonomilerinin küreselleşme ile tanıdığı başka bir olgu da kısa vadeli sermaye hareketlerinin anlık atak ve geri çekilmelerinden kaynaklanan finansal kaynaklı ekonomik krizlerdir. Dünya ekonomisi incelendiğinde ortalama her on dokuz aya bir kriz düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler, bu arada Türkiye, küresel sermaye giriş çıkışının yararları ile birlikte zararlarını da yaşamıştır. Bu konu üzerindeki çalışmaların önemli bir kısmı yaşanan krizlerden küreselleşmeyi ve dolayısıyla finansal piyasalarda gerçekleşen liberalleşmeyi sorumlu tutmaktadır.

Genellikle nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskıya son verilerek, faizlerin serbest piyasa koşullarında belirlenmesine olanak sağlayan finansal liberalleşmeye geçilmesi, 1980’lerden itibaren birçok gelişmekte olan ülkede uygulamaya konulan istikrar programlarının hemen hepsinin ayrılmaz bir parçası olmuştur.

#### 1.1. Neo-Klasik Dış Ticaret Teorisi

Neo-klasik teori, sermaye hareketlerinin serbestçe hareket edebilmesi ve önündeki engellerin kaldırılması durumunda, sermayenin bu hareketliliğinden hem gelişmiş ülkelerde yoğun olarak bulunan sermayenin, hem de iktisadi kalkınması için kaynak ihtiyacı duyan gelişmekte olan ülkelerin yararlanabileceğini ileri sürmektedir. Çünkü bu süreç, sermayenin marjinal verimliliğini dünya üzerinde eşitleyecek,

optimal kaynak dağılımını sağlayacak ve dünya refahını artıracaktır. Bu süreçte temel faktör çok uluslu firmalar olacaktır ve bu firmalar uluslararası yatırımlar yoluyla bunu gerçekleştirecektir (Kazgan 2000: 173).

Neo-klasik teori bu sürecin gerçekleşmesi bakımından bir takım varsayımları ortaya koymuştur. Bahsedilen sürecin işleyebilmesi için gerekli görülen varsayımlar şu şekilde özetlenebilir.

Firmalar ve yatırımcılar, giriş ve çıkışın sınırlı olmadığı bir piyasa içerisinde faaliyette bulunmaktadır. Piyasada işlem maliyeti yoktur. Dolayısıyla vergi söz konusu değildir ya da tüm yatırımcılar aynı oranlara tabidirler ve bu vergilerin piyasa üzerinde olumsuz etkisi yoktur. Fiyat hareketleri herhangi bir sınırlamaya tabi değildir. Piyasada yer alan işlemciler, piyasadaki fiyat üzerinde etki edemeyecek kadar küçüktürler. Piyasada, faizler piyasa koşulları tarafından belirlenir. Bilgiye ulaşmanın bir maliyeti yoktur ve dolayısıyla asimetrik bilgi söz konusu değildir. Firmalar, sermaye, işgücü ve mal piyasasında oligopol gücü olmadan faaliyette bulunmaktadır. Yatırımcılar, var olan tüm bilgileri kullanarak uzun dönemli düşünen ve rasyonel davranan ekonomik birimlerdir ve tam rekabet şartlarında çalışırlar. Hükümet ekonomi içerisinde yönlendirici değildir ve devlet bütçesi denktir. Hükümetin, ekonomi içerisindeki regülasyon ya da gözetme fonksiyonu arka plandadır. Piyasanın yapısı ve doğası, devlet faaliyetlerinden bağımsızdır (Aşıkoglu 1995: 31, 32).

Neo-klasik teori bu şartlar altında, sermaye hareketliliğinin tüm ülkeler için faydalı olacağını ortaya koymaktadır. Ancak buradaki varsayımların tamamıyla gerçekleştirilmesi oldukça zordur. Dolayısıyla bu varsayımlara yaklaşılmaya çalışılması ve buna uygun politikalar izlenmesi oldukça önemlidir. 1980'li yıllarda birçok ülke tarafından uygulamaya konulan finansal liberalleşme politikaları, bu ülkelerin içinde bulunduğu durgunluğun ve buna bağlı olarak karlılığı düşen sermayenin yeni yatırım alanlarına ihtiyaç duymasının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

## 1.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

1980'li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir.

Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır. Bu politikalar McKinnon ve Shaw'ın öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır.

McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen finansal liberalleşme teorisine göre, finansal liberalleşmenin olmadığı bir piyasada hükümet, faiz tavanları, yüksek oranlarda rezervler ve selektif kredi politikaları ile sermaye piyasasının işleyişini engellemektedir. Böyle bir piyasada, hükümet senyoraj yoluyla gelirini artırabilmekte ve faiz politikası ile büyümeyi destekleyebilmektedir.

Bu bağlamda McKinnon-Shaw yaklaşımı, nominal faizler üzerindeki sınırlamanın kaldırılmasının ekonomik büyümeyi artıracığını ve enflasyonu aşağı çekeceğini ileri sürerken, yapısalcı yaklaşım, tam tersine, mali liberalleşmenin ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını ve enflasyonu arttıracığını öne sürmektedir (Nemli 1990: 51).

McKinnon ve Shaw böyle bir finansal sistemi, finansal baskı olarak adlandırmışlardır. Buradaki temel unsur, negatif reel faiz oranıdır. Finansal liberalleşme ile reel faiz oranlarındaki artış, tasarrufları artıracak bu da yatırımları ve nihai olarak büyümeyi artıracaktır. Faiz oranlarının yükseldiği finansal liberalleşme durumunda temel rol, finansal araçların yatırım ve tasarruf sahipleri arasındaki ilişkilerde daha fazla yer almasıdır. Bu sürecin gelişmesi, tasarruf sahiplerinin daha

fazla getiri sağlamasını ve finansal aracılardan böylece ekonomide kullanılabilir daha fazla kaynak tahsisine aracılık etmesini sağlayacaktır. Dolayısıyla yatırımda kullanılabilir kaynakların artması, yatırımların artışı ve yatırım için kullanılabilir fonların reel maliyetlerinin de azalması sonucunu doğuracaktır. Bu durumda yatırımların etkinliği artacaktır. Bankaların ölçek ekonomileri yoluyla, riskin dağıtılması, bilgi maliyetinin azaltılması ve borç vermede daha etkin çalışılması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla varlıklar üzerinden özellikle paradan sağlanan getiri, tasarruf oranı ve yatırımlar üzerinde pozitif bir etki yaratacaktır (Skorski 1996: 65-68).

Bu modele göre etkin bir finansal piyasada, tüketimi azaltma ve tasarrufları artırma kararı, talebi azaltmaktan değil, talep içindeki kalemler arasında bir değişiklik olmasından geçmektedir. Yani tüketim harcamasından yatırım harcamasına bir yönelme söz konusu olmaktadır.

Bütün bunlara karşın, yeni yapısalıcılar, finansal liberalleşmenin, resmi olmayan para piyasasının önemini azalttığını vurgulamaktadır. Resmi olmayan para piyasaları, para otoritelerinin herhangi bir kontrolüne tabi olmayan ve borç alan ile verenlerin serbestçe işlem yapabildikleri piyasalardır. Resmi piyasanın varlığında, kurumlar belirli bir rezerv miktarı şartıyla faaliyette bulunurlar. Dolayısıyla piyasaya daha az kaynak sağlanması söz konusudur. Yani toplam kaynakların ve kredi imkanlarının azalması durumu ortaya çıkacaktır. Bu bakımdan, finansal liberalleşme teorisinin ifade ettiği çıktı ve gelir artışı yaşanmayacak, tam tersine azalacaktır. Diğer bir eleştiri, finansal liberalleşme sonucu, finans ve reel sektör arasındaki ilişkide ortaya çıkabilecek sorunlar ve firmaların işletme sermayesinde ortaya çıkacak maliyet artışı ile ilgilidir. Finansal liberalleşme sonucu faizlerdeki bir artış, az gelişmiş ülkelerdeki firmaların, resmi olmayan para piyasalarından kaynak elde etmelerini zorlaştıracaktır. Faiz oranlarındaki artış, aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde arz bakımından bir sorun yaratacak ve çıktı miktarında bir azalmaya yol açacaktır. Toplam talepte, uyum sürecinde meydana gelecek düşme daha uzun vadeli olacak, işsizlik artacak, enflasyon yükselecek ve reel ücretler azalacaktır. Dolayısıyla uyum sürecinde, gelişmekte olan ülkelerin uygulayacakları sıkı para politikası, stagfasyonist bir ortamın doğmasına yol açabilecektir (Skorski 1996: 92-94).



Post-Keynesyen okulun eleştirisi ise, liberalleşme sonrası gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin çok daha kırılgan hale geldiği ve faizlerin artması ile birlikte, toplam talepte daha fazla tasarruf yapma eğilimi sonucu bir azalmanın olacağı konuları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Böyle bir durumda hem karlılık oranları hem de yatırımları azalması durumu ortaya çıkacaktır. Yani bu durum gelecek ile ilgili karamsarlık yaratacak ve sonuçta çarpan etkisi ile ekonomide yatırımların azalmasına yol açacaktır (Yülek 1998: 3).

Bu fikirlerden etkilenen birçok ülke 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikaları uygulamış ancak birkaç Güney Doğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları bekleneni verememekle kalmamış, uygulandığı ülkelerin birçoğunda finansal krizlere neden olmuştur. Türkiye’de mali liberalleşmenin etkileri konusunda yapılan ekonometrik çalışmalarda (Fry; 1980, 1988 ve Kural, 1989) McKinnon-Shaw yaklaşımını destekleyen açık sonuçlar elde edilmiştir (Nemli 1990: 61).

### **1.3. Gelişmekte Olan Ülkeler**

#### **1.3.1. Finansal Liberalleşmenin Etkileri**

Finansal liberalleşme kavramını iki şekilde algılamak gerekir. İlk olarak, bir ülkenin iç piyasasında, piyasa koşullarının işlemlerini sağlaması ve devletin finansal piyasalar üzerindeki doğrudan kontrollerinin kaldırılmasıdır. Finansal liberalleşmenin diğer anlamı ise, bir ülkenin kendi finansal piyasalarına yabancı sermayenin giriş ve çıkışı önündeki engelleri kaldırması ve uluslararası piyasalarla bütünleşmesidir.

Birçok gelişmekte olan ülke, finansal liberalleşme ile birlikte çeşitli ekonomik etkiler yaşadılar ve yaşamaya devam etmektedirler. Bu etkilerden ilki, faiz hadlerindeki artış olmuştur. Finansal baskı politikasının terk edilmesi ile birlikte negatif olan faiz hadleri yükselmiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye girişi ile birlikte kısa vadeli faiz oranları da azalmıştır. Finansal liberalleşme sürecinde birçok gelişmekte olan ülkenin borçları artış eğilimi göstermiştir (Adams vd. 1998: 11).

Finansal liberalleşmenin diğeri bir etkisi finansal derinleşmeye yaptığı katkı olmuştur. Pozitif faiz haddi, finansal varlıkların getirisini arttırmakta ve dolayısıyla bu varlıkları reel varlıklara göre daha cazip hale getirmektedir. Ayrıca finansal sistemin ve araçların gelişmesi, finansal derinleşmeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Finansal sistemin derinliği ölçülürken, uzun vadeli kredilerin varlığı ve miktarı ile, hisse senetleri piyasasının göreceli boyutu kullanılabilir göstergelerdir. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerin durumuna bakıldığında kısa vadeli hareketlerin ön plana çıktığı görülmektedir (Adams vd. 1998: 88).

Finansal liberalleşme ile ülkelerin menkul kıymetler piyasasının liberalleştirilmesi, o ülke hükümetinin yabancı yatırımlara menkul değerler piyasasında yatırım yapabilmesine izin vermesini ifade etmektedir. 1980'li yıllarda başlayan finansal liberalleşme akımı ile birlikte, menkul değerler piyasası da bu akımın içerisinde doğal olarak yer almıştır. Liberalleşme ile beklenen temel fayda, sermaye girişi ile birlikte firmaların sermayelerini, daha kolaylıkla arttırabilmeleri ve dolayısıyla özel yatırımların artışının sağlanmasıdır (Henry 2000: 302, 305).

Burada önemli olan nokta, menkul değerler piyasasının ekonomik büyüme içerisindeki rolü ve yatırımların finansmanına sağladığı katkıdır. Örneğin, işlem gören hisse senetlerinin GSMH'ya (Gayri Safi Milli Hasıla) oranı Almanya'da 2000 yılında % 18,7 iken, banka kredilerinin GSMH'ya oranı % 85,7 olarak gerçekleştirilmiştir. ABD'de aynı rakamlar sırasıyla % 34,3 ve % 65,2'dir. Gelişmekte olan ülkelerde menkul değerler piyasasının önemi daha azdır. Aynı oranlar sırasıyla, Meksika için % 6,2 ve % 12,9 olarak gerçekleştirilmiştir. Tayland için ise bu oranlar % 20,3 ve % 51,1'dir (The World Bank 2002: 78).

Menkul kıymetler piyasasının liberalleşmesinin ülkeler üzerindeki etkileri de farklı olmuştur. Latin Amerika ülkelerinde bu piyasanın çok fazla gelişmediği söylenebilir. Bir başka ifade ile, bu piyasaya yeni firmaların girmesi ve dolayısıyla yatırımlar için kaynak sağlanması durumu pek söz konusu olmamıştır. Fakat Asya ülkelerinde piyasaya yeni firmaların girişi oldukça hızlı bir biçimde gerçekleşmiştir (Adams vd. 1998: 90).

Dolayısıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bakımından bankacılık sektörü ön plana çıkmaktadır. Yani banka kredileri ekonomik faaliyetlerde temel niteliktedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde daha fazla önem kazanmaktadır.

Finansal liberalleşme ile ortaya çıkan diğer bir gelişme, daha fazla finansal hizmetin oluşması, rekabetin, yatırım ve tasarrufların buna bağlı olarak ekonomik büyümede bir artış meydana getirmesidir. Ancak gerek Latin Amerika gerekse Asya ülkelerinde yapılan çalışmalar, uzun vadeli krediler de fazla bir artış olmadığını buna karşılık, kısa vadeli kredilerde önemli bir artış olduğunu ortaya koymaktadır. Latin Amerika ülkelerinde, finansal liberalleşme sonucunda kısa dönem faiz hadlerinin yüksekliği, düşük tasarruf ve yatırım oranları, büyümedeki düşüklük gibi çeşitli ekonomik bozukluklar dikkati çekmektedir. Ancak Asya ülkelerinde tasarruf oranlarında önemli artışlar olmuştur. Örneğin, Tayvan'da toplam iç tasarruf oranının GSMH'ya oranı ortalama olarak 1981-88 döneminde % 33,6 olarak gerçekleşmiştir. Doğal olarak tasarruf oranındaki artış, finansal piyasaların büyümesine katkı sağlayacaktır. Finansal liberalleşmenin diğer bir etkisi, firmaların varlıklarının önemli bir kısmını finansal varlıklara yatırmalarına neden olmasıdır. Bir başka ifade ile faaliyet dışı kar oranları artmıştır. (Adams vd. 1998: 91, 94).

Gelişmekte olan ülkelerin, 1990'lı yıllarda yaşadıkları krizler ve bunların merkezinde yer alan bankacılık sektörü dikkate alındığında, ilk anda finansal liberalleşmenin bu sektörün sorunlarına çözüm bulamadığını söyleyebiliriz. Özellikle bu ülkelerde, uluslararası standartların uygulanmaması, sermaye yeterliliğindeki çeşitli sorunlar, yeterli denetimin ve yasaların olmaması ilk anda dikkati çeken konular arasında yer almaktadır.

### **1.3.2. Sermaye Girişleri ve Ekonomik Etkileri**

Sermaye girişindeki artış, finansal liberalleşme sürecini tamamlayan gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen ortak bir özelliktir. İktisadi kalkınma sürecinde, kaynak ihtiyacı duyan bu ülkeler için sermaye girişi oldukça önemlidir. Bu sermaye girişlerinin etkileri, rezervlerin artması, yatırımlar için yeni kaynakların sağlanması, para arzındaki artış, reel döviz kurundaki değerlenme, tüketimde artış

şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ancak bu etkiler ile hükümetlerin izledikleri politikalar arasında da bir uyumsuzluğun ortaya çıkması söz konusu olmaktadır. Fakat bu uyumsuzluğu gidermede, ulusal makro politikaların uygulanması da, uluslararası mali piyasalarla bütünleşen ülkelerde oldukça zor bir hale gelmektedir (Schadler 1994: 20). Sermaye girişi, aslında özel ya da kamu sektörünün belirli bir dönemde uluslararası borçlarındaki artışı ifade eder. Bir başka ifade ile ödemeler bilançosundaki hesabının fazla vermesi söz konusu olmaktadır (Calvo vd. 1994: 2)

Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının seyri ile ilgili olarak ön plana çıkan konulardan biri de 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin artan kısa vadeli borçlarıdır. Kısa vadeli borçlar içerisinde özel sektörün, özellikle finansal kurumların payı önemli miktarda artmıştır. Örneğin, Güneydoğu Asya krizinde özel sektörün uluslararası piyasalardan yaptıkları kısa vadeli borç miktarı temel sorunlardan biri olmuştur.

Bu konuda Dadush, Dasgupta, Ratha (2000: 55) tarafından yapılan 1986-1998 yıllarını ve 33 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmada, söz konusu ülkelerde olumsuz bir ekonomik gelişme olduğunda kısa vadeli borçlardaki azalmanın, pozitif bir ekonomik durumun varlığında bu ülkelere açılan kısa vadeli borç miktarına göre iki kat daha hızlı azaldığını ortaya koymaktadır. Bir başka ifade ile kısa vadeli yabancı sermaye olumsuz ekonomik gelişmelere daha hızlı bir biçimde tepki vermektedir. Dolayısıyla böyle bir durum gelişmekte olan ülkeler bakımından bir vade sorunun ortaya çıkmasına ve eğer sabit kur uygulaması da söz konusu ise kur riskinin de oluşmasına yol açmaktadır.

Burada önemli noktalardan bir diğeri, sermaye girişlerine yol açan nedenlerin neler olduğudur. Bu nedenler, uluslararası faiz oranlarındaki düşmeler ve ulusal faiz oranlarının artması, finansal alanda uygulanan liberalleşme politikaları, makro değişkenlerdeki ve bütçedeki durum olarak özetlenebilir (Calvo vd. 1994: 3, 4). Finansal baskının olduğu bir durumda, sermaye girişi durmakta ve eğer bir sınırlama yok ise dışarı sermaye çıkışı oluşmakta ve dolayısıyla bankaların kaynaklarında ve nihayet Merkez bankası rezervlerinde bir azalma ortaya çıkmaktadır. Gerçekten

1980'li dönemlerde sanayileşmiş ülkelerde yaşanan faiz düşüşü sermaye hareketlerinde belirleyici olmuştur.

Sermaye girişi, ulusal para arzında bir artışa yol açabilir. Yabancı sermaye, iç piyasada çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapabilir. Bu durumda firmalar ya da devlet sağladığı bu kaynak ile çeşitli yatırımlar yapabilir ve dolayısıyla harcama yapabilme imkanı elde eder. Yapılan harcamalar, ekonomide yeni bir gelir akımı doğurarak geliri arttırır ve bu şekilde ortaya çıkan para, yönünü bankacılık sisteminde bulur. Sonuçta hem yatırım hem de tüketim için yeni bir kaynak sağlanmış olur. Buradaki diğer alternatif, yabancı sermayenin doğrudan Bankacılık sektörü aracılığıyla ekonomi içerisinde yer almasıdır. Bankacılık sektörü doğrudan sağladığı bu kaynağı iç piyasada, fon ihtiyacı olanlara plase eder. Dolayısıyla ticari bankalar aracılığıyla ekonomide bir kredi genişlemesi ortaya çıkar. Böyle bir durumda merkez bankalarının izleyecekleri politikalar oldukça önemlidir. Bu politikalarda genellikle izlenen kur politikalarına bağlı olarak şekillenmektedir. Eğer izlenen sabit kur politikası ise, para otoritesine kuru devam ettirmek anlamında önemli görevler düşer. Bilindiği gibi sermaye girişi, para arzı üzerinde arttırıcı bir etki yaratır ve dolayısıyla sabit döviz kurunun sürdürülmesi oldukça zorlaşabilir. Bu durumda merkez bankası iç kredi miktarını daraltıcı çeşitli politikalar uygulayabilir. Ancak sermaye girişi, resmi kaynaklarca verilen resmi krediler ya da borçlar niteliğinde ise para arzında yukarıda açıklandığı gibi bir durum ortaya çıkmayacaktır. Eğer izlenen kur politikası, dalgalı kur niteliğinde ise para otoritesinin döviz kuru üzerinde doğrudan bir müdahalesi söz konusu olmayacaktır. Ancak genel olarak merkez bankasının para arzındaki artışı sınırlamak için iç kredi hacminde daraltıcı politikalar uygulanması, bankaların kredi hacmini daraltarak, küçük firmaların kredi sağlama imkanlarını önemli bir biçimde azaltacaktır (Sikorski 1996: 159-164).

Mevcut maliye ve para politikası araçlarına ek olarak bir takım alternatif politikaların uygulanmaya konulması seçeneği düşünülebilir. Bu politikalardan biri, kısa vadeli sermaye hareketlerinin vadelerini uzatmaya yöneliktir. Uygulanabilecek diğer bir politika ise, ülkenin dış ticaretini desteklemesi şeklinde olabilir. Sermaye girişi sonucunda, ulusal paranın değerlendirilmesi dış ticarete bir takım sorunlar yaratabilir. Bu dengesizliği gidermek amacıyla, ihracat sektörüne yönelik

sübvansiyon uygulanabilir ya da günümüzde çok da kolay olmamasına rağmen ithalat üzerine tarife konulabilir (Calvo vd. 1994: 21, 22).

Tüm bu önlemler aslında sermaye girişlerinin yaratacağı bir takım olumsuzlukları ortadan kaldırmak için uygulanır. Çünkü sermaye girişleri, ulusal paranın değerini arttırarak ihracat sektörünü olumsuz yönde etkileyebilir, cari işlemler açığını arttırabilir, para arzındaki artış dolayısıyla enflasyona yol açabilir ya da kısa vadeli sermaye hareketleri finansal sistemin krize girmesine yol açabilir. İşte bu kaygılardan dolayı çeşitli önlemlerin alınması söz konusu olmaktadır.

Bu etkiler ve önlemlerin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin sık sık karşılaştıkları finansal krizler ve kısa vadeli sermaye hareketleri de oldukça önemlidir. Sermaye hareketleri içerisinde kısa vadeli sermaye miktarının artması hem o ülke için finansal kriz riski yaşama bakımından oldukça önemlidir hem de uygulanacak çeşitli politikaların sınırlandırılmasına yol açmaktadır. Örneğin, merkez bankaları çok daha fazla kaynağı muhtemel bir sermaye çıkışını karşılayabilmek için tutmak zorunda kalmaktadırlar. Bu konu finansal krizler bölümünde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

#### **1.4. Bankacılık Sektörü**

##### **1.4.1. Rekabet ve Bankacılık Sektörü**

Bankacılık sektörünün bir ekonomi için oldukça büyük bir önemi vardır ve ekonomi içerisinde önemli fonksiyonlar yerine getirmektedir. Bir başka ifade ile 1980'li yıllarda başlayan finansal liberalleşme politikalarının bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkilerinin gözden geçirilmesi ve düzenlenmesi krizlerden sonra dikkati çeken önemli bir konu olmuştur.

Finansal sistem içerisinde, bankaların en kırılgan yapıya sahip kuruluşlar olması, bankalar ile ilgili bir takım düzenlemelerin yapılmasını gerekli kılmaktadır. Devletin oluşturduğu güvenlik ağı, sermaye yeterliliği, bankaların varlıkları ile ilgili çeşitli sınırlamalar, rekabet ile ilgili çeşitli düzenlemeler, bankacılık ve menkul

değerler endüstrilerinin birbirinden ayrılması gibi önlemlerin alınması söz konusu olmaktadır (Mishkin 1995: 296).

Özellikle bankacılık sektöründe asimetrik bilginin varlığı ve devlet tarafından güvenlik ağı uygulaması, bankacılık sektörünün denetimi gibi meseleler oldukça önemli niteliktedir.

Asimetrik bilginin varlığı bir takım sorunlar yaratabilir. Mevduat sahipleri, banka yöneticilerinin aldıkları riskler konusunda tam bilgi sahibi olmayabilir ya da ilgisiz kalabilirler. Mevduat sahiplerinin bankalarının varlıkları hakkında tam bilgiye sahip olmamaları ve sigorta uygulamasının bulunması da başta bankacılık sektörü olmak üzere tüm ekonomi üzerinde olumsuz etkiler doğurabilir. Devlet bankacılık sektöründe güveni tesis etmek ve banka paniklerinin yaşanmasını önlemek amacıyla güvenlik ağı oluşturmaktadır. Buradaki temel araç devletin mevduat sigortası uygulamasıdır (Mishkin 1995: 297). Bu uygulamanın temel amacı banka paniklerinin engellemesi, finansal sektörün istikrarının sağlanması, küçük yatırımcıların korunması ve küçük bankaların rekabet edebilmelerini sağlamaktır. Ancak bu uygulama bankaların daha fazla risk almalarına ve piyasa disiplinin bozulmasına yol açabilir (The World Bank 2002: 81). Ayrıca, mevduat sahipleri, banka iflas etse bile paralarını alabileceklerini bildikleri için, bankalar risk alsın bile paralarını bu bankalardan çekmemekte ve böylece bankalar üzerinde gerekli disiplinin oluşmasına katkı sağlamamaktadırlar.

Bankacılık sektöründeki önemli konulardan biri denetimdir. Denetim, bankaların performanslarını artırıcı, piyasa disiplini iyileştiren bir etki yaratacaktır. Ancak burada önemli olan nokta, banka denetimleri ve bunları denetleyenlerin durumudur. Çünkü denetçilerin düşük ücretleri, bu alanda yolsuzluğa yol açabilmekte ve denetimden beklenen sonuç elde edilememektedir (The World Bank 2002: 80, 81).

Bilindiği gibi bankalar, kredi riski, ülke ve transfer riski, piyasa riski, faiz riski, likidite riski, faaliyet riski, yasal risk gibi birçok riske maruz kalmaktadırlar. Dolayısıyla bankaların gözetim ve denetimi bu anlamda oldukça büyük önem kazanmaktadır. Bu amaçla bankaların verdikleri kredilerin ve ilgili işlemlerin

bağımsız ve güvenilir prensiplere göre verilir verilmediği, bankaların faiz risklerini ne şekilde kontrol ettikleri, güçlü bir likidite yönetimine sahip olup olmadıkları, faaliyet riski bakımından bankaların etkin bir iç kontrol mekanizmasına sahip olup olmadıkları denetlenmelidir (Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi 1999: 100, 111).

Diğer bir yöntem, bankaların sermaye gerekliliğinde yapılacak artışlardır. Daha önce açıklandığı gibi, devletin güvelik ağı oluşturması sonucu oluşabilecek ahlaki tehlike problemi ve mevduat sahiplerinin bankalar hakkındaki bilgilerinin eksik olması ve bunun sonucunda gerekli disiplinin sağlanamaması bankaları riskli yatırımlar yapmaya yönlendirebilir. Bunu önlemek için bankaların, belirli oranlarda öz sermaye tutmaları sağlanarak, bankaların iflas etmeleri durumunda, banka sahiplerinin de önemli miktarda para kaybetmeleri ve bunun sonucunda bankaların daha az riskli alanlara yönlendirilmesi söz konusu olabilir. (Mishkin 1995: 301, 303)

Bankacılık sektörünün daha sağlıklı çalışmasını sağlamak için başvurulacak yollardan birisi de, bankaların mali yapılarının şeffaflaştırılması, bankalar hakkındaki bilgilerin açıklanması ve insanların bilgilendirilmesidir. Bankaların mali durumu, portföy durumu, risk ve varlık durumunun açıklanması ile hem hisse senedi sahiplerinin, kreditorlerin hem de mevduat sahiplerinin kararlarını daha rasyonel olarak almaları söz konusu olacak ve bu da bankaların risk altına girmelerini önleyici bir rol oynayacaktır (Mishkin 1995: 305).

#### **1.4.2. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Bankacılık Sektörü**

Gelişmekte olan piyasalarda ön plana çıkan gelişme, bu piyasalarda yabancı bankaların payının artması olmuştur. Yabancı bankaların başka piyasalara girmesinin nedenleri, piyasanın yüksek büyüme oranına ve geniş bir bankacılık piyasasına sahip olması olarak gösterilebilir. Bu piyasalarda var olan kar imkanlarından yararlanmak oldukça önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerin bu bankalardan beklediği yararlar ise, yabancı bankaların artıracığı rekabet ile piyasada etkinliği arttıracığı ve yeniliklerin uygulanmasına katkı sağlayacağı ve yabancı sermayenin girişini kolaylaştırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı şeklindedir. Diğer yandan, yabancı



bankaların sermayenin bu ülkelerden çıkışını kolaylaştırabileceği gibi çeşitli kaygılarda söz konusudur (The World Bank 2002:89,90).

Gelişmekte olan ülkelerde diğer bir özellik, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi finansal kurumların konsolidasyona gitmesidir. Konsolidasyon farklı amaçlarla yapılmaktadır. Fazla kapasiteyi ortadan kaldırmak, iflasları önlemek, ölçek ekonomilerinden yararlanmak, büyümenin daha hızlı gerçekleşmesini sağlamak, risklerin azaltılması, rekabetin azaltılması gibi nedenlerle bankacılık sektöründe birleşmeler söz konusu olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, bu nedenlerin yanı sıra bankaların krizlerde önemli bir etken olması dolayısıyla bankaların bu yolla mali güçlerini artırarak finansal krizleri önlemek amaçlanmaktadır. Ancak konsolidasyon ile ilgili sorun, bu sektörde istihdamda meydana gelen azalmadır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumları, özellikle işsizlik sorunu dikkate alındığında, konsolidasyonun bu açıdan önemli bir sorun doğurması söz konusu olabilir (Adams, Mathieson, Schinasi, Chadha 1998:120,125).

Özellikle finansal krizler sonrasında gelişmekte olan ülkelerin banka sayısında önemli değişimler yaşanmıştır. Tablo 1’de görüldüğü gibi, örneğin 1994’ten sonra Brezilya’da 100’den fazla banka konsolidasyon sürecinde yer almış ve yabancı bankaların piyasaya girişine izin verilmiştir. Kriz öncesi dönemde Malezya’da 24 banka faaliyet gösterirken, kriz sonrası dönemde bu bankalar birleştirilerek 6 banka şeklinde faaliyetlerine devam etmişlerdir. Finansal krizler yaşayan Asya ve Latin Amerika ülkelerinde banka sayısındaki azalmanın daha fazla olduğu görülmektedir.

## **2. FİNANSAL KRİZ**

### **2.1. Finansal Piyasalarda Var Olan Piyasa Başarısızlıkları**

Bir ekonominin sağlıklı işleyebilmesi, ekonominin büyümesi, yatırımlar için gerekli kaynakların sağlanabilmesi için güçlü bir finansal sistemin varlığı zorunludur. Özellikle bankaların, firmaların finansman ihtiyacını sağlayan temel kuruluşlar olması ve hisse senedi piyasasının payının oldukça küçük olması konuyu daha da önemli hale getirmektedir. Finansal piyasaların temel fonksiyonu, fon

ihtiyacı olanlar ile fon fazlası olanlar arasında aracılık yapması ve dolayısıyla ekonomik aktivitelerin işlemeleri için gerekli kaynağı sağlamasıdır. Ayrıca finansal kuruluşlar, işlem maliyetlerini azaltıcı etki doğururlar (Mishkin 1995: 195-200).

**Tablo 1: Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Banka Sayısı**

Ülke	Banka Sayısı (1994)	Banka Sayısı (2000)
Asya		
Kore Cumhuriyeti	30	13
Malezya	25	10
Filipin	41	27
Tayland	15	13
Latin Amerika		
Arjantin	206	113
Brezilya	245	193
Şili	37	29
Meksika	36	23
Venezuela	43	42
Orta Avrupa		
Çek Cumhuriyeti	55	42
Macaristan	40	39
Polonya	82	77
Türkiye	72	79

Kaynak : IMF, International Capital Markets, Development, Prospects and Key Policy Issues, 2001

Finansal piyasalarda var olan piyasa başarısızlıkları yukarıda ifade edilen işlevlerin yerine getirilmesini ve sistemin çalışmasını önleyebilir. Piyasa başarısızlıkları tüm ekonomiyi etkileyici çeşitli sorunlar doğurabilir.

### **2.1.1. Asimetrik Bilgi**

Piyasa içerisinde yer alan yatırımcıların aynı bilgiye sahip olmamaları bir eşitsizlik yaratacaktır. Örneğin, bir borçlu aldığı fonu yatıracığı kaynağın sağlayacağı getiriye borcu verenden daha iyi bilmektedir. Bu durum asimetrik bilgi olarak adlandırılır (Mishkin 1995: 35). Böyle bir durum üç sorun yaratır. Ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve sürü davranışı (herding behaviour) (IMF 1998: 13).

Farklı bilgi sahibi olmak aynı zamanda iç piyasa oyuncularını ile yabancı yatırımcılar bakımından da farklı sonuçlar doğuracaktır. Ekonomide olumsuz bir şokun varlığı halinde, iç yatırımcıların daha önce reaksiyon vermesi ve buna göre pozisyon alması söz konusu olmaktadır. Fakat bilgi bakımından bir farklılığın olmaması durumunda hem yerli hem de yabancı yatırımcı benzer şekilde davranmakta ve zaman farkı olmadan fonlarını yönlendirebilmektedir. Asimetrik bilginin varlığında ise, yabancı yatırımcılar daha geç tepki vermektedir (Upper 1999: 10).

Asimetrik bilgi yukarıda açıklandığı gibi sadece iç piyasada değil uluslararası piyasada da ortaya çıkabilir. Çünkü uluslararası piyasalarda kredi verenlerin verdikleri kredileri geri almada daha güvenli olmaları ahlaki tehlikenin oluşmasına yol açabilir. Kredilerin devlet güvencesi altında olduğu bir ortamda kriz öncesi dönemlerde açılan kredi miktarlarında bir artış ortaya çıkmaktadır.

### **2.1.2. Ters Seçim**

Ters seçim, borç verme işlemi olmadan önce, borç veren kişinin borç verdiği kişi yada kurum hakkında tam bilgi sahip olmaması, borçlunun fonu hangi alana yatıracığı konusunda eksik bilgi sahibi olması durumunda ortaya çıkar. Böyle bir durumda, daha fazla risk üstlenenler, kredi alma konusunda en istekli olanlardır.

Piyasa içerisindeki yüksek nitelikli firmalar, eksik bilgi dolayısıyla piyasa değerlerinin altında fiyatlarla borçlanacaklar ve bu da bu firmaların daha az hisse senedi çıkarmalarına yol açacaktır (IMF 1998: 13). Dolayısıyla bilgi eksikliği, yatırımcıların fonlarını yönlendirirken, yatırım yapılan yerin güvenli olup olmadığı konusunda doğru karar vermelerini önlemektedir.

Örneğin faiz hadlerinin reel olarak artması yada finansal piyasalarda var olan belirsizliğin artması yukarıda ifade edilen sorunun artmasına yol açabilir. Faiz oranlarının yükseldiği bir durumda, kredilerin daha riskli yatırımlara gitme olasılığı artacak ve bu durum düşük riskli yatırımlar yerine yüksek riskli yatırımların finansmanına imkan tanıyacak ve tersine seçim sorununu ağırlaştıracaktır (Gür 1999: 29, 30).

### **2.1.3. Ahlaki Tehlike**

Asimetrik bilginin yarattığı diğer sorun ise, işlem yapıldıktan sonra ortaya çıkan ve borç alanın aldığı fonu istenmeyen biçimde kullanarak risk yaratması şeklinde tanımlanabilecek olan ahlaki tehlikedir. Burada borçlu, aldığı fonu getirisi yüksek ancak riskli yatırımlara yatırdığında iki muhtemel sonuç ortaya çıkar. Bunlardan ilki, projenin başarılı olması ve önemli bir getiri sağlamasıdır. İkinci durum ise, projenin başarısız olması ve borç verenin çok büyük bir kayba uğramış olmasıdır. Böyle bir ortamda borç verenler, borç verme konusunda çekingen davranacak ve bu da sonuçta yatırımlar için gerekli olan fonun sağlanmasında oldukça önemli sıkıntılar doğuracaktır (IMF 1998: 13).

### **2.1.4. Sürü Davranışı**

Asimetrik bilginin yarattığı diğer bir durum ise, borç verenlerin birlikte hareket etme eğiliminde olmalarıdır. Yani bir kısım yatırımcının daha iyi bilgi sahibi olduklarını düşündükleri yatırımcı ya da yatırımcılar izleyerek hareket etmeleri söz konusu olmaktadır. Böyle bir durum piyasada ani hareketleri ve dalgalanmaları beraberinde getirmektedir. Sürü halindeki davranış, aynı zamanda paraları yöneten düşük nitelikli yöneticilerin, daha iyi bilgi sahibi olduğunu düşündükleri yöneticilerin davranışlarını takip etmeleri sonucunu da ortaya çıkarabilir. Bu tür

davranışlar, ekonomik değişkenlerle, açıklanamayan dalgalanmalara da temel oluşturabilmektedir (IMF 1998: 14).

Asimetrik bilginin yarattığı etkileri somut bir olayda açıklayabiliriz. 1994 yılında Meksika'da yaşanan ve pesonun dolara bağlanması şeklinde uygulamanın sona ermesine yol açan finansal kriz ile ilgili yapılan araştırmada, asimetrik bilginin yerli yatırımcılar ile yabancı yatırımcıların farklı davranmalarına yol açtığı ortaya konulmuştur. Bu çalışmada, pesonun devalüe edilmesine yerli üreticilerin daha önceden tepki gösterdiklerini ve varlıklarını ABD dolarına çevirdikleri, buna karşılık yabancı yatırımcıların daha geç tepki gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca krizin nedeni olarak, spekülâtif sermaye hareketlerinden ziyade Meksika vatandaşlarının davranışları gösterilmektedir. Bu somut olayın dışında asimetrik bilgi, yabancı sermaye yatırımlarının toplam sermaye stoku içerisindeki payının azalmasına ve buna bağlı olarak tüketicilerin dalgalanmalara karşı kendilerini korumak için tüketim harcamalarını azaltmalarına ve bunun sonucunda bir takım reel etkilerin oluşmasına yol açması söz konusu olabilmektedir (Upper 1999: 18, 19, 27).

Karşılaşılan bu piyasa başarısızlıklarını ortadan kaldırmanın yada en azından etkilerini azaltmanın en iyi yolu, borç verecek kişilere, borç isteyen kişilerin yada firmaların durumları hakkında detaylı bilgi sağlamak ve asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaktır. Bu bilgiler, bu alanda faaliyet gösteren ve uzmanlaşmış kurumlar aracılığıyla sağlanabilir. Ancak bedavacılık sorununun yani bilgi edinmek için herhangi bir maliyete katlanmadan hareket edenlerin varlığı, sorunu çözmeyi zorlaştırabilir. Çünkü belirli bir maliyete katlanıp sağlanan bilgi sonucunda daha düşük fiyattan alınabilecek menkul kıymetlerin değeri artabilir ve karlılık azalabilir. Dolayısıyla ters seçim ve bedavacılık sorununu çözmek konusunda devlet bilgi sağlayarak katkıda bulunabilir. Ya da devlet, firmaların mali durumları hakkında doğru bilgileri açıklamalarını sağlayıcı düzenlemeler yapabilir. Aynı şekilde ahlaki tehlike problemini çözmek için, kısıtlayıcı bir takım sözleşmeler yapılabilir yada borç verenlere daha fazla bilgi sağlanması söz konusu olabilir (Mishkin 1995: 204-208-210).

## **2.2. Finansal Krizler**

Günümüz finansal krizleri, finansal liberalleşme politikaları çerçevesinde uluslararası finans alanında yaşanan bütünleşme sonucunda gelişmekte olan ülkelerin kendi iç dinamiklerinden ziyade uluslararası sermaye hareketlerine bağlı olarak yaşadıkları krizleri ifade etmektedir. Spekülatif sermaye hareketlerinin önem kazandığı bir dönemde, gelişmekte olan ülkeler, ekonomileri üzerinde oldukça yıkıcı etkileri olan finansal krizleri yaşamaya başladılar. Örneğin, Şili gibi bazı ülkeler spekülatif sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz sonuçlardan kaçınmak için, bu hareketleri önleyici çeşitli politikalar uygulamaya koydular.

### **2.2.1. Finansal Krizin Tanımı ve Türleri**

Finansal liberalleşme politikaları ile birlikte, finansal krizler gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu haline gelmiştir. 1990'lı yıllar ile birlikte 1994 yılında Meksika'da, 1997'de Asya'da, 2000-2001 yıllarında Türkiye'de yaşanan finansal krizler sadece krizleri yaşayan bu ülke ekonomilerine değil diğer ülke ekonomileri üzerinde de önemli etkilerde bulunmuştur.

Sayılgan (2001), belirtilen bu finansal krizlerin ortak noktalarını şu şekilde sıralamaktadır.

Bütün ülkeler;

\* Finansal serbestleşme sürecine katılmış ve küreselleşme sürecine adapte olmaya karar vermiştir.

\* Söz konusu yıllardaki krizlere girerken döviz kurunun sabitlenmesine dayalı bir politika izlenmiştir.

\* Yabancı tasarrufçuların yerel piyasaları terk etmesi nedeniyle döviz krizine girilmiştir.

\* Kriz sonrasında döviz kurlarını dalgalanmaya bırakırken, sıkı para ve maliye politikalarına ağırlık verilmiştir.

\* Enflasyonla mücadeleye devam etmiş, enflasyon hedeflemesine dayalı bir para politikasını devreye sokmuştur.

Mishkin (1995: 215) finansal krizin tanımını şu şekilde yapmaktadır:

*“Finansal krizler, finansal sistemde bozulmalar olduğunda ortaya çıkar. Bu durum, finansal piyasaların fonları tasarruf sahibinden yatırımcıya ulaştırmasını önleyen ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini artırmaktadır. Finansal piyasaların, bu şekilde olması sonucunda, ekonomik aktiviteler keskin biçimde daralmaktadır.”*

Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik altyapılarını tam olarak hazırlamadan uygulamaya koydukları finansal liberalleşme politikaları, bu ülkelerin ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerinin bir takım olumsuz etkilerine maruz kalmalarına yol açmıştır. Buradaki temel sonuç finansal krizlerdir. Bu krizler para krizi, bankacılık krizi, dış borç krizi şeklinde ayrıma tabi tutulabilir.

#### **2.2.1.1. Para Krizi**

Para krizinde temel faktör, yatırımcıların ellerinde tuttıkları paraların değer kaybetmesi korkusu ile bir paradan uzaklaşmaları ve genellikle bunun sonucunda oluşan fon hareketlerinin devalüasyon için bir baskı yaratıyor olmasıdır (Krugman 2000: 1). Para krizi sadece sabit döviz kuru için değil aynı zamanda belirli bir banta göre hareket eden kurlarda da ortaya çıkabilir (Özer 1999: 30).

Para krizi ile ilgili temelde iki tane yaklaşım vardır. Bunlardan birincisi, durumu mekanik bir olay olarak gören yani spekülâtif hareketler sonucu merkez bankalarının rezervlerinin önemli ölçüde azalması ve kurda zorunlu olarak ayarlama yapılmasını öngören yaklaşımdır. Günümüzde üzerinde durulan ikinci yaklaşıma göre ise sorun makro ekonomik problemlerden kaynaklanmaktadır (Krugman 2000: 2). Yani merkez bankasının iç kredi genişlemesi politikası ile sabitlenmiş döviz kuru arasında dengesizliğin artması, bütçe açıklarının para basarak finansmanı, dış ticaret açığını artırıcı sabit döviz kuru gibi uygulamalar, ülke parasına yönelik spekülâtif hareketler para krizine yol açmaktadır (Özer 1999: 30).

Mulder (2002: 9), para krizlerinin oluşmasında likiditenin önemi üzerinde durmaktadır. Bu bakımdan merkez bankalarının rezervleri oldukça büyük bir önem kazanmaktadır. Bir ülkenin kısa vadeli borçlarının yüksekliği olumsuz bir ekonomik ya da siyasal sürecin sonunda yabancı yatırımcıların risk almak istememeleri, ülkeden sermaye çıkışının hızlanmasına yol açabilir. Böyle bir durum likidite sorunu doğurarak kurun sürdürülmesini zorlaştırabilir.

Tuncer (2001: 47, 48), para krizlerinde cari işlemler açığının, ulusal paranın reel olarak değerinde meydana gelen artışın ve kamu kesimi açıklarının önemli göstergeler olduğunu ifade etmektedir.

Para krizinde, hükümetin kuru devam ettirme konusundaki kararlılığı da oldukça önemlidir. Kurun devamının sağlanması için faiz oranları artırılabilir fakat bunun yaratacağı maliyet büyük olabilir. Bu durumda kurun dalgalanmaya bırakılması seçeneği düşünülebilir. Para krizi ile ilgili diğer bir önemli konu da, krizin yayılması ihtimalinin varlığıdır. Asimetrik olarak bilgilenen yatırımcıların kendinden öncekileri izleyerek hareket etmesi söz konusu olabilir. Ayrıca para krizi yaşayan bir ülkedeki gelişmelerin benzer makro ekonomik koşulları taşıyan ülkelere spekülasyon hareketlerinin oluşmasına yol açarak istenmeyen sonuçların olmasına neden olabilir (Drazen 2000 48, 50, 51).

### **2.2.1.2. Bankacılık Krizi**

Bankacılık krizi, piyasada bulunan bazı bankaların başarısız olması ve yükümlülüklerini yerine getirememesi ve bunun sonucunda oluşan banka panikleri şeklinde tanımlanabilir. Bu krize, çeşitli etkenler yol açabilir. Örneğin, mevduat sahiplerinin büyük oranlarda mevduatlarını bankalardan çekmeleri, bankaların kötü yönetimi ve risk altında faaliyetlerine devam etmeleri, varlık yönetimi ve borçlarındaki bozulmalar bankacılık krizinin oluşmasına yol açabilir (Özer 1999: 33). Bankacılık sektöründe ortaya çıkacak bu kriz, bir başka ifade ile yatırımlar için kaynak sağlayan ve bir bakıma ekonomik büyümenin ve ekonomik aktivitelerin temelini oluşturan bankaların piyasadan elenmeleri sadece sektörü değil yatırımları ve tüm ekonomiyi olumsuz yönde etkileyecektir. Dolayısıyla sağlam bir yapıya sahip bir bankacılık sektörü oldukça önemlidir (Mishkin 1995: 217).



Bankacılık alanında yaşanan bu krizlerde, bankaların yeterli denetime tabi olmaması, mali durumlarının şeffaf olmaması, gereğinden fazla risk üstlenilmesi, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi çeşitli piyasa başarısızlıklarının önemli rolü vardır.

### **2.2.1.3. Ödemeler Dengesi Krizi**

Ödemeler dengesi krizleri de ülkelerin dış ödemelerini yapamamaları yada zorlanmaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Diğer kriz türlerinde olduğu gibi burada da finansal piyasaların küreselleşmesinin büyük bir etkisi vardır. Buna 1980'li yıllarda yaşanan borç krizi örnek olarak verilebilir. Bu örneğe bakıldığı zaman global ekonomide yaşanan daralmalar şeklinde oluşan dış şokların yanı sıra, o dönemde hızlı biçimde akan yabancı sermayenin arkasına gizlenen makro ekonomideki bozulmalar, Meksika ile başlayan ve bir çok ülkeye yansıyan dış ödeme güçlükleri yaratmıştır (IMF 1999: 5).

### **2.2.2. Finansal Kriz Modelleri**

Finansal krizler ile ilgili çeşitli teoriler ve görüşler vardır. Bunlardan ilki Krugman'ın öncülük ettiği ve para krizlerini açıklamaya yönelik oluşturulan teoridir. Sabit döviz kuru geçerli iken, iç kredi hacminin para talebinden daha fazla artması, ulusal rezervlerin azalmasına yol açar. Bir başka ifade ile, ekonomideki temel değişkenler arasındaki bozukluk, rezervlerin önemli biçimde azalmasına yol açar. Bunun etkisi de sürdürülmesi hedeflenen döviz kurunun sürdürülmesinin imkansız hale gelmesi ve devalüasyondur (Drazen 2000: 48). Kriz öncesi göstergeler, kriz öncesi dönemde uluslararası rezervlerin hızlı ve ani biçimde değil fakat sürekli azalması, devletin borç yükünün artması, iç kredi hacminin genişlemesi, spekülasyon hareketlerinin başlaması şeklinde ifade edilebilir (Özer 1999: 56, 57).

Krugman'ın bu modelinde, politikacıların kuru devam ettirme konusundaki kararlılıklarını da dikkate almaktadır. Genellikle politikacılar, rezervler belirli bir noktaya indikten sonra kuru dalgalanmasına izin vermektedirler. Yani politikacılar pasiftir ve dolayısıyla dış ve iç genişlemelere karşı tepki vermede ve kuru koruma bakımından kararlı adımlar atma konusunda pasif kalabilirler. Dolayısıyla kuru devam ettirme konusundaki kararlılık ekonomi içerisinde oldukça önemlidir. Aksi bir

durum spekülâtif hareketlerin başlamasına zemin oluşturabilir (Drazen 2000: 48). Devletin bu yönde kararlılığının olmaması, yatırımcılar üzerinde psikolojik bir etki yaratacaktır. Bu konudaki olumsuz bir görüş, devletin daha fazla faiz ödeyerek borçlanması sonucunu doğuracaktır. Çünkü fon sahiplerini durumlarını devalüasyon beklentisine göre belirleyeceklerdir.

Kriz modellerinden bir başkası da bulaşıcı kriz modelleridir. Buradaki temel nokta, kapitalist sisteme uyum sürecinde, finansal liberalleşme politikaları uygulayan ve spekülâtif sermaye hareketlerine maruz kalan gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları finansal krizlerin diğer ülkeleri etkilemesidir (Toprak 2001: 98). Gerçekten 1990'lı yıllarda yaşanan Latin Amerika ve Asya krizi bulaşıcı nitelikte olan krizlerdir. Özellikle birbirleri ile güçlü ticaret bağları olan ülkeler arasında bu tür krizlerin olumsuz etkilerinin daha fazla olması söz konusu olmaktadır. Yada krizler belirli bir bölgede yoğun olumsuz etkiler yaratabilir.

Krizlerin bulaşma kanallarından biri, ülkelerden birinin döviz kuruna yönelik spekülâtif bir saldırının devalüasyona yol açması ve o ülkenin parasının değerinin düşmesi ve bunun sonucunda iki ülke arasında bir ticaret açığının oluşmasıdır. Bu açık merkez bankası rezervleri üzerinde olumsuz etki yaratacak derecede büyük olursa, spekülâtif hareketlere bağlı olarak krizin bu ülkeye de yansması da söz konusu olabilir (Özer 1999: 73, 74).

Finansal krizler ile ilgili olarak Dornbush (2001: 56), krizleri eski ve yeni tip krizler olarak ikiye ayırmaktadır. Eski tip krizlerde, kamu harcamalarındaki hızlı artış ve cari açık sonucunda ortaya çıkan bir devalüasyon söz konusudur. Yeni tip krizlerde ise gerek kamu sektörünün gerekse özel sektörün bilançolarında var olan dengesizlikler, ekonomideki şüpheleri artırarak ülkeden sermaye çıkışına yol açarak krizlerin oluşmasına yol açmakta ve yarattığı maliyetlerde daha ağır olmaktadır.

Krizler ile ilgili olarak Dadush, Dasgupta ve Ratha (2000: 54) ise gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yıllarda kısa vadeli borçlarının sahip oldukları rezervlerin çok üzerinde olduğunu ve bu durumun önemli bir risk yarattığı görüşü üzerinde durmaktadırlar.

Benzer bir yaklaşımla Keller, Rosenberg, Roubini ve Setser (2002: 15) finansal krizlerin oluşmasında kamu ve özel sektörün bilançolarındaki dengesizliklerin ve zayıflıkların önemli bir etken olduğu üzerinde durmaktadır. Özellikle merkez bankasının, kamu kesiminin, özel sektörde bankacılık kesiminin durumları oldukça önemli hale gelmektedir. Çünkü bunlardan birinde var olacak bir olumsuzluk diğerlerini de etkileyebilecek bir durum yaratabilir.

Finansal krizler ile ilgili diğer bir yaklaşım ise konuyu iki bakımdan ele almaktadır. Finansal zayıflık yaklaşımı ve parasal yaklaşım.

Finansal zayıflık yaklaşımı şu şekilde özetlenebilir; ekonomide ve siyasi yapıda var olan olumlu durum, ekonomik aktörlerin iyimser olmalarına ve kararlarını bu yönde almalarına yol açar. Ekonomideki olumlu gidişat, yatırımların artmasına ve artan talebe bağlı olarak nihai ürünlerin fiyatlarının yükselmesine, borçlanma imkanlarının artmasına yol açar. Enflasyon ile birlikte borçlarının reel değeri azalanlar, daha fazla borçlanırlar. Bu durum bir vade sorunu yaratır. Bir başka ifade ile artan faizler ile birlikte vadesi gelen borçlar daha yüksek miktarda kısa vadeli borçlarla karşılanır. Piyasadaki bazı firmalar bu durumda likidite sorunu yaşarlar. Durumun piyasa oyuncuları tarafından fark edilmesi, herkesin likitlerini aktif hale getirmelerine ve bankalarında kredi arzında bir daralmaya gitmeleri sonucunu doğurarak sistematik bir krizin oluşmasına yol açar ve tüm ekonomiyi etkiler (Alp 2000: 265, 266).

Parasal yaklaşım ise bankacılık krizinden ve banka paniklerinden yola çıkmaktadır. Piyasadaki bazı bankaların mali yapılarının bozulması, mevduat sahiplerinin paralarını bankalardan çekmelerine ve sonuçta tüm ekonomiyi etkileyecek finansal krizin oluşmasına yol açabilir. Bankaların ödedikleri mevduatların miktarlarının büyümesi bankaların işlevlerini yerine getirmelerini önleyecektir. Örneğin, kredi arzı daralacak, firmaların ihtiyacı olan fonlar yeterli düzeyde sağlanamayacak yada yüksek maliyetlerde sağlanabilecektir. Dolayısıyla bankacılık sektöründen başlayıp tüm ekonomiyi etkileyecek finansal krizler oluşacaktır (Alp 2000: 266). Özellikle bankacılık sektöründe oluşacak bir krizi önlemek amacıyla çeşitli önlemlerin alınması gerekir. Bu önlemlerin başında sigorta

uygulanması gelmektedir. Ayrıca bu sektörde var olan kriz riskini ortadan kaldırmak için denetimin çok özenli biçimde yapılması da gerekmektedir.

### **2.2.3. Finansal Krizin Öncü Göstergeleri**

Finansal piyasaların hızlı biçimde entegrasyonu nedeniyle, sermaye hareketliliğinin ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin hız kazandığı ve ülkelerin ulusal ekonomi politikalarını tek taraflı olarak uygulayamadıkları bir uluslararası ekonomik sistemde finansal krizlerin önceden belirlenebilmeleri oldukça zor hale gelmiştir.

Dornbush (2001: 58), yerli paranın % 25'in üzerinde reel olarak değerinin artmasının ve cari işlem açıklarının GSYİH'nın (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) % 4'ünü aşması durumunda finansal bir krizin oluşması bakımından oldukça riskli bir durumun olduğunu ve bu rakamların önemli göstergeler olduğunu ifade etmektedir.

Para krizi belirlenirken öncü göstergeler olarak, reel döviz kurundaki aşırı yükselmeler, iç kredi hacmindeki hızlı artış, kamu sektörü borçlanmasının artışı, enflasyon oranındaki artış, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki azalış, faiz oranlarındaki değişimler, dış ticaret açığının artması, reel GSMH'daki azalış dikkate alınabilir. Bankacılık krizinde ise, kısa dönem sermaye hareketlerindeki hızlı artışlar, iç kredi hacminin hızlı biçimde artışı, reel faaliyetlerdeki azalmalar, hisse senedi ve diğer varlık fiyatlarındaki azalmalar öncü göstergeler olarak ele alınabilir (Adams vd. 1998: 173, 174).

Eğer mali sorunlar ön plana çıkıyorsa, bütçe açıkları, kamu cari harcamaları, kamu kesimine açılan krediler temel göstergeler olarak değerlendirilebilir. Ya da finans sektörünün sorunları ve zayıf mali yapısı ön plana çıkıyor ise, bankacılık sisteminin kısa vadeli borçları, özel sektör kredi artış oranı, faiz durumu gibi değişkenler temel göstergeler olarak değerlendirilebilir. Ya da sorun dış ticaretten kaynaklanıyor ise cari hesap açıkları, reel döviz kuru, dış ticaret hadlerinde değişimler dikkate alınabilir (Özer 1999: 48). Böylece ekonominin sorunları, bölümleri ve bunlarla ilgili göstergeler dikkate alınarak krizin önceden belirlenmesi,

kriz öncesi ve sonrası uygulanacak politika ve önlemlerin belirlenmesi kolaylaşacaktır.

Finansal krizler ile ilgili ön plana çıkan konulardan biri de, sermaye çıkışlarıdır. Yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkelerin makro ekonomik durumlarına ve yapısal sorunlarına bakarak yatırımlarını o ülkeden çıkarma kararı vermektedirler. Dolayısıyla yabancı sermayenin çıkışına yol açan nedenler de oldukça önemlidir. Bu konuda Latin Amerika ve Türkiye'ye bakıldığı zaman sorunun kamu sektörü, Asya krizinde ise temel sorunun özel sektörden kaynaklandığı ifade edilmektedir (IMF 2002: 3-4).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN FİNANSAL KRİZ DENEYİMLERİ

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin yaşamış oldukları ikiz krizlerde, bir dönemden diğerine net sermaye girişinden net sermaye çıkışına beklenmedik ve önemli büyüklükte kaymalar gözlenmektedir. Söz konusu krizlerde, bir ekonomiye geniş çaplı sermaye girişi olurken, bu sermaye girişi durmakta ve ülke, birikmiş kredilerin geri ödenmesi yönünde ani bir taleple karşı karşıya kalmaktadır. Bu ani ve keskin geri dönüş, krediler geri ödenemediği veya en azından geri ödeyememe durumunun eşğine gelindiği için, finansal sıkıntılara yol açmaktadır. Sermaye girişlerinin geri dönüşü; geri ödeyememe, borçların yeniden yapılandırılması ya da geçmiş kredilerin geri ödenmesini finanse etmek amacıyla bir kreditörün yeni bir kredi sağlaması gibi sonuçlar doğurabilmektedir (Radalet vd. 1998: 4). Bu deneyimlerde finansal sermaye akımlarında beklenmeyen ani geri dönüşler sonrasında, büyük ekonomik daralmalar görülmektedir.

Gerçekten de gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler, daha önceki tipik para ve bankacılık krizlerinin çoğu belirtilerini paylaşmaktadır. Bu ortak belirtiler arasında en önemlileri; geniş sermaye girişleri, aktif fiyatlarında ve kredilerde görülen genişlemeler, yerli paranın aşırı değerlenmesi ve geniş cari işlem açıklarıdır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin paylaşmadığı özellikler genellikle krizin ortaya çıkışını izleyen dönemde göze çarpmaktadır. Avrupa'da para ve bankacılık krizleri ile başa çıkmak için kurtarma paketleri gerekmemiştir. Oysa Meksika ve Asya krizleri, eşi görülmemiş büyüklükte kurtarma paketlerine eşlik etmiştir. Söz konusu kurtarma paketlerine rağmen, Meksika ve Asya ülkeleri, büyük çıktı kayıplarına maruz kalmışlardır.

Üstelik kısa vadeli borç finansmanının yüksek olduğu durumlarda hükümetin ve özel kesimin kısa vadede mevcut borçlarını geri ödemesi istenmektedir. Geniş ölçekli kurtarma paketleri bile bu sıkıntının sadece bir kısmını karşılayabilmektedir. Sermaye girişlerindeki bu ani geri dönüş yada negatif sallantının tahrip edici etkileri

vardır. Geniş cari işlem açıkları, eğer kısa vadeli borç ile finanse edilmişse özellikle tehlikelidir. Sermaye girişinin yavaşlaması veya geri dönüşü, ülkeyi geri ödeyememe durumuna düşürebilir ya da mevcut sermaye stokunun verimliliğini büyük oranda azaltabilir(Calvo vd. 2000: 176).

Gelişmekte olan ülkeler genellikle, yüksek derecede serbestleşmiş bankacılık işlemlerine ilişkin gerekli düzenleyici ve yasal altyapıdan yoksundur. Ayrıca bu ülkeler, mevduat sahiplerinin ani güven kayıplarını durdurmak için kullanabileceği en son kredi mercii kapasitesine sahip değildir. Bu yüzden özellikle yerli bankacılık sisteminin aracılık ettiği kısa vadeli sermaye akımları önemli tehlikeler yaratabilmektedir (Radalet vd. 1998: 17)

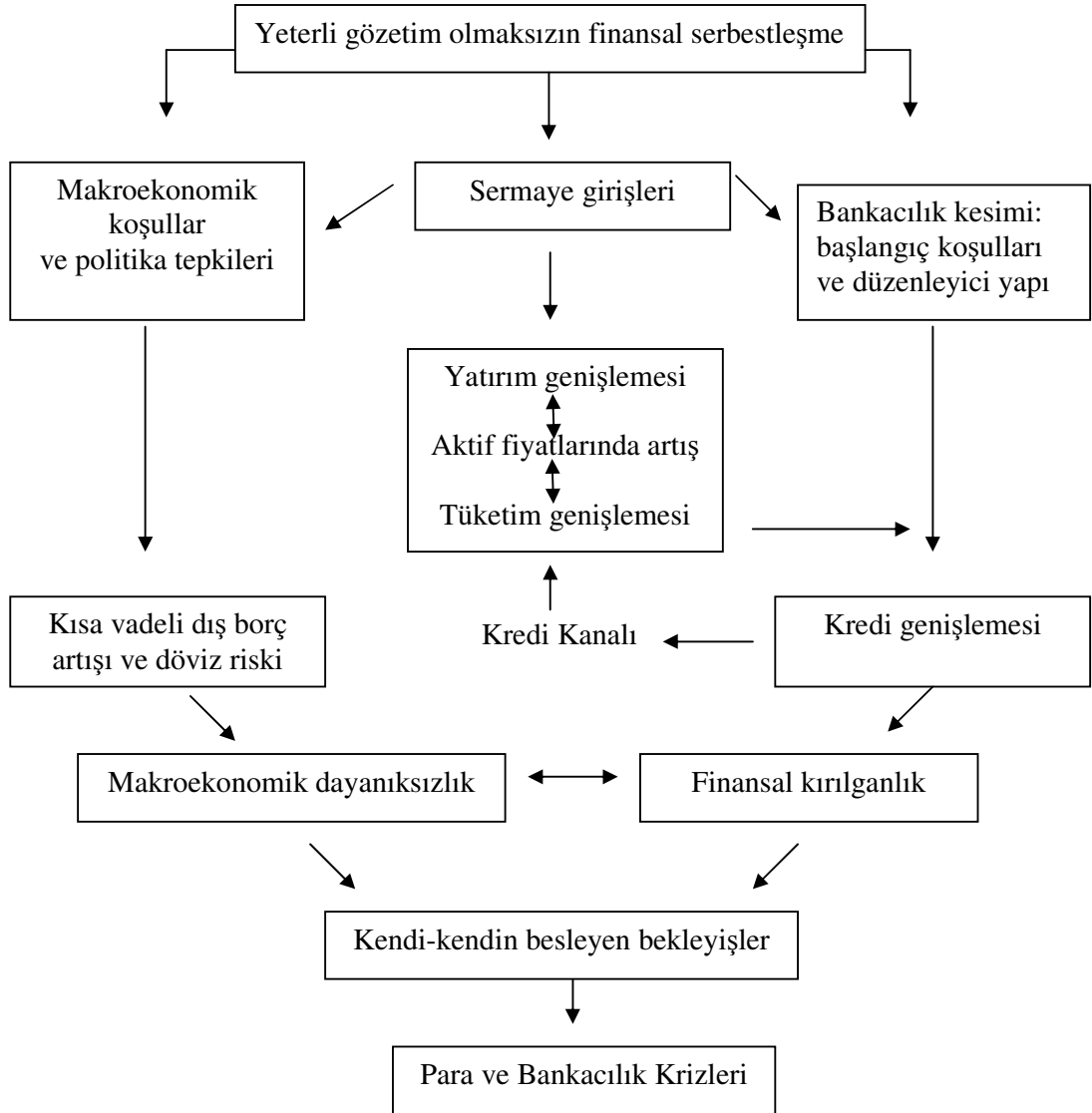
1990'lı yıllarda hızlı büyümeye ulaştıkları zaman, Doğu Asya ekonomilerinde önemli zayıflıklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu zayıflıkların en önemlisi, finansal sistemin kısa vadeli dış borç stokunun hızla yükselmesidir. Bu durum, hem başarılı ekonomik performansın yabancı sermayeyi çekmesinin hem de kısmi finansal piyasa serbestleşmesinin yabancı sermaye girişleri için yeni kanallar açmasının bir sonucu olmuştur. Sermaye girişleri; yerli para da hızlı bir değer kazancı, banka kredilerinde hızlı bir genişleme ve özellikle sermaye akımlarında muhtemel bir geri dönüşe karşı dayanıksızlığın artmasına yol açmıştır.

Böyle bir serbestleşme süreci içerisinde, ekonomiler yoğun sermaye girişleriyle karşılaşmaktadır. Söz konusu sermaye girişleri, özellikle kısa vadeli olduğu zaman ekonomilerde önemli dayanıksızlar yaratmaktadır.

Birincisi, geniş hacimli sermaye girişleri, bu girişlere aracılık eden finansal sistemlerde kırılmalara yol açmaktadır. Yetersiz denetim ve gözetim altında geniş hacimli yabancı fonları elde eden finansal kurumlar, yurtdışında verdikleri kredileri hızla arttırmakta ve finansal genişlemeyi başlatmaktadır. Böyle olunca yatırım ve tüketimde bir genişleme yaşanırken, aktif fiyatlarında da büyük artışlar ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle genişleme safhasında, finansal sistemlerin maruz kaldıkları riskler yükselmektedir.

İkincisi, geniş hacimli sermaye girişlerinin ekonomiler üzerindeki etkileri, makroekonomik koşullar ile politika tepkilerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde uygulanan sabit ya da bağlanmış döviz kuru rejimleri, ekonomilerin kısa vadeli borçlarını ve üstlendikleri döviz risklerini artırmaktadır. Böyle olunca ekonomilerin hem makroekonomik hem de finansal dayanıksızlıkları artmaktadır. Üstelik makroekonomik ve finansal dayanıksızlıklar, birbirlerini karşılıklı olarak etkilemektedir.

**Şekil 1: Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıkların Ortaya Çıkışı**





Yukarıdaki özelliklere sahip olan ekonomi, dış şoklara ve bekleyişlerdeki ani kötüleşmelere karşı oldukça duyarlı hale gelmektedir. Bu koşullar altında yabancı yatırımcıların bekleyişlerindeki kaymalar, kendi kendini besleyerek, bir panik ortamı yaratabilmektedir. Söz konusu panik ortamında yabancı sermayenin ani geri dönüşleri, ağır para ve bankacılık krizlerinin yaşanmasına yol açmaktadır. Makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların ortaya çıkışına ilişkin bu görüşler, Şekil 1'den izlenebilir.

## **1. 1994-1995 MEKSİKA KRİZLERİ**

### **1.1. Meksika'da Kriz Öncesi Dönem**

Meksika'da yaklaşık olarak 1985 yılından itibaren yapısal reformlar başlatılmıştır. Bu dönemde ithalat üzerindeki tarife dışı engellerde ve tarifelerde gerçekleştirilen indirimler ile birlikte ticaretin serbestleştirilmesi amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra önemli bir özelleştirme hamlesiyle, 1984-1994 yılları arasında kamu kesiminin sahibi olduğu işletmelerin yaklaşık % 80'i özelleştirilmiştir. Ayrıca 1985 yılındaki vergi reformuyla başlayan mali reformlar sayesinde, bütçe açıklarından bütçe fazlalıklarına ulaşılması sağlanmıştır. Reformların bir başka ayağı da, finans ve bankacılık kesimlerini içeriyordu. Söz konusu reformlar çerçevesinde, 1988 yılında faiz oranları serbest bırakılmış; 1990 yılından itibaren kamu bankaları yavaş yavaş özelleştirilmiş ve yerli para (peso) mevduatları üzerindeki rezerv zorunlulukları tamamen kaldırılmıştır. Adı geçen reformlar gerçekleştirilirken, finansal kesim üzerindeki düzenleme ve gözetim kapasitesinin oldukça zayıf olduğunu belirtmek gerekir (Edwards vd. 1997: 22).

Meksika reform programının temel özellikleri şunlardır: (i) ekonominin uluslararası rekabete açılması; (ii) sert bir özelleştirme ve deregülasyon süreci; (iii) önceden belirlenmiş nominal döviz kuru çapasına dayanan ve kısıtlayıcı maliyet ve para politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı; ve (iv) fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını yönlendirmesi amaçlanan, hükümet, özel kesim ve işçi birlikleri arasındaki geniş sosyal ve ekonomik uzlaşma (Edwards 1997: 3).

### 1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

Nominal döviz kuru, anti-enflasyonist politikaların çapası olarak, 1988'in başında sabitlenmiştir. Ancak 1988-1994 yılları arasında döviz kuru sistemi birkaç kez değiştirilmiştir. Önce tamamen sabit bir sistemden, devalüasyon oranının önceden açıklandığı bir sisteme; daha sonra bir band sistemine geçilmiştir. Bu değişikliklere rağmen, 1994 yılına kadar döviz kuru kontrollü olarak yönetilmiştir.

Bu dönemde ekonomi, döviz kuruna dayalı bir istikrar programının tipik özelliklerini sergilemiştir. Buna göre, ekonomik faaliyetlerde bir genişleme ortaya çıkmış ve yasal toplamlar GSYİH'dan daha hızlı büyümüştür. Ayrıca reel döviz kuru önemli ölçüde değer kazanmış ve dış dengesizlikler genişlemiştir.

Döviz kuru çapasına dayalı enflasyonla mücadele programı, yerli paranın reel olarak değer kazanmasına yol açmıştır. Diğer yandan finansal piyasalarda dışa açılması ve bankaların özelleştirilmeye başlamasıyla, uluslararası sermaye piyasalarından ülkeye yönelik yatırımlar hızlanmıştır.

**Tablo 2: Meksika'nın Ödemeler Bilançosu (GSYİH'ya Oran %)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
CARİ İŞLEMLER	-2.8	-3.0	-5.1	-7.3	-6.4	-7.6
SERMAYE HESABI						
Toplam	0.5	3.4	8.7	8.1	9.2	3.4
FDI	1.5	1.1	1.6	1.3	1.2	2.1
Portföy Yat.	0.1	-1.6	4.2	5.7	7.7	2.0
Diğer kısa vadeli	-0.4	-0.4	-0.1	1.8	-0.5	-1.4
Diğer	-0.7	4.4	2.8	-0.8	0.7	0.6
Net hata	2.2	0.5	-0.8	-0.3	-0.9	-0.4
Toplam+Hata	2.7	3.9	7.9	7.8	8.3	2.9

Kaynak: Sachs vd. (1996a).

Toplam sermaye girişleri, 1989 yılından itibaren sürekli bir artış göstermiş; 1993 yılında GSYİH'nın % 9.2'sine karşılık gelen bir büyüklüğe ulaşmıştır (Tablo 2). Portföy yatırımlarının toplam sermaye girişleri içindeki payı 1993 yılında

yaklaşık % 83'e ulaşmıştır. Buna karşın doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülke içine çekme konusunda belirgin bir başarı sağlanamamıştır. Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı 1989-1993 yılları arasında istikrarlı bir görüntü sergilemiştir. Kısacası, bu dönemde sermaye girişlerinin toplam hacminde önemli bir artış ortaya çıkarken, bunların bileşimi portföy yatırımları lehine değişmiştir. Bu yoğun sermaye girişi, çok geniş cari işlem açıklarının finanse edilmesine imkan sağlamıştır.

Cari işlem açıkları 1989 yılından itibaren giderek artan bir trend izlemiştir. 1989 yılında GSYİH'nın % 2.8'ine karşılık gelen cari işlem açığı, 1992-94 yılları arasında GSYİH'nın yaklaşık % 7'si gibi çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Özel yatırımdaki artışın önemli kısmı karlı olmayan alanlara gitmiş; bu da cari işlem açıklarının sürdürülebilirliğinin sorgulanmasına yol açmıştır.

Ekonomik reformların doğru sırası konusunda süregelen tartışmanın, Meksika açısından önemli bir yönü, sermaye kontrollerindeki gevşemenin ve sermaye hesabındaki dışa açılmanın doğru zamanına ilişkindir. Buna göre, sermaye hesabını serbestleştirmek, bazı koşullar altında, sermaye girişlerinde hedefi-aşma ve yerli parada reel olarak aşırı değerlendirme ile sonuçlanmaktadır. Öyleyse sermaye hesabının yavaş yavaş ve yerli paradaki reel değer kazancını önleyecek biçimde açılması savunulabilir.

Bu görüşün tersine Meksika, reform süreci içerisinde sermaye hesabını çok erken açmayı yeğlemiştir (Edwards 1997: 10). Sermaye kontrollerinin neredeyse tamamı 1989 yılı sonunda kaldırılmıştır. Sermaye kontrollerinin olmadığı durumda, uluslararası finans yöneticileri, büyük hacimli fonları Meksika sınırları içine veya dışına taşıma konusunda serbestçe hareket etme imkanına kavuşmuştur. Sadece 1993 yılında net sermaye girişleri, GSYİH'nın % 9.2'sine ulaşmıştır. Üstelik giriş yapan sermayenin çoğu kısa vadeli olmuş ve menkul kıymet piyasasına, özel kesim borç araçlarına ve hükümet kağıtlarına yatırılmıştır. Sermaye girişlerinin kısa vade lehine gelişen bu kompozisyonu, makroekonomik dayanıksızlığa katkıda bulunmuştur. Öte yandan yoğun sermaye girişi karşısında, yerleşikler harcamalarını artırma imkanına kavuşmuşlardır. Böyle olunca yerli paranın reel değer kazancı daha da artmış ve

geniş cari işlem açıkları ortaya çıkmıştır. Böyle bir durumda ekonomi, kısa vadeli sermaye girişlerinin oynaklığı riski ile karşı karşıya kalmıştır. Kısacası artan cari işlem açıklarının kısa vadeli sermaye girişleri tarafından finanse edilmesi ve pesonun reel olarak değer kazanması sonucunda, kriz öncesi dönemde Meksika ekonomisinde makroekonomik dayanıksızlığın arttığını söyleyebiliriz.

Yine de Meksika krizinin geniş cari işlem açıklarına ve pesonun reel değer kazancına dayanan açıklamaları ikna edici değildir. Çünkü döviz kurunu dalgalanmaya bırakma kararı, ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanmıştır. Öyleyse Meksika krizinin ortaya çıkışında finansal faktörlerin de önemli rol oynadıklarını söylemek mümkündür. Gerçekte Meksika'da yetersiz denetim ve gözetim altında yürütülen finansal serbestleşme süreci, ekonomide finansal kırılganlık yaratmıştır.

### **1.1.2. İç Borç Yönetimi**

Meksika'da sterilizasyon, iç borç yönetiminde de problemler yaratmıştır. Burada sterilizasyon için kullanılan araçların para cinsi ve vadesi önemlidir. Meksika'da 1993 yılına kadar sterilizasyon için, peso cinsinden fakat kısa vadeli Cetes bonoları kullanılmıştır. 1993 yılı sonunda iç borcun ortalama vadesi 290 gün olmuş; kısa vadeli borcun toplam iç borca oranı ise % 60'a ulaşmıştır (Velasco vd. 1998: 143).

Fakat 1994 yılında koşullar oldukça değişmiştir. Meksika hükümetinin kısa vadeli iç borcu, hem mutlak büyüklük hem de rezervlere göre oranı göreceli olarak büyümüştür. Dolar cinsinden iç borç 1993 Aralık ayında rezervlerin 1.7 katı; 1994 Eylül ayında ise 2.6 katı olmuştur. Diğer yandan Meksika iç borcunun ortalama vadesi 1994'te hızla düşmüştür. Kısa vadeli borçlanma tercih edilmiştir. Bu kısa vadeli borçlanma iki çeşit zayıflık yaratmıştır. Birincisi, şoklar karşısında yüksek faiz ödemelerinin yükünü kompanse etmek için reel mali intibak gerekmiştir. İkincisi, kısa vadeli borç, yatırımcıların hükümet bonolarını çevirmeyi reddetmesi karşısında hükümeti büyük ölçüde savunmasız kılmıştır.

Meksika hükümeti 1994 yılında kısa vadeli peso borçlarını kısa vadeli dolar borçlarına dönüştürmeye başlamıştır. Eylül ayında dolar cinsinden Tesebonos stoku, uluslararası rezervlere eşit hale gelmiş; Aralık ayında ise 18 milyar dolara yükselmiştir. Bu kadar geniş kısa vadeli hükümet borç stoku, makroekonomik dayanıksızlığın önemli bir kaynağı olmuştur.

Nihayet 20 Aralık devalüasyonu, bir yatırımcı paniğini başlatmıştır. Tesebonoların vadesi gelince, yatırımcılar borçları çevirmeye isteksiz davranmışlar ve Meksika hükümeti, borcunu geri ödeyememe durumunun eşğine gelmiştir.

Meksika krizinden, iç borç yönetimine ilişkin de bazı dersler çıkarmak mümkündür. Hükümetlerin kısa vadeli borçlanması; faiz yükümlülüklerinden tasarruf sağlamasına rağmen, aynı zamanda ülkeyi kreditorlerin bekleyişlerindeki ani değişimlere maruz bırakır. Üstelik döviz riskinin varlığı, uluslararası en son kredi merciinin ve uluslar arası iflas prosedürlerinin olmaması, kolayca kreditor paniğine yol açabilir.

### **1.1.3. Sermaye Kontrolleri**

Meksika'da para otoriteleri sermaye hesabının serbestleşmesi sürecinde kontrollere çok fazla itibar etmemiştir. Sermaye hareketliliği esas olarak engelsiz işlemiştir. Sermaye kontrollerinin üç amacı olabilir. Birincisi, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki bağı koparıp, yurtiçi para politikasının bağımsızlığına katkıda bulunmak amaçlanabilir. İkincisi, sermaye girişimlerinin toplam hacmini azaltıp, paranın reel olarak aşırı değerlenme miktarını azaltmak hedeflenebilir. Üçüncüsü, toplam sermaye girişi hacmini değiştirmeden kısa vadeli sermaye girişlerini (sıcak para) azaltıp daha uzun vadeli girişleri teşvik etmek istenebilir. Bu sayede kreditor paniklerine karşı dayanıksızlık da azaltılabilir (Velasco vd. 1998: 154). Meksika'da bu amaçlara yönelik sermaye kontrollerinin uygulanması tercih edilmemiştir.

### **1.2. Temel Yapı Dayanıksızlıkları**

Meksika ekonomisinde temel yapı dayanıksızlıkları, iç ve dış finansal serbestlik ortamında su yüzüne çıkmaya başlamıştır. Böyle bir ortamda sermaye

girişleri tarafından beslenen kredi genişlemesi, bankacılık kesiminin bilançolarının kötüleşmesine ve bankacılık kesiminin kırılabilirliğinin artmasına yol açmıştır. Diğer yandan finansal serbestlik ortamında yürütülen sabit döviz kuru rejimi, tüketim ve yatırımda sermaye girişleri ile beslenen bir genişleme yaratmış ve böyle olunca yerli para değer kazanmıştır. Sonuçta, kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari işlem açıklarının artması, ekonomiyi ani sermaye çıkışı riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Bu makroekonomik dayanıksızlıkların yanında, kriz öncesinde kısa vadeli dış borçlardaki artış ve parasal toplamlardaki genişleme, ekonomide finansal dayanıksızlığı yükseltmiştir.

### **1.2.1. Bankacılık Sektörünün Kırılabilirliği**

Yetersiz düzenleme altında bankalar, kaynaklarını etkin şekilde kullanmak için gerekli kredi değerlendirme kabiliyetlerini kaybedebilmektedir. Uygun şekilde denetlenmediği takdirde, finansal serbestleşme banka aktiflerinde çok hızlı bir büyümeye, aşırı borçluluğa ve aktif fiyatlarında şişmelere yol açabilir.

Meksika krizine yol açan temel yapı zayıflıklarından biri, hızlı kredi genişlemesine eşlik eden sabit kur rejimidir. Bu politika bileşimi, kredi kalitesinde bir kötüleşmeye yol açmış ve bankaların kırılabilirliğini arttırmıştır. Sabit kur rejiminin döviz kurlarını istikrarlı kılması nedeniyle, bankalar, bilançoları üzerine yüklenen döviz risklerini düşük algılamışlardır.

Kriz'e giden süreçte döviz kuru politikası ve finansal reformların bankalar üzerinde yarattığı ters etkiler ve güdüler, önemli bir rol oynamıştır. Finansal reformlar ve yabancı sermaye girişleri, ödünç verilebilir fonların arzından büyük bir artış yaratmıştır. Sabit kura yakın bir sistem, bu fonları para ve vade risklerine bakmaksızın dağıtma güdüsü yaratmıştır. Bankalar zayıfladığı zaman da, döviz kuru bağlanması daha az güvenilir hale gelmiştir; çünkü ajanlar, sabit kur taahhüdünün, merkez bankasının en son kredi mercii olarak faaliyet gösterme kabiliyetini tehlikeye soktuğunu anlamışlardır. Bu baskı altında, merkez bankası ya sterilize edilen müdahaleyi kullanarak bankacılık sistemini korumayı, ya da daraltıcı para politikası yoluyla sabit kuru sürdürmeyi tercih edebilirdi. Bu tercihlerden birincisi yerli paranın devalüasyonu riskini, ikincisi ise mevduat bankalarının batması riskini taşımaktaydı.

Meksika'da 1994'te makroekonomik koşullar değişince ve faiz oranları artınca, banka portföylerindeki kötüleşme su yüzüne çıkmış, Aralık devalüasyonu ve finansal çöküş sonrasında bu problem daha da artmıştır.

Öte yandan bankaların zayıflığı, 1994'te politika yapıcıların sert bir para politikası uygulama kabiliyetini ciddi şekilde azaltmıştır. Mart şokuyla birlikte faiz oranları yükselmiş, fakat bu yükseliş yabancı yatırımcıları çekmeye ya da cari işlemler açığını düşürmeye yetecek kadar olmamıştır. Bu durum, bankacılık kesiminin sıkıntılarında kaynaklanmıştır. Uluslararası rezerv kaybı, para piyasasında telafi edici işlemleri yapmayı gerekli kılmıştır. Eğer bu işlemler aracılığıyla likidite artırılmasaydı, faiz oranı daha yüksek düzeylere çıkabilir, bu da finansal araçları ve borçluları arzulanmayan yönde etkileyebilirdi. Fakat faiz oranlarının yeterince yükselmemesi, ülkeden sermaye kaçışına sebep olmuş ve bu da merkez bankasının birincil kredilerinde nihai bir genişlemeyi zorunlu kılmıştır (Velasco vd. 1998: 153).

Dayanaksızlık, bir bankacılık sisteminin iki temel özelliğine bağlıdır. Birincisi, likidite desteğinin büyüklüğüdür. Rezervlerin ve banka sermayesinin mevduatlara oranı arttıkça, bir bankanın bir şoka direnebilme olasılığı artacaktır. İkincisi, banka portföylerinin kalitesidir. Borçluların zayıf olması, bankaların da zayıf olması demektir, çünkü faiz oranlarında küçük bir değişme, geri dönmeyen kredilerin payının artmasına yol açabilecektir. Gerçekte bu iki unsur birbiriyle ilişkilidir. Şüpheli kredilerin payının artması, sermayeyi hasara uğratar ve ilave şoklardan korunmada kullanılacak destekleri düşürür.

Kısacası 1994 krizi öncesinde Meksika bankalarının bilançoları üzerinde önemli riskler söz konusuydu. Hızlı kredi genişlemesi döneminde bilançoların kredi risklerinde büyük artışlar ortaya çıkmıştır. Böyle olunca makroekonomik koşullardaki değişmelerin, bankaların batık kredilerini artırması olası hale gelmiştir. Diğer yandan aynı dönemde artan kısa vadeli sermaye girişlerine aracılık eden bankacılık sistemi, bu yolla önemli bir *likidite riski* üstlenmiştir. Bu durum, sermaye girişlerindeki ani bir geri dönüş karşısında bankaların likidite sıkıntısı içine düşebileceklerine işaret etmekteydi. Ayrıca genişleme döneminde, sabit kur rejiminin

örtük garantisi altında bankaların, döviz cinsinden borçlanmalarını önemli derecede artırmaları, bunların *döviz risklerini* yükseltmiştir. Bu risk, olası bir devalüasyonun, bankaların bilançolarını olumsuz etkileyeceğini gösteriyordu.

**Tablo 3: Temel Yapı Dayanaksızlık Göstergeleri**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Reel Döviz Kuru*	95.1	110.6	101.7	100.0	103.8	111.6	120.8	97.7	77.2
M2/Rezervler					4.60	5.16	4.43	19.90	5.20
Batık Krediler**					7.26	9.02	12.26	11.98	

Kaynak: Chang ve Velasco (1998b): 52

\* 1990=100, yıl sonu

\*\* Toplam krediler içindeki % payı.

### 1.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar

Artan sermaye girişimleri, uygulanan tedbirli maliye ve para politikalarına rağmen, ekonomide talep yönlü baskılara yol açmıştır. Böyle olunca enflasyon oranında hızlı bir düşüş gerçekleşmemiş ve sabit kur rejimine yakın bir döviz kuru sistemi altında yerli para reel olarak değer kazanmıştır. Yerli paranın değer kazanması, cari işlem açıklarının artmasına neden olmuştur. Bu dönemde sabit kur rejimi altında kısa vadeli dış borçlanmanın artması, cari işlem açıklarının finansmanına katkıda bulunmuştur. Fakat bir taraftan da ekonomide döviz riskinin yükselmesine sebep olmuş ve ülkeyi yabancı yatırımcıların bekleyişlerindeki kötüleşmelere dayanaksız hale getirmiştir. Nitekim 1994 yılında sermaye girişlerinde geri dönüş yaşandığı zaman, ekonomi bir tersine intibak sürecine girmiştir.

Ancak para krizleri yalnızca cari işlemler ve bütçe açıkları gibi akım dengesizliklerine değil, aynı zamanda finansal dayanaksızlıklara da bağlı olabilmektedir. Meksika'da 1994-95 krizlerinden önce, yerli-para aktiflerine karşı bir hücumun yönlendireceği bir para krizi olasılığına işaret eden iki finansal dayanaksızlık göstergesi vardı. Birincisi, dolar cinsinden M2 ile brüt uluslararası rezervler arasındaki açıktır. İkincisi ise, özel kesimin elinde bulunan döviz cinsinden kısa vadeli kamu borcu ile brüt uluslararası rezervler arasındaki açıktır.



Meksika'da 1994 sonundaki devalüasyondan önce M2 büyüklüğü, uluslararası rezervlerin çok üzerine çıkarak 110 milyar dolara ulaşmıştır. Tehlike bu açığın büyük hacmine değil, yüksek derecede likit olan M2 üzerindeki ani ve büyük şokların, uluslararası rezervler ve dolayısıyla bağlanmış döviz kuru rejimi üzerine getirebileceği külfeteydi. Zira muhtemel bir spekülasyon saldırı durumunda M2'nin uluslararası rezervleri tüketmesi söz konusu olabilirdi.

Meksika'da M2'deki genişleme üç nedene dayandırılabilir. Birincisi, 1988'de başlayan finansal serbestleşmedir. Sıkı kredi kontrollerinin, faiz oranı tavanlarının ve rezerv zorunluluklarının kaldırılmasıyla, 1988'de 4.2 olan M2 çoğaltanı, 1994'te 8.0 değerine ulaşmıştır. İkincisi, 1989'da başlayan bir kısmı banka yükümlülüklerinden oluşan geniş sermaye girişleridir. Yoğun sermaye girişlerinin bir kısmının banka hesaplarına girmesi, parasal toplamın artışına katkıda bulunmuştur. Üçüncüsü, ekonomik faaliyet hacminin ve özel harcamaların genişlemesidir. Sonuçta parasal toplam, uluslararası rezervlerden daha hızlı artmış; böylece (M2/brüt uluslararası rezervler) oranının artışı ekonomide finansal dayanıksızlık yaratmıştır. Yukarıdaki son iki koşulun 1993 sonunda keskin şekilde geri dönmeye başlaması, M2 ile rezervler arasındaki dengesizlik konusundaki kaygıları haklı çıkarmıştır.

Eğer sermaye akımlarının belirlenmesinde dış faktörler baskın rol oynuyorsa, sermaye akımlarındaki oynaklığın, parasal toplamlarda istikrarsızlık yaratması muhtemeldir. Zira bu durumda, dış faiz oranları düşünce sermaye girişi artacak; tersine dış faiz oranı yükselince sermaye çıkışı olacaktır. Meksika'da olduğu gibi sermaye girişlerindeki artış yurtiçi harcamalarda bir genişlemeye eşlik ediyorsa ve parasal toplam talebi toplam harcamaların artan bir fonksiyonu ise, parasal toplamlarda bir genişleme olacaktır. Buna karşılık, sermaye çıkışları da, parasal toplamlarda bir daralma eğilimi yaratacaktır.

1994 yılında ABD faiz oranlarının artışı, Meksika'da reel M2 üzerinde düşürücü yönde etkiye yol açmıştır. Böyle olunca yurtiçi faiz oranlarında yukarı yönde bir baskı oluşmuştur. Zira sabit döviz kuru veri iken, M2'deki bir düşme, Meksika'daki ciddi bir likidite sıkıntısı yaratmıştır. Meksika para otoritesi, likidite sıkıntısından kaynaklanan faiz oranı artışlarına seyirci kalmamış ve müdahale yoluna

gitmiştir. Merkez Bankası 1994 yılında mevduat geri çekişlerini telafi etmek için, aktif bir kredi genişlemesi politikası izlemiş ve yurtiçi kredileri artırmıştır. Bu politika M2'deki düşmeyi önlemede başarılı olmuş, fakat aynı zamanda tedrici bir uluslararası rezerv kaybı yaratmış ve dolar cinsinden Tesobonolar üzerine bir hücumu karşı dayanıksızlığı arttırmıştır.<sup>1</sup>

Meksika'da kriz öncesinde kısa vadeli kamu borcu, peso cinsinden belirlenmiş bonolar ile dolar cinsinden belirlenmiş (Tesobonos) bonolardan oluşuyordu. Fakat 1993 yılına kadar Tesobonoların toplam kamu borcu içindeki payı, oldukça düşüktü. 1993 yılında yurtiçi politik gelişmeler karşısında bankalar ve özel kesim, Cetes bonoları üzerine yoğunlaşan bir hücumu girişmiştir. Bu süreçte yatırımcılar, hükümet bonolarını elden çıkarıp, döviz alımına yönelmiştir. Böyle olunca piyasada likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış ve faiz oranları üzerinde yukarı yönde baskı oluşmuştur. Hükümet bu gelişmelere, yurtiçi kredileri artırarak tepki vermiş ve rezerv kaybının parasal taban üzerindeki etkilerini sterilize etmeye çalışmıştır.<sup>2</sup> Sonuçta uluslararası rezervler 10 milyar dolar azalmış ve yapılan devalüasyon sayesinde borç-rezerv uyumsuzluğu, Cetes bonolarının dolar değerindeki düşüş ile hafiflemiştir.

Ayrıca hükümet bundan sonra Tesobonos ihraç ederek borcun dolarizasyonuna girişmiştir. Toplam kamu borcu içindeki Tesobono payı 1993 sonunda % 4 iken, 1994 yılında % 75'e yükselmiştir. Bu borcun büyük bir kısmını yabancı yatırımcılar elde etmişler ve yerleşik olanların elinde bulunan kamu borcunun payı % 43'ten % 34'e düşmüştür.

Sabit kura yakın bir sistemde, para otoritesinin, bütün kısa vadeli kamu borcunu döviz rezervleri ile desteklemesi beklenebilir. Ancak burada üç nokta önemlidir. Birincisi, dolar borcunun değeri, devalüasyon aracılığıyla düşürülemeyeceği için bunun ilave bir olumsuzluğu vardır. İkincisi, borcun yabancılar ya da yerleşikler tarafından tutulması farklı sonuçlar yaratabilir. Borcun

---

<sup>1</sup> Eğer merkez bankası müdahale etmeseydi, mevduat faiz oranı daha çok artar, reel M2 daha az düşer; bu da krizin önlenmesine, en azından ertelenmesine yardımcı olabilirdi.

<sup>2</sup> Bu politikaların, bankacılık kesiminin kırılabilirliği veri iken, likidite sıkışıklığı sırasında mevduat bankalarını desteklemeyi amaçladığı söylenebilir.

yabancılar tarafından tutulması, bir likidite motifi gerektirmez. Üçüncüsü, borcun vadesi kısaldıkça, bu borcun yenilenmesi reddedildiği zaman bir likidite krizinin ortaya çıkma olasılığı artacaktır. 1994 yılında peso cinsinden belirlenmiş olan bonoların büyük bir kısmının, dolar cinsinden belirlenmiş olan bonolar ile değiş-tokuş edilmesi, yukarıda sayılan üç olumsuzluğun da işlemesine neden olmuştur.

Meksika’da döviz cinsinden belirlenmiş olan kısa vadeli kamu borcu, vadesi geldiğinde yenilenmeyince, paranın çöküşü ile sonuçlanmıştır. Kriz patladığı zaman, kısa vadeli kamu borcu, uluslararası rezervlerin yaklaşık üç misli kadardı. Yalnızca Tesobono’lar mevduat bankalarının elinde olanlar dahil, Aralık 1994’te 22 milyar doları aşmıştı. Buna karşılık Aralık ayı başında 13 milyar dolar olan brüt rezervler, ay sonunda 6 milyar dolara düşmüştü (Tablo 4).

**Tablo 4: Meksika’da Kamu İç Borcu ve Ortalama Vadesi**

		Peso Cinsinden Bonolar (Milyar ABD \$)	Rezervler (Milyar ABD \$)	Tesobonos (Milyar ABD \$)	Ortalama Vade (Gün)	Kısa Vadeli İç Borç/Rezervler (%)
1993	Aralık	42.43	25.11	1.24	-	-
1994	Ocak	39.68	26.28	2.05	293.2	104
	Şubat	42.10	29.16	2.06	295.2	93
	Mart	37.09	24.43	3.75	297.2	106
	Nisan	28.88	17.30	6.89	305.8	141
	Mayıs	24.11	17.14	11.35	291.1	157
	Haziran	22.11	16.00	12.92	281.4	173
	Temmuz	19.38	16.16	15.82	277.6	182
	Ağustos	16.91	16.48	19.57	260.7	180
	Eylül	17.04	16.14	18.91	254.4	183
	Ekim	17.24	16.87	17.77	253.6	172
	Kasım	13.49	12.48	19.23	248.7	280
	Aralık	7.55	6.15	22.02	205.7	410

Kaynak: Cole ve Kehoe 1996: 324-325; Velasco ve Cabezas 1998: 145.

### **1.3. Krizin Ortaya Çıkışı**

#### **1.3.1. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik**

Meksika'da panik ortaya çıktığında göze çarpan bazı temel yapı zayıflıkları söz konusuydu. Temel yapı zayıflıklarından bir tanesi, sermaye girişi dönemi boyunca döviz kurumun reel olarak değer kazanmış olmasıdır. Bir başka temel yapı zayıflığı, finansal kesimin ve özellikle bankacılık kesiminin kırılganlığı ile ilgilidir. Bankacılık sistemi, iç ve dış finansal serbestleşme sürecinde daha kırılgan hale gelmiştir. Finansal genişleme döneminde mevduat bankalarının özel kesime açmış olduğu kredilerde çok hızlı bir artış yaşanmıştır. Banka kredilerindeki bu genişleme, banka bilançolarının kötüleşmesine ve risklerinin artmasına yol açmıştır.

Meksika'da finansal genişlemeyi çok tehlikeli hale getiren birinci faktör, aktifler ile yükümlülükler arasındaki para uyumsuzluğudur. Yurtiçi bankalar yurtdışından ve döviz cinsinden borçlanırken, aynı zamanda yurtiçinde de dolar mevduat stoku artış göstermiştir. Bunun anlamı, bankaların döviz riskine maruz kalmalarıdır. Bu durum, aynı zamanda merkez bankasının yurtiçi finansal sisteme en son kredi mercii olarak hizmet verme yeteneğinin engellenmesi anlamına gelir. Zira para otoriteleri yerli para basabilir fakat döviz ihraç edemez ve bu yüzden ellerinde bulunan döviz rezervleri ile yetinmek durumundadır. Finansal genişlemeyi tehlikeli hale getiren ikinci faktör, vade uyumsuzluğudur. Bu dönemde yurt dışından alınan krediler içinde kısa vadeli krediler, büyük ve giderek artan bir orana sahip olmuştur (Chang vd. 1998b: 8).

Ayrıca Meksika'da kısa vadeli borçlanma hükümet için de önemli bir problem olmuştur. Eğer hükümet bankalara en son kredi mercii olarak hizmet vermeye kalkışırsa bu amaç için kullanılacak kaynak, kısa vadeli hükümet yükümlülükleri düşüldükten sonra kalan uluslararası rezervlerdir. Meksika'daki hükümet borcu, bütçe açıkları yüzünden değil merkez bankasının 1990 yılından başlayarak sermaye girişlerini sterilize etme çabası yüzünden artmıştır. Bu yüzden 1994 yılında dünya faiz oranları arttığı zaman, hükümetin geniş kısa vadeli borç stokunu çevirememesi, krizin tetiğini çeken temel faktör olmuştur.

Yukarıda sayılan faktörler, Meksika'da finansal sistemi uluslararası (döviz) likidite sıkıntısı içine düşürmüştür. Likidite sıkıntısının ölçütü olarak, dövize çevrilebilir parasal aktifler, döviz rezervleri ile karşılaştırılabilir (M2/Uluslararası rezervler) oranı, bu konuda anlamlı olabilecek bir değerdir. Bu oran yüksek ise, banka mevduat sahipleri arasında bir paniğin ortaya çıkması daha olasıdır (Sachs vd. 1996a: 3).

Meksika'da 1994 krizi öncesinde merkez bankası dahil toplulaştırılmış finansal sisteminin kısa vadeli yükümlülükleri, kullanılabilir likit kaynaklarını oldukça aşmıştır. M2/Uluslararası rezerv oranı krizden önce (1)'in üzerinde olması yanında hızla artmaktaydı (Tablo 3). Öte yandan finansal kesimdeki genişleme, temel yapıdaki kötüleşmelere rağmen, bekleyişlerde keskin geri dönüşe kadar devam etmiştir (Chang vd. 1998b: 9).

Meksika'da olduğu gibi, sermaye girişlerinde bir geri dönüş olduğu zaman, döviz likidite sıkıntısı daha da artmaktadır. Zira bir taraftan yabancılar fonlarını geri çekmeye çalışırken diğer taraftan yerli likit yükümlülük sahipleri, bunları dövize çevirip ülke dışında çıkarmaya çabalayacaklardır. Böyle bir durumda, ülkenin döviz yükümlülükleri içinde kısa vadeli olanların payı ne kadar yüksekse ve yerleşik olanların döviz alımı için kullanabilecekleri yerli para miktarı ne kadar büyükse, likidite sıkıntısının o kadar şiddetli olmasını beklemek gerekir. Öte yandan hem yabancıların hem de yerleşik olanların döviz taleplerinin karşılanması için yeterli döviz miktarının bulunması gereklidir. Kısa vadede kullanılabilir olan döviz ve döviz cinsinden aktifler yetersiz olduğu zaman likidite sıkıntısı ortaya çıkabilecektir. O halde kullanılabilir döviz rezervlerinin düşük olması ülkenin panikler karşısında dayanıksızlığını arttıracaktır.

Bekleyişlerin kötümser hale gelmesi ve spekülasyon saldırı karşısında Meksika hükümeti, sabit kuru terk etme konusunda isteksiz davranmış ve bu yüzden bir taraftan uluslararası rezervler azalırken bir taraftan da faiz oranları yükselmiştir. Sabit kuru terk etme konusundaki isteksizlik, bir devalüasyonun kırılmalı bankacılık kesimi üzerine getireceği maliyetlerden kaynaklanmıştır. Bu yüzden sermaye çıkışları, merkez bankasının yurtiçi kredilerinde artışlarla sterilize edilmiş ve bu

sayede faiz oranlarındaki yükselme engellenmek istenmiştir, ancak başarı sağlanamamıştır.

### **1.3.2. Mali Kriz**

Meksika'da likidite sıkıntısının en önemli göstergesi, Meksika hükümetinin vadesi gelen kısa vadeli döviz borçlarını yenileyememiş olmasıdır. Gerçekte sabit kur rejimini çöküşe götüren dövize yönelik spekülasyon saldırısı, hükümet bonolarını hedef almıştır. Bu yüzden Meksika hükümetinin Aralık 1994 ve Ocak 1995 döneminde borcunu yenileyememesi, bir mali kriz (borç krizi) olarak değerlendirilebilir. Bir mali kriz, piyasalar, ödeyebilirliği bulunan fakat likiditesini kaybetmiş olan bir hükümetin, borçlarını ödeyemeyeceğini rasyonel olarak beklediği zaman ortaya çıkmaktadır.

Meksika'nın borç krizinde; yatırımcılar, Meksika hükümetinin vadesi gelen bonolar üzerindeki yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğinden korkmuşlardır. Böyle olunca yatırımcılar, yeni bonolar satın almaya isteksiz davranmışlardır. Meksika hükümeti yeni bonolar satamayınca borcunu ödememenin kaçınılmaz görüldüğü bir duruma düşmüş ve yatırımcıların, Meksika'nın taahhütlerini yerine getiremeyeceği yönündeki beklentileri haklı çıkmıştır. O halde hükümetin borcunu çevirme ihtiyacı nedeniyle yeni bonolar satamamasından kaynaklanan likidite sıkıntısı, Meksika'da bir borç krizine yol açmıştır.

Kriz ortaya çıktığı zaman, Meksika hükümetinin borç/GSYİH oranı (% 10) uluslararası standartlara göre çok yüksek değildi. Fakat borcun ortalama vadesi oldukça kısaydı. Borcun bu büyüklüğü ve vade yapısı, Meksika'nın kriz aralığı içinde olması için yeterliydi. Hükümetin borcunu yenileyemeyeceği yönündeki bir inanış, hükümet için borcu ödememeyi optimal kılacak ve bu yüzden hiçbir kreditor hükümete yeni fonlar vermeye istekli olmayacaktır (Cole vd. 1996: 309-310).

Ülkede yaşanan politik çalkantı karşısında, yerli ve yabancı yatırımcılar portföy yatırımlarını ülke dışına taşımaya başlamıştır. Bu durum, sermaye çıkışını sterilize etme politikası nedeniyle, hükümetin yabancı rezervlerinde önemli bir düşmeye yol açmıştır. Sonuçta yapılan devalüasyon sonrasında, yatırımcı paniği

kendi kendini besleyerek daha da genişlemiştir. Devalüasyonun hemen sonrasında yabancı ve yerli yatırımcılar, gelecek birkaç ay içinde hükümetin 28 milyar dolarlık Tesebonos borcunu geri ödemesi gerektiğini, fakat rezervlerinin 6 milyar dolar düzeyinde olduğunu anlamışlardır. Böyle olunca hükümet vadesi gelen borçları yenilemeyi başaramamış ve birdenbire kendisini likidite sıkıntısı içinde bulmuştur.<sup>3</sup> Böyle olunca Meksika hükümeti 1995 başında ödeyebilirliğini yitirmenin eşğine gelmiştir. Sabit kur çöktükten sonra yatırımcıların bekleyişleri daha da kötüleşmiş ve finansal panik ortaya çıkmıştır (Chang vd. 1998b: 10).

Meksika ekonomisinin kötü dengeye kayması, uluslararası sermaye piyasalarında şaşkınlık yaratmıştır. Fakat yatırımcılar, çabuk öğrendiklerini göstermişler ve benzer temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu diğer gelişen piyasalarda da aynı olayın ortaya çıkabileceğini düşünmüşlerdir. Bu düşüncenin sonucunda yatırımcıların diğer gelişmekte olan ülkelere fonlarını hızla geri çekmesi, Tekila etkisini doğurmuştur. Böylece Meksika'daki kriz, başka ülkelere de bulaşmıştır.

## **2. 1997 GÜNEY DOĞU ASYA KRİZLERİ**

Asya ülkelerinde krizden önce iki çeşit temel yapı zayıflığının bulunduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, bağlanmış döviz kuru rejiminin eşliğinde yürütülen finansal serbestleşmenin yarattığı para krizine karşı dayanıksızlıktır. İkincisi ise, banklara yönelik örtük garantilerin bulunduğu bir finansal sistemin serbestleşmesinden kaynaklanan finansal kırılganlıktır. Birinci politika bileşimi, sermaye girişlerini teşvik etmiş; bu da yatırım ve tüketim genişlemesini beslemiştir. İkinci politika bileşimi ise, yetersiz düzenleme ve gözetim altında bankaların kredilerinde genişlemeye yol açmış ve bunların bilançoları üzerindeki riskleri yükseltmiştir. Böylece ekonomiler bir yandan para krizine karşı, bir yandan da bankacılık krizine karşı dayanıksız hale gelmiştir. Üstelik bu iki temel yapı zayıflığı karşılıklı olarak birbirini beslemiştir.

---

<sup>3</sup> Meksika hükümeti likidite sıkıntısı içinde olmasına rağmen, ödeyebilirliğini kaybetmemiştir. Hükümetin ödeyebilirliğini kaybetmediği, borcunun GSYİH'nın sadece %10'una karşılık gelmesinden ve bütçenin fazla vermesinden anlaşılabilir.

## 2.1. Kriz Öncesi Dönem

### 2.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

Doğu Asya krizinden en fazla etkilenen beş ülke, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland olmuştur. Söz konusu ülkeler, 1990 yılından kriz ortaya çıkıncaya kadar yoğun sermaye girişlerine maruz kalmışlardır.

Geniş hacimli özel sermaye girişleri, özellikle Tayland, Malezya ve Kore'de göze çarpmaktadır. Adı geçen üç ülkede toplam özel sermaye girişlerinin GSYİH içindeki payı 1991-96 döneminde sırasıyla, yıllık ortalama % 11,5, % 10,2, % 11,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Endonezya ve Filipinler'de ise bu oran sırasıyla, yıllık ortalama % 5,1 ve % 4,1 olmuştur.

Tablo 5'den görüleceği gibi, Malezya hariç diğer dört ülkede sermaye girişlerinin önemli bir bölümü, diğer yatırım bileşeni altında toplanmıştır. Tayland'da özel sermaye girişlerinin % 70'i diğer yatırım bileşeninden oluşmaktadır. Diğer yatırımlar, aynı zamanda Endonezya ve Malezya'da da en geniş bileşendir. Bu kategori, kısa ve uzun vadeli kredileri, alınabilir ve ödenebilir döviz, mevduat ve diğer hesapları kapsamaktadır. Sermaye girişlerinin bu bileşeni, en oynak olanıdır (Bird vd. 2000: 891). Öyleyse kriz öncesi dönemde Asya ülkelerinin büyük oranda kısa vadeli ve istikrarsız sermaye akımlarını elde ettiğini söyleyebiliriz.

Bu yoğun sermaye girişleri sırasında, en geniş ve sürekli cari işlem açıklarına sahip olan Asya ülkeleri, Tayland ve Malezya'dır (Tablo 6). Tayland'da cari işlem açıkları, 1990-1996 döneminde GSYİH'ya oran olarak ortalama % 6'nın üzerinde seyretmiştir. Üstelik kriz ortaya çıkmadan önceki iki yılda % 8'in üzerinde cari işlem açıkları vermiştir. Cari işlemler hesabında geniş ve sürekli açıklar veren bir başka ülke de Malezya'dır. Malezya'da 1990-1996 dönemi içinde, cari işlem açıklarının en yüksek olduğu yıllar 1991 ve 1995'tir. Söz konusu yıllarda cari işlem açıkları GSYİH'nın % 8'inden daha yüksek gerçekleşmiştir.



**Tablo 5 : Asya'da Net Sermaye Akımları (GSYİH'ya Oran%)**

Endonezya	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Ort.	1997
Özel Sermaye Akımları	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3	5,1	1,6
Doğrudan Yatırım	1,2	1,2	1,2	1,4	2,3	2,8	1,7	2,0
Portföy Yatırımı	0,0	0,0	1,1	0,6	0,7	0,8	0,5	-0,4
Diğer Yatırım	3,5	1,4	0,7	1,9	3,1	2,7	3,0	0,1
Resmi Akımlar	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,2	-0,7	0,7	1,0
Rezerv Değişmesi	-2,5	-3,0	-1,3	0,4	-0,7	2,3	-1,7	1,8
<b>Malezya</b>								
Özel Sermaye Akımları	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	9,6	10,2	4,7
Doğrudan Yatırım	8,3	8,9	7,8	5,7	4,8	5,1	7,2	5,3
Portföy Yatırımı	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer Yatırım	2,9	6,2	9,7	-4,2	4,1	4,5	2,9	-0,6
Resmi Akımlar	0,4	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Rezerv Değişmesi	-2,6	-11,3	-17,7	4,3	2,0	-2,5	-5,1	3,6
<b>Filipinler</b>								
Özel Sermaye Akımları	1,6	2,0	2,6	5,0	4,6	9,8	4,1	0,5
Doğrudan Yatırım	2,0	1,3	1,6	2,0	1,8	1,6	1,8	1,4
Portföy Yatırımı	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	-0,2	0,2	-5,3
Diğer Yatırım	0,2	0,6	1,1	2,5	2,4	8,5	2,1	4,5
Resmi Akımlar	3,3	1,9	2,3	0,8	1,4	0,2	2,0	0,8
Rezerv Değişmesi	-2,3	-1,5	-1,1	-1,9	-0,9	-4,8	-1,8	2,1
<b>Tayland</b>								
Özel Sermaye Akımları	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	11,5	-10,9
Doğrudan Yatırım	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3
Portföy Yatırımı	0,0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	1,4	0,4
Diğer Yatırım	9,2	6,8	4,1	7,0	10,0	7,7	8,5	-12,6
Resmi Akımlar	1,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	4,9
Rezerv Değişmesi	-4,3	-2,8	-3,2	-3,0	-4,4	-1,2	-4,3	9,7
<b>Kore</b>								
Özel Sermaye Akımları	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	11,5	-10,9
Doğrudan Yatırım	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3
Portföy Yatırımı	0,0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	1,4	0,4
Diğer Yatırım	9,2	6,8	4,1	7,0	10,0	7,7	8,5	-12,6
Resmi Akımlar	1,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	4,9
Rezerv Değişmesi	-4,3	-2,8	-3,2	-3,0	-4,4	-1,2	-4,3	9,7

Kaynak: Bird ve Rajan (2001): 89

**Tablo 6 : Asya'da Cari İşlemler Hesabı (GSYİH'ya Oran %)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	-2.82	-0.69	-2.03	-6.08	-8.50
1991	-3.65	-2.83	-8.69	-2.28	-7.71
1992	-2.17	-1.28	-3.74	-1.89	-5.66
1993	-1.33	0.30	-4.66	-5.55	-5.08
1994	-1.58	-1.02	-6.24	-4.60	-5.60
1995	-3.18	-1.86	-8.43	-267	-8.06
1996	-3.37	-4.75	-4.89	-4.77	-8.10
1997	-2.24	-1.85	-4.85	-5.23	-1.90

Kaynak: Corsetti vd. (1998b).

Diğer yandan Filipinler'de, 1991 ve 1992 yıllarında görece düşük olsa bile, dönem boyunca sürekli cari işlem açıklarına maruz kalmıştır. Endonezya'da ise 1995 yılına kadar görece düşük gerçekleşen açıklar, 1995 ve 1996 yıllarında % 3'ün üzerine çıkmıştır. Son olarak Kore'de cari işlem açıkları 1996 yılına kadar oldukça düşük seyretmiş; hatta 1993 yılında küçük de olsa bir fazlalık vermiştir. Buna rağmen 1994 yılından itibaren açıklar büyümeye başlamış, 1996 yılında % 5'e yaklaşmıştır. Kısacası Asya krizinden en çok etkilenen beş ülkede, değişik oranlarda olsa bile 1990-96 dönemi boyunca cari işlem açıkları görülmüştür.

1990 yılından 1997 yılının baharına kadar yerli paraların reel değer kazancı Tayland, Malezya, Filipinler ve Endonezya'da sırasıyla % 12, % 19, % 23, ve % 8 oranında olmuştur. Diğer yandan bu dönemde Kore'de yerli para reel olarak % 14 oranında değer kaybetmiştir.

Buna rağmen 1997 yılında spekülatif saldırıya uğraşan beş ülkede yerli paralar önemli ölçüde değer kaybına uğramıştır. 1997 yılında yerli paranın ABD Doları karşısındaki değer kaybı oranları Tayland, Malezya, Filipinler, Kore ve Endonezya'da sırasıyla % 78, % 52, % 52, % 107, % 151 olmuştur.

Artan cari işlem açıkları ve sermaye girişleri, Asya ülkelerinin dış borç stoklarında yükselmelere yol açmıştır. Dış borç stokundaki artış, özellikle Kore, Tayland ve Malezya'da yüksek oranda gerçekleşmiştir. Adı geçen üç ülkede toplam

dış borçların GSYİH'ya oranı, 1990-1996 yılları arasında önemli ölçüde büyümüştür. Söz konusu dönemde dış borç/GSYİH oranı, Kore'de % 13,75'ten % 28,4'e çıkmıştır. Bu oran, aynı dönemde Tayland'da % 32,8'den % 50,5'e; Malezya'da ise % 35,8'den % 40,06'ya yükselmiştir. Endonezya ve Filipinler'de, 1990-1996 döneminde dış borçların GSYİH'ya oranı azalmıştır (Tablo 7).

**Tablo 7: Asya'da Dış Borçlar (GSYİH'ya Oran %)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	65.89	13.75	35.80	69.02	32.80
1991	68.21	13.51	35.48	71.45	38.38
1992	68.74	14.34	34.51	62.29	37.51
1993	56.44	14.18	40.74	66.09	34.10
1994	60.96	14.32	40.40	62.42	33.31
1995	61.54	23.80	39.31	53.21	33.78
1996	56.74	28.40	40.06	49.75	50.05

Kaynak: Corsetti vd. (1998).

Diğer taraftan 1990-1996 arasında kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı beş Asya ülkesinde de artış kaydetmiştir (Tablo 8). Öyleyse kriz öncesi dönemde krizden en çok etkilenen beş Asya ülkesinde, dış borçların bileşiminin kısa vadeli borçlar lehine değiştiği söylenebilir. Kısa vadeli borçların toplam içindeki payında en yüksek oranlı artış, Malezya'da gerçekleşmiştir. Bu ülkede 1990 yılında % 12,43 olan kısa vadeli borç/toplam borç oranı, 1996 yılı sonunda % 27,83'e ulaşmış ve % 124 oranında büyümüştür. Aynı dönemde söz konusu orandaki artış oranı; Endonezya % 56,6, Kore'de % 63, Filipinler'de % 33,5 ve Tayland'da % 39,7 olmuştur.

Kısacası kriz öncesi dönemde Asya ülkeleri, yüksek büyüme hızlarına ulaşmışlar ve büyük miktarlarda yabancı sermaye elde etmişlerdir. Diğer yandan söz konusu dönemde krizden en çok etkilenen ülkelerde; geniş cari işlem açıkları, yerli paraların reel değer kazancı ve kısa vadeli dış borçlarda artışlar gibi temel yapı zayıflıkları göze çarpmaktadır.

**Tablo 8: Asya'da Kısa Vadeli Borçların Toplam İçindeki Payı (%)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	15.92	30.87	12.43	14.48	29.63
1991	18.00	28.19	12.14	15.24	33.13
1992	20.52	26.99	18.18	15.93	35.22
1993	20.17	25.85	26.58	14.01	53.01
1994	18.05	25.47	21.13	14.29	60.67
1995	20.87	51.60	21.19	13.38	72.36
1996	24.98	50.20	27.83	19.34	41.41

Kaynak: Corsetti vd. (1998).

### **2.1.2. İç ve Dış Finansal Serbestleşme**

Asya ülkelerinde krizden önceki dönemde yürütülen iç ve dış finansal serbestleşme süreci, bu ülke ekonomilerinde bazı dayanıksızlıkların ortaya çıkmasına katkıda bulunmuştur. Daha önce belirtildiği gibi, Neo-klasik teori, dış finansal serbestleşme sonrasında gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi faiz oranlarının, dünya faiz oranı düzeyine düşeceğini öngörmektedir. Oysa iç ve dış finansal serbestleşme sürecinde Asya ülkelerinde yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki fark ortadan kalkmamıştır. Böyle olunca söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişleri teşvik edilmiştir. Bu durum, bankaların dış yükümlülük ya da döviz cinsinden belirlenmiş yurtiçi yükümlülük biriktirme kabiliyetlerini arttırmıştır.

Finansal serbestleşme sonrasında süregelen yüksek faiz oranlarının, uluslararası sermayenin eksik hareketliliğini yansıttığı düşünülebilir. Ancak Asya ülkelerinde yabancı sermaye akımlarının önündeki engellerin hızlı bir şekilde önemli ölçüde kaldırıldığı düşünülürse, bu görüşün tek başına faiz farklarını açıklaması olası görünmektedir. Diğer yandan faiz paritesi teoremine göre, faiz farklarının kaynağı, döviz kurunun beklenen değer kaybı ve/veya risk primi olabilmektedir. Oysa başta Tayland olmak üzere Asya ülkeleri, yüksek bir risk primi taşımamış ve bu ülkelerde yüksek bir devalüasyon beklentisi de söz konusu olmamıştır (Bird vd. 2001: 895).

Oysa Asya ülkelerinde bankacılık kesiminin uluslararası rekabete kapalı olması, yerli bankaların yüksek karlılığa ve yüksek maliyet yapısına sahip olmalarına yol açmıştır. Diğer yandan faiz oranlarının yüksek kalmasının bir başka nedeni de, firmaların banka kredilerine yönelik taleplerini artırmış olmalarıdır. Firmalar, olumlu beklentiler altında ekonominin uzun süre hızlı büyüyeceğini tahmin etmişler ve bu yüzden yatırımlarını ve finansman taleplerini artırmışlardır. Böyle olunca sermaye girişleri sayesinde artan banka kredilerine yönelik talep de yükselince, yurtiçi faiz oranları yüksek kalmaya devam etmiştir.

Bu koşullar altında yabancı sermaye girişlerine aracılık etmek, yerli bankalar için kazançlı bir iş haline gelmiştir. Bankalar düşük yabancı faiz oranları üzerinden kısa vadeli borçlanıp, yüksek yurtiçi faiz oranları üzerinden kredi vermeyi sürdürmüşlerdir. Bankalar, döviz cinsinden borçlanmalarına rağmen, otoritelerin güvenilir sabit kur taahhütleri veri iken, döviz risklerini çok düşük algılamışlardır. Aynı zamanda olumsuz durumlarda örtük güvenlik ağının devreye gireceği inancının olması, sistemde ahlaki riziko yaratmıştır. Yüksek karlar ve düşük algılanan riskler karşısında tedbirli düzenleme ve gözetimin olmayışı, uluslararası finansal aracılığı bankalar için tamamen rasyonel bir iş haline getirmiştir. Bankalar, yüksek döviz borçları ve aktifleri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu nedeniyle bir devalüasyona karşı dayanıksız hale gelmişlerdir. Ayrıca sermayenin azalan marjinal verimliliği ve ekonominin performansının firmaların performansına duyarlılığı da bankacılık kesimini zayıflatmıştır. Bu koşullar altında bankalar expost aşırı borçlanmışlar ve aşırı kredi vermişlerdir.

Asya ülkelerinde 1990'lı yıllarda bir kredi genişlemesi gözlenmiştir. Bu kredi genişlemesinin bulguları, özel kesime verilen banka kredilerinin artış hızına ve özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ya oranına ilişkin verilerden çıkarılabilir.

Asya'da genişleme safhasında özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ya oranı, krizden etkilenen bütün ülkelerde yukarı yönde bir hareket sergilemiştir (Tablo 9). 1990-96 döneminde, özel kesime mevduat bankalarının verdikleri kredilerin GSYİH'ya oranı, Filipinler'de % 151, Tayland'da % 58 ve Malezya'da % 31

oranında artış göstermiştir. Ayrıca Endonezya (% 10) ve Kore’de (% 11) daha ılımlı olsa da, söz konusu oranın bu dönemde arttığı görülmektedir (Tablo 10).

**Tablo 9: Asya’da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri Artış Hızı (%)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1991	17.82	20.78	20.58	7.33	20.45
1992	12.29	12.55	10.79	24.66	20.52
1993	25.48	12.94	10.80	40.74	24.03
1994	22.97	20.08	16.04	26.52	30.26
1995	22.57	15.45	30.65	45.39	23.76
1996	21.45	20.01	25.77	48.72	14.63
1997	46.42	21.95	26.96	28.79	19.80

Kaynak: Corsetti vd. (1998b).

**Tablo 10: Asya’da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri (GSYİH’ya Oran %)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	49.67	52.54	71.36	19.17	64.30
1991	50.32	52.81	75.29	17.76	67.70
1992	49.45	53.34	74.72	20.44	72.24
1993	48.90	54.24	74.06	26.34	80.01
1994	51.88	56.84	74.61	29.06	91.00
1995	53.48	57.04	84.80	37.52	97.62
1996	55.42	61.81	93.39	48.98	10.19
1997	69.23	69.79	106.9	56.53	11.63

Kaynak: Corsetti vd. (1998b).

Daha önce belirtildiği gibi, Asya ekonomilerinde finansal serbestleşme eşliğinde uygulanan hükümet garantileri, ahlaki riziko problemlerine yol açmak suretiyle kredi genişlemesine ve finansal kırılganlığa katkıda bulunmuştur. Asya’da ahlaki riziko problemi, şirketler, finans ve uluslararası düzeyde kendini göstermiştir. Şirketler düzeyinde ahlaki riziko, özel projelere hükümet tarafından sağlanan

garantiler yüzünden ortaya çıkmıştır. Hükümet destekleri, çoğu durumda doğrudan sübvansiyon ya da seçilmiş firmalar ve/veya sektörler için kredilerin yönlendirilmesi biçiminde gerçekleştirilmiştir. Açık bir kurtarma vaadinin olmadığı durumda bile, şirketler kesiminin üretim planları ve stratejileri, büyük ölçüde yatırım projelerinin maliyetlerine ve riskliliğine bakılmaksızın yapılmıştır. Hükümetin sıkıntıya düşen firmaları desteklemeye istekli görüldüğü bir ortamda, piyasalar, yatırım getirisinin ters yönde karşısında sigorta edildiğine inanmışlardır. Bu inanışlar, sürekli sermaye birikimi yanında, sürekli ve geniş cari işlem açıklarına yol açmıştır. Finansal ahlaki riziko, yerli bankaların yurtdışından aşırı şekilde borçlanmalarına ve yurt içinde aşırı kredi vermelerine yol açmıştır.

Asya'da kriz öncesinde finans ve bankacılık kesiminde bazı çarpıklıklar göze çarpmaktadır. Bu çarpıklıklar; gevşek gözetim ve zayıf düzenleme, düşük sermaye yeterlilik oranları, düzenleyici kurumların yeterli uzmanlığa sahip olmayışı, proje seçiminde ve gözetiminde çarpık güdümler ve kredi dağıtımında piyasa-dışı kriterler (ilişkili bankacılık) biçiminde kendini göstermiştir.

Ahlaki rizikonun uluslararası yönü, krize yol açan dönem boyunca bölgenin yurtiçi araçlarına, risk değerlendirme standartlarını ihmal ederek, büyük miktarlarda kredi veren uluslararası bankaların davranışlarından kaynaklanmıştır. Bu aşırı kredi verme sendromu, kısa vadeli dış yükümlülüklerin, ya finansal borçlular lehine hükümet müdahalesi yoluyla ya da dolaylı olarak IMF kurtarmaları yoluyla garanti edileceği öngörüsüne dayanmıştır. Asya bölgesinde dış borç birikiminin çok büyük bir kısmı, kısa vadeli, korunmasız ve döviz cinsinden banka yükümlülükleri biçiminde gerçekleşmiştir. 1996 yılı sonuna kadar bölgede kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payı % 50'nin üzerinde olmuştur. Üstelik kısa vadeli dış yükümlülüklerin uluslararası rezervlere oranı, Kore, Endonezya ve Tayland'da % 100'ü aşmıştır.

## **2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar**

Bu konuda üç temel gelişme ortaya çıkmıştır. Birincisi, kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilen geniş cari işlem açıkları, Asya ekonomilerini sermaye akımlarının ani geri dönüşü riskine maruz bırakmıştır. İkincisi, yurtiçi finansal

piyasaların yeterli düzenlemenin ve gözetimin olmadığı bir ortamda serbestleştirilmesi, bankaların vade ve para uyumsuzluğu ile korunmasız dış borç pozisyonlarının artmasına fırsat tanımıştır. Böyle olunca söz konusu ülkeler ani para dalgalanmalarına karşı daha dayanıksız hale gelmişler ve döviz risklerine maruz kalmışlardır. Üçüncüsü, bankalarla yakın ilişki içinde bulunan ve sermayeyi etkinsiz kullanma eğiliminde olan şirketler, tam olarak gelişmemiş tahvil ve hisse senedi piyasalarının bulunduğu bir ortamda, hızlı genişlemelerini finanse etmek amacıyla bankalardan aşırı borçlanmışlardır. Böyle olunca firmalar, faiz oranı dalgalanmalarına dayanıksız hale gelmişlerdir. Sermaye piyasasının yeterince gelişmediği ve bankacılık kesiminin baskın olduğu bir ortamda, şirketler kesimi hızla büyümüştür. Bu süreçte şirketlerin borçluluk oranları oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Böyle olunca kriz ortaya çıktığı zaman, otoritelerin karşı karşıya kaldığı bir açmaz söz konusu olmuştur.

Sonuçta piyasalar Tayland'da döviz kurunun sürdürülebilirliği konusunda kaygı duymaya başlayınca, sermaye girişleri çıkışa dönüşmüş ve aktif fiyatlarında düşüş ortaya çıkmıştır. Düşen aktif fiyatları, serveti azaltmış ve finansal kurumların bilançolarına kayıplar yüklemiştir. Böyle olunca talep düşmüş ve daralan piyasalar nedeniyle daha büyük sermaye çıkışları olmuştur (The World Bank 1998: 31).

Bazı Asya ülkelerinin –özellikle Tayland, Kore ve Endonezya- dış şoklara karşı dayanıksız hale gelmesinde özellikle üç faktör etkili olmuştur. Bunlar; özellikle kısa vadeli özel sermayenin kolay elde edilebilirliği, sermaye girişinin bir kredi genişlemesine dönüşmesinde etkili olan makroekonomik politikalar ve yeni serbestleştirilmiş fakat yeterince düzenlenmemiş finansal piyasalardır. Uluslararası sermaye piyasalarından gelen itiş, yeterince düzenlenmemiş yurtiçi finansal sistemle karşılıklı etkileşim içinde, bir kredi genişlemesini beslemiştir. Bu durum kendisini aktif fiyatlarında şişkinlik biçiminde göstermiştir. Böyle olunca özellikle Tayland'da, halihazırda sermayeye göre borçluluk oranı yüksek olan firmaların dış borcu daha da artmıştır. Bu da ülkeleri yatırımcı beklentilerindeki kayma riskine karşı dayanıksız kılmıştır.



Asya ülkeleri sermaye akımlarının en hareketli biçimlerini -mevduat bankalarının aldığı borçlar ile portföy yatırımları- yüksek oranda çekmiştir. Öyle ki Doğu Asya, gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam kısa vadeli sermayenin yaklaşık % 60'ını elde etmiştir. Bu akımlar, bölge genelinde yurtiçi kredi genişlemesini finanse etmiştir. Bunun sonucunda 1996 ve 1997 yıllarında beş Asya ülkesinde M2, yaklaşık % 20 oranında büyümüştür. Söz konusu kredi genişlemesi aktif fiyatlarında artışa yol açmış ve böylece yüksek getiriler ortaya çıkmıştır. Artan aktif fiyatları bankaları daha çok kredi vermeye yöneltmiştir.

Gerçekte eğer yabancı yatırımcıların geri dönmeyen kredilerin farkında olmadığı asimetrik bilgi ortamı söz konusu ise ve sonuçta ülkenin para risk primi değişmiyorsa, paradoksal bir sonuçla karşılaşırız: Bu durumda artan yurtiçi finansal kırılganlık, kısa ve orta vadede ilave sermaye girişlerine neden olabilir. Bu sonuç, geri dönmeyen kredilerin artışı biçiminde yurtiçi finansal kırılganlığa sahip olmalarına rağmen, sermaye girişlerinde artış yaşayan Asya ülkelerinin deneyimleriyle tutarlıdır (Bird vd. 2001: 898).

### **2.2.1. Finansal Dayanıksızlık**

Asya'da finansal sistem, başlangıçta yurtiçi tasarrufları büyük oranda bankacılık sistemi aracılığıyla yatırım ve büyümeye kanalize edecek şekilde dizayn edilmiştir. Bu sistem içinde yatırımların büyük bir kısmı, örtük ya da açık hükümet garantileriyle korunmuştur. Kredi dağılım süreci, genelde kamu kesiminin yönlendirmesiyle banka kredilerinde bir genişlemeyi içermiştir.

Finansal serbestleşme, getirisi artan ve riski düşen yatırım fırsatlarının dışarıdan finanse edilmesini mümkün kılarak, bir yatırım genişlemesini hızlandırmıştır. Finansal sisteme yönelik örtük garantilerin çok kayda değer şekilde artmış olmasıdır. Bu süreçte finansal araçlar, bilançolarındaki genişlemeye eşlik eden riskleri sistematik olarak küçümsemişlerdir.

Asya ülkelerinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların, birbirlerini karşılıklı olarak etkilediklerini söyleyebiliriz. Tutarsız makroekonomik politikalar, ekonominin para krizine olduğu kadar finansal krize karşı da dayanıksızlığını

artırmıştır. Sabit döviz kuru rejimi, yabancı para üzerinden borçlanmayı sabit döviz kurunun örtük garantisiyle mümkün kılmıştır. Bu para politikası, sabit döviz kuru ile yüksek yurtiçi faiz oranını birleştirmeye çabaladığı zaman özellikle cazip hale gelmiştir. Böyle olunca yabancı para cinsinden belirlenmiş borç stoku çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu yüzden yurtiçi firmalar bilançolarındaki aktif tarafın riskini küçümsemekle kalmayıp, aynı zamanda yurtdışından borçlanma ile yükümlülük yönüne gelen riskleri de önemsememişlerdir. Bu firmalar adı geçen risklerin her ikisine karşı da büyük ölçüde garanti edilmiş olduklarını düşünmüşlerdir. Buna ilave olarak, yeterince gelişmemiş finansal sistem, ekonominin finansal kriz yanında para krizine de dayanıksızlığını artırmıştır. Finansal sisteme getirilen garantiler, yatırım üzerindeki risk primini düşürerek, yatırım genişlemesini teşvik etmiş ve sonuçta aşırı yatırım ortaya çıkmıştır. Böylece ekonominin para krizine dayanıksızlığı daha da artmıştır.

### **2.2.2. Uluslararası Likidite Sıkıntısı**

Asya'da sermaye girişleri ve kredi genişlemesi, dayanıksızlığı iki yönde artırmıştır. Bir yandan ülkenin mevcut yükümlülüklerini kendi likit kaynaklarından ödeme kabiliyetinin göstergesi olan kısa vadeli borcun uluslararası rezervlere oranı, 1994-1997 arasında hızla artmıştır. Haziran 1997'de Kore, Tayland ve Endonezya'da kısa vadeli borç, uluslararası rezervleri önemli ölçüde aşmıştır. Kısa vadeli yükümlülüklerin likit döviz aktiflerine oranının yüksek olması, bu ülkeleri yatırımcıların güven kaybından kaynaklanan bir spekülasyon saldırısına karşı dayanıksız kılmıştır. Diğer yandan M2'nin uluslararası rezervlere oranı, dayanıksızlığın daha geniş bir göstergesidir. Bu oran, sabit kura sahip olan bir ülkenin bir güven kaybı karşısında döviz rezervlerine hücum potansiyelini gösterir. Sermaye hesabı açık olan ve döviz kontrolleri daha düşük olan ülkeler, böyle bir hücum karşısında fonların ülke dışına kaydırılmasının kolaylığı nedeniyle daha dayanıksız olacaktır.

Yukarıda sözü edilen iki oran, uluslararası (döviz) likidite eksikliğinin göstergesidir. Krizden önce Asya'da finansal dayanıksızlığın esas kaynağı, uluslararası likidite eksikliği olmuştur. Uluslararası likidite eksikliği, finansal sistemin uluslararası aktifleri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu ifade

etmektedir. Eğer bir finansal sistemin yabancı para cinsinden kısa vadeli yükümlülükleri, kısa vadede kullanabileceği yabancı para miktarını aşarsa, bu finansal sistemin uluslararası likidite sıkıntısına sahip olduğunu düşünmek gerekir. Uluslararası likidite sıkıntısı, finansal çöküşler ve/veya para krizleri için gerekli ve yeterli bir koşuldur (Chang vd. 1998b: 18).

Beş Asya ülkesinde finansal sistemlerin uluslararası likidite pozisyonu krizden önce kötüleşmiş durumdaydı (Tablo 11)'den de anlaşılacağı üzere, uluslararası bankalardan alınan kısa vadeli kredilerin rezervlere oranı, Kore, Tayland ve Malezya'da 1990-97 arasında, Filipinler'de ise 1994-97 arasında artmıştır.

**Tablo 11: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Uluslararası Rezervler**

Uluslararası Bankalardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
Haz-1994	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
Haz-1997	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971
Uluslararası Rezervler (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	4,693	14,642	8,114	0,948	11,882	40,279
Haz-1994	10,915	21,684	32,608	6,527	27,375	99,109
Haz-1997	20,336	34,069	26,586	9,781	31,361	122,133
Kısa Vadeli Borç/Uluslararası Rezerv Oranı						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	2,208	1,061	0,217	3,185	0,591	0,936
Haz-1994	1,730	1,610	0,525	0,405	0,992	0,926
Haz-1997	1,704	2,060	0,612	0,848	1,453	1,433

Kaynak: Chang vd. (1998b): 57

**Tablo 12: Asya’da Kısa Vadeli Borçlar/Uluslararası Rezervler (%)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	149.28	72.13	1.954	479.11	62.55
1991	154.62	81.75	1.905	152.31	71.31
1992	172.81	69.62	2.112	119.37	72.34
1993	159.70	60.31	2.551	107.68	92.49
1994	160.36	54.06	2.434	95.00	99.48
1995	189.42	171.45	3.060	82.85	114.21
1996	176.59	203.23	4.098	79.45	99.69

Kaynak: Cosetti vd. (1998b).

Tablo 12’de görüldüğü üzere, kısa vadeli borç düzeyinin rezervlere oranı 1997 yılının ortasında Kore, Endonezya ve Tayland’da 1’in çok üzerindedir. Bu, finansal kırılganlığı göstermektedir ve yabancı bankaların kısa vadeli borçları yenilemeyi reddetmeleri durumunda, uluslararası rezervlerin bunları geri ödemeye yetmeyeceği anlamına gelmektedir. Malezya ve Filipinler’de bu oran 1’in altında olmasına rağmen, 1994-97 yılları arasında ikiye katlanmıştır.

Görüldüğü gibi Asya ülkelerinde kriz öncesinde finansal sistemin kısa vadeli dış yükümlülükleri, likit uluslararası aktiflerden daha hızlı bir artış göstermiştir. Buna göre beş Asya ülkesinin uluslararası likidite pozisyonu, yabancı kreditorlerin güven kaybının finansal sistemi kriz içine düşürebileceği bir noktaya ulaşmıştır.

#### **2.2.2.1. Uluslararası Likidite Eksikliğinin Ardındaki Faktörler**

Söz konusu ülkelerin uluslararası likidite pozisyonlarının kötüleşmesinde üç faktör önemli rol oynamıştır. Birincisi, kriz öncesinde gerçekleştirilen finansal serbestleşmedir. Beş Asya ülkesinde uluslararası likidite pozisyonundaki kötüleşmeye katkıda bulunan ikinci faktör, kısa vadeli yükümlülüklerdeki hızlı artıştır. Asya’da kriz patlak verinceye kadar yabancı yatırımcılar Asya ülkelerine verdikleri kredileri sürekli olarak artırmışlardır. 1990 sonunda Asya’ya yabancı bankaların vermiş olduğu krediler 150 milyar dolar iken, 1997 ortasında 390 milyar dolara yükselmiştir.

Üstelik yabancı bankalardan sağlanan kredilerin çoğu kısa vadeli. Vadesi bir yıldan uzun olan kredilerin toplam krediler içindeki payı, 1990'da % 38 iken, 1997 ortasında % 30'a düşmüştür. Tam kriz zamanında ise toplam dış yükümlülükler içinde kısa vadeli kredilerin payı Kore'de % 68, Tayland'da % 66, Endonezya'da % 59, Malezya'da % 56 ve Filipinler'de % 59' idi (Tablo 13).

**Tablo 13: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Toplam Borç**

Toplam Borç (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	20,076	23,369	6,864	9,055	11,675	71,039
Haz-1994	30,902	48,132	13,874	5,990	36,545	135,443
Haz-1997	58,726	103,432	28,820	14,115	69,382	274,475
Kısa Vadeli Borç (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
Haz-1994	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
Haz-1997	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971
Kısa Vadeli Borçların Toplam Borç İçindeki Payı (%)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	51,60	66,45	25,66	33,34	60,18	53,06
Haz-1994	61,10	72,53	59,12	44,12	74,29	67,77
Haz-1997	59,02	67,85	56,45	58,75	65,68	63,75

Kaynak: Chang vd. (1998b): 58

Asya ülkelerinin çok fazla kısa vadeli borçlanmasına, finansal serbestleşmenin katkıda bulunduğunu söyleyebiliriz. Deregülasyon ve sermaye hesabındaki serbestleşme, sermaye girişlerinin önündeki engelleri düşürmek suretiyle toplam sermaye girişinin artmasına yol açmıştır. Serbestleşme öncesinde hükümet doğrudan yabancı sermayeyi teşvik etmek istemişse de, düşürülen engeller esas olarak kısa vadeli akımları etkilemiştir. Böyle olunca finansal serbestleşme, kısa vadeli borçların payının artmasına yol açmıştır.

Beş Asya ülkesinde uluslararası likidite pozisyonundaki kötüleşmeye katkıda bulunan üçüncü faktör döviz borçlarındaki artıştır. 1990'lı yıllarda Asya ülkelerinde finansal sistemin yükümlülüklerinin sadece vadesi değil, ayın zamanda para kompozisyonu da finansal kırılganlığa katkıda bulunmuştur. Söz konusu dönemde yurtdışından yapılan borçlanmaların büyük bir kısmı yabancı para cinsinden olmuştur.

Yurtiçi finansal kurumların yabancı para cinsinden borçlanmasının iki temel nedeni vardır. Birincisi, yasal düzenlemelerin dış borçlanmayı özendirici olmasıdır. Yabancı para ödünçlerinin daha düşük vergi oranlarına tabi olması, yabancı para mevduatlarına görece çok düşük rezerv zorlukları uygulanması ve kendine özgü düzenleme ve vergi avantajlarına sahip olan finansal merkezlerin ortaya çıkması, yabancı para cinsinden yapılan borçlanmanın hızla artmasına yol açmıştır. İkincisi, yüksek yurtiçi faiz oranları ile sabit döviz kuru taahhüdü bileşimidir. Yurtiçi ve yabancı borçlanma maliyetleri arasındaki fark, bankaları ve firmaları dış finansman yönünde bir tercihe yöneltmiştir. Efektif olarak dolara bağlanmış olan döviz kurlarının istikrarlı ve tahmin edilebilir bir seyir sergilemesi, yatırımcıların riskleri göz ardı etmelerine sebep olmuştur. Bu yüzden söz konusu dış yükümlülüklerin büyük bir kısmı korunmasız kalmıştır.

Yukarıda anlatılanların ışığında, 1997 yılının ortasında Tayland Bahtının devalüasyonu ile başlayan Asya krizinin hemen öncesinde, başta Tayland olmak üzere beş Asya ülkesinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların mevcut olduğu söylenebilir. Ayrıca söz konusu ekonomilerde ortaya çıkan cari işlem açıkları, büyük oranda kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmiş ve ülkelerin paraları reel olarak değer kazancına uğramıştı. Öte yandan sermaye girişleri, parasal toplamlarda artışlara yol açmış; bu da ekonomilerin döviz likidite pozisyonlarının kötüleşmesine yol açmıştı. Bütün bu faktörler, Asya ekonomilerinin 1996 yılı sonunda hem bir para krizine hem de bir finansal krize karşı dayanıksız olduğunu göstermektedir. Bu koşullar altında, ekonomilerin dış şoklara ve bekleyişlerdeki ani kaymalara karşı oldukça duyarlı hale geldikleri söylenebilir.

### **2.3. Dış Şoklar ve Tetikleyici Faktörler**

Asya bölgesinde para ve finans krizlerini tetikleyen şoklardan biri, yatırımın azalan getirisi olmuştur. Doğu Asya'da aşırı yatırım olduğu doğru ise ve büyüme birincil olarak yatırım tarafından yönlendiriliyorsa, sermaye birikimi sırasında sermayenin azalan getirisi söz konusu olacaktır. Getiri oranındaki bu azalma tek başına krizi açıklamasa da, ekonomiler üzerinde olumsuz bir şok etkisi yaratmıştır.

Krizleri tetikleyen bir başka şok da, kötüleşen dış pozisyonudur. Reel döviz kuru ile ölçülen rekabetçilik, kriz öncesi dönemde bütün Doğu Asya ülkelerinde kötüleşmiştir. Bu kötüleşmenin birçok sebebi olabilir. Bağlanmış döviz kuru varken, nominal döviz kurundaki değişimler ve özellikle Doların Yen karşısında değer kazanması rekabetçilik kaybında etkili olmuştur (The World Bank 1998: 21).

#### **2.3.1. Tayland'da Para Krizi**

1997 yılının ortasına gelindiğinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıklar, en çok Tayland'da göze çarpıyordu. Bu ülkede kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari işlem açıkları, GSYİH'nın % 8'ine ulaşmıştır (Tablo 6). Yoğun sermaye girişi ve kredi genişlemesi, yatırımları gayrimenkul kesimine doğru yöneltmiş ve bu da aktif fiyatlarında şişkinlik yaratmıştır. Özel kesim, yurtdışından büyük miktarlarda borçlanmış ve sabit kurun avantajlarını kullanarak döviz risklerine karşı korunmamıştır (The World Bank 1998: 22).

Ekonomide giderek su yüzüne çıkmaya başlayan dayanıksızlıklar karşısında önce hisse senedi yatırımcıları bölgeden fonlarını geri çekmiştir. Tayland'da menkul kıymetler piyasası, Şubat ayından yıl ortasına kadar % 30 oranında düşüş yaşamıştır. Piyasalarda aktif fiyatlarının çok yükseldiği ve döviz kurunun yanlış değerlendirildiği görüşü hakim olmaya başlamıştır. 1997 başından itibaren toplam özel sermaye girişi azalma eğilimi göstermiştir. 1997'nin ilk çeyreğinde tahvil ihracı ve sendikasyon kredileri, önceki yılın aynı dönemine göre % 30 oranında azalmıştır. Şubat 1997'de baht saldırı altına girdiğinde, hükümet sabit kuru desteklemek üzere müdahalede bulunmuştur. Merkez bankası vadeli piyasada 23 milyar dolar sözleşmesi ihraç etmiştir. Yatırımcıların güven kaybı devam ettikçe finans kurumlarının sıkıntıları

artarken, hükümet bunlara yüksek düzeylerde likidite desteği vermek zorunda kalmıştır. Söz konusu gelişmeler sonucunda finansal piyasalardaki baskı azalmamış, aksine artmıştır. Yüksek faiz oranları ve azalan uluslararası rezervler nedeniyle 2 Temmuz 1997 tarihinde hükümet sabit kurdan vazgeçmiştir.

Tayland ekonomisi, ihracattaki bir daralmaya bağlı olarak olumsuz bir talep şokuna maruz kalmış görünmektedir. Ayrıca yerli para Bahtın bağlanmış olduğu Doların değer artışı, Japonya'daki durgunluk nedeniyle Tayland'ın mallarına olan talebin düşmesi ve Çin'in devalüasyonundan kaynaklanan rekabetçilik kaybı bütün bölgeyi etkilemiştir. Fakat Tayland'da özellikle maliyet ve fiyat artışından kaynaklanan olumsuz bir şok vardır. Bu şok, reel ücretlerin artmasına ve yerli paranın reel değer kazancına yol açmıştır.

Tayland'da genişletici para politikasının yokluğunda, böyle bir şok bir resesyona sebep olmuştur. Zira hükümetin sabit bir döviz kuru taahhüdü söz konusuydu. Bu taahhütten genişletici bir para politikası aracılığıyla ayrılmak, kredibilite kaybına yol açabilirdi. Yine de ekonominin olumsuz şoklarla gelen daralması, bir devalüasyon beklentisi yaratmıştır. Ekonominin dayanıksızlığı, ihracat kesimindeki rekabetçilik kaybı nedeniyle sabit kuru sürdürmenin maliyetinin çok yüksek hale geldiği anlamını taşımaktadır. 1997 yazında kriz patladığı zaman, değer kaybı beklentileri, açık faiz paritesi ile tutarlı faiz oranını artırmış ve sabit kurun savunulması daha maliyetli hale getirmiştir. Ekonominin dayanıksızlığı, artan faiz maliyetlerine dayanma kabiliyetinin yetersiz olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda devalüasyon yapmamak çok maliyetli olabilirdi. Hükümetin bu maliyetleri halihazırda dayanıksız ihracat kesimine ve yurtiçi ekonomiye yükleme istekliliği sınırlı olduğu sürece, paranın devalüasyonuna izin vermesinin rasyonel bir tercih olduğu savunulabilir. Belirsizlik nedeniyle Tayland bahtının 1997 yazındaki ilk değer kaybı beklenenden daha büyük olmuş ve tıpkı Meksika krizinde olduğu gibi, döviz kuru hedefi aşmıştır.

### **2.3.2. Bulaşma**

Tayland bahtının devalüasyonu, bölgede finansal panik yaratmış ve sermayenin geri çekilmesini tetiklemiştir. Tayland'daki gelişmeler, yatırımcıların



önceden ihmal ettikleri zayıflıkları daha ciddi şekilde değerlendirmelerine yol açmıştır. Yatırımcılar, zamanla finansal sistemin sağlığına ve kısa vadeli borcun büyüklüğüne ilişkin kaygılarını doğrulayan yeni bilgiler elde etmişlerdir. Piyasa şüpheleri, finans ve şirketler kesiminin şeffaflığının olmayışı ile daha da artmıştır. Rezervlerin kısa vadeli borçları karşılamayacağı düşüncesiyle yatırımcı güveni kaybolunca, yerli ve yabancı yatırımcılar ülke dışına kaçmak için birbirleriyle yarışmaya başlamışlardır.

Bulaşma, aktif fiyatlarında düşüş ile sermaye çıkışlarında eşanlı bir hareket yaratmıştır. Kriz öncesinde bölgeye yönelik net sermaye girişi, altı ay içinde 12 milyar dolar çıkışa dönüşmüştür. Gayrimenkul piyasalarında düşüş, Tekila krizinden de şiddetli olmuştur (The World Bank 1998: 28). Böyle olunca Endonezya, Malezya, Filipinler ve Kore'nin finansal piyasalarındaki baskı artmaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerde dövize yönelik spekülasyon saldırı, yurtiçi faiz oranlarının yükselmesine ve uluslararası rezervlerin erimesine yol açmıştır, sonuçta adı geçen dört ülkede yerli paralar devalüe edilmiştir.

### **2.3.3. Finansal Panikten Çöküşe**

Tayland'da para krizine yol açan olumsuz şoklar, aynı zamanda finansal sistem içinde bir probleme neden olmuştur. Halihazırda yurtiçi maliyetlere ve fiyatlara bağlı olarak dayanıksız olan ekonomiye maliyet getiren olumsuz şok, bankacılık sisteminin aktiflerinin değerini düşürmüştür. Böyle olunca hükümetin finansal sistemi kurtarması gerekmiş ve bu da finansal krize yol açmıştır. Ayrıca yerli paranın değer kaybetmesi, hükümetin garanti altına aldığı özel kesimin dış yükümlülüklerin değerinin artmasına yol açmış ve hükümetin vaat ettiği kurtarmaları yapamama olasılığı ortaya çıkmıştır. Böyle olunca yabancı kreditorler paniğe kapılmış ve finansal çöküş hızlanmıştır.

Hükümetin örtük garantileri karşılamak için vergileme aracılığıyla fonları arttırdığı durumda, eğer hükümet garantileri karşılamak için borçlanabilirse çöküş önlenebilir. Fakat garantiler uzun vadeli olsa bile, finansal sistemin kısa vadeli kreditorleri, kredilerini aniden geri çektiği zaman panik olasıdır. Finansal sistemin kısa vadeli borçları, hükümetin garantileri ödemek üzere derhal harekete

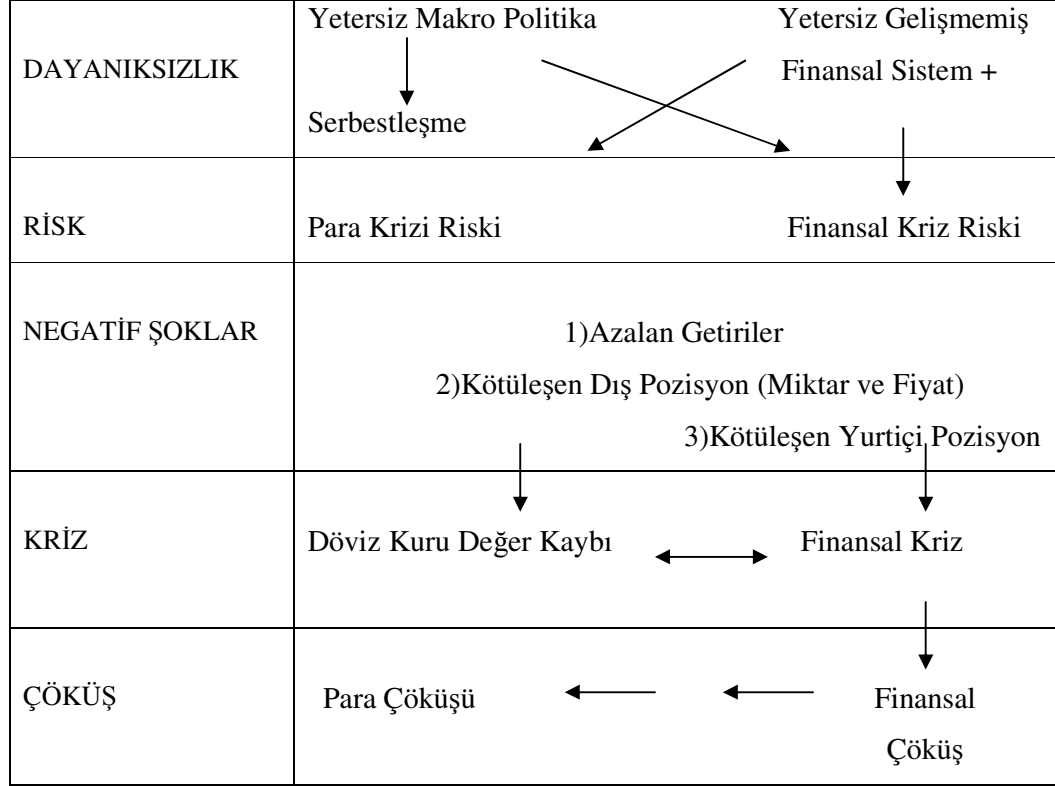
geçirebileceği kısa vadeli aktiflerini aştığı ve hükümete likidite sağlayacak bir en son kredi mercii olmadığı zaman problem ortaya çıkacaktır.

Asya ülkelerinde paranın değer kaybı da, finansal çöküşe katkıda bulunmuştur. Bu ülkelerde sabit döviz kuru rejimi altında, korumasız döviz yükümlülüklerinde hızlı artışlar olmuştur. Tayland bahtının devalüasyonu, söz konusu yükümlülüklerin değerini arttırmıştır. Paranın devalüasyonu, finansal sisteme kredi verenlerin sistem üzerindeki hükümet garantilerini yerine getirilemeyeceğini düşünür hale gelmelerine yetecek kadar büyük olduğu zaman, finansal çöküşle sonuçlanmış; bu da, hükümetin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği korkusunu tetiklemiştir. Bu noktada panik ortaya çıkmış ve bundan sonra finansal çöküş hızlanmıştır.

Tayland bahtının devalüasyonundan önce uluslararası kredi derecelendirme kurumları, Kore bankalarının finansal güçlük içinde olduklarını bilmelerine rağmen, hala hükümetin bankaları kurtarma taahhüdünü göz önüne aldıkları için kredi notlarını düşürmemişlerdir. Bununla birlikte bu hükmü verirken büyüyen kurtarma maliyetlerini, sadece bankalara yeterli sermaye enjekte etme maliyetiyle ilişkili olduğu ölçüde hesaba katmışlardır. Bunlar hükümetin bütçe kapasitesi içinde dikkate alınmıştır. Eğer derecelendirme kurumları büyük bir değer kaybı olasılığının farkında olsalardı ve bankaların değer kaybeden paralar cinsinden dış yükümlülüklerinin garantisinin tümünü yerine getirmenin hükümete yükleyeceği maliyeti göz önüne alsalardı, bütçe açığının buna dayanamayacağını hesaplamaları gerekirdi. Bu bütçe kısıtı, bankalara verilecek desteklere ilişkin tahminlerini revize etmelerine ve notlarını düşürmelerine yol açabilirdi. Öyleyse Asya ülkelerinde para krizi, finansal çöküşü beslemiş ve hızlandırmıştır.

Kısacası Asya'da ekonominin para krizine dayanıksız olduğu bir ortamda ortaya çıkan olumsuz şoklar, yerli paranın devalüasyonunu hızlandırmıştır. Bu devalüasyon, para krizi diye adlandırılabilir fakat bunun bir çöküşe yol açması gerekli değildir. Aynı olumsuz şoklar, finansal sistem üzerine de önemli kayıplar getirmişlerdir. Bu şoklar, ekonominin finansal krize dayanıksız olduğu bir ortamda, hükümetin finansal kesimi kurtarma yükümlülüklerini tetiklemiştir.

**Şekil 2: Asya'da Krizler, Para Çöküşü ve Finansal Çöküş**



Kaynak: Corbett vd. (1999): 157

Asya'da çöküşe yol açan faktörlerden birincisi, bekleyişlerin finansal paniği hızlandırmasıdır. Çöküşe neden olan ikinci faktör, finansal kesimin olumsuz dış şokların etkilerini genişletmiş olmasıdır. Üçüncü önemli faktör ise, para krizi ile finansal kriz arasındaki karşılıklı etkileşimdir. Yerli paranın değer kaybı, finansal krizin kötüleşmesine yol açmıştır. Bu durum, sabit döviz kuru rejiminin kendine özgü özelliğinden kaynaklanmaktadır. Sabit kur, döviz cinsinden büyük miktarda korunmasız borçlanmaya yol açmıştır. Yerli paranın devalüasyonu, finansal sisteme kredi vermiş olanların hükümet garantilerinin yerine getirilemeyeceğine inanmalarına yetecek kadar geniş olunca, finansal çöküş ortaya çıkmıştır. Finansal çöküş, hükümetin ödeyebilirliğini kaybedeceği yönündeki korkuları tetiklemiş ve bu korku da para çöküşüne yol açmıştır. Böyle olunca finansal çöküş daha da ağırlaşmıştır (Şekil 2).

### **3. 1994 VE 2000-2001 TÜRKİYE KRİZLERİ**

1990'lı yıllarda bir çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de 1994 ve 2000-2001 yıllarında ikiz krizler yaşanmıştır. Türkiye'nin yaşamış olduğu bu krizlerin ortak özelliklerinden biri, her iki krizin de dış finansal serbestlik ortamında ortaya çıkmış olmasıdır.

Diğer yandan her iki kriz öncesinde de, ekonomide bir taraftan makroekonomik dayanıksızlık bir taraftan da finansal kırılganlık göstergeleri göze çarpmaktadır. Gerçekten de söz konusu iki kriz, zayıf makroekonomik temel yapı ile kırılgan bankacılık sistemi bileşiminin riskli ve tehlikeli olabileceğini açıkça göstermiştir. Gerek kriz öncesi dönemlerde gerekse krizler sırasında, makroekonomik dayanıksızlık ile finansal kırılganlığın karşılıklı etkileşiminin, krizlerin şiddetini artırdığını söylemek mümkündür.

Her iki kriz de geniş çaplı sermaye girişlerinin yaşandığı bir dönemin ardından, bir finansal panik ortamında yoğun sermaye çıkışı eşliğinde ortaya çıkmış ve derinleşmiştir. Bu nedenle gerek 1994 gerekse 2000-2001 krizlerinin, birer sermaye hesabı krizi özelliği taşıdıkları ileri sürülebilir.

#### **3.1. 1994 Krizi**

Meksika ve Asya krizlerinde olduğu gibi Türkiye'deki 1994 ikiz krizlerinin hemen öncesinde Türkiye ekonomisinin para ve bankacılık krizlerine karşı dayanıksız olduğu söylenebilir. Öncelikle yetersiz denetim ve gözetim altında yürütülen finansal serbestleşme süreci, bilançolarında yüksek riskler taşıyan ve kırılgan bir bankacılık sistemi yaratmıştır. Diğer yandan 1990 yılından itibaren başlayan genişleme döneminde tohumları atılan makroekonomik zayıflıklar, ekonominin bir para krizine karşı dayanıksızlığını artırmıştır.

##### **3.1.1. Kriz Öncesi Dönem**

Türkiye ekonomisi 1970'li yılların sonlarına kadar yaşamış olduğu finansal baskı döneminin ardından, 1980'lerin başından itibaren ekonomik reform ve serbestleşme yönünden alınan tedbirlere sahne olmuştur. Söz konusu tedbirlerin bir

ayağını oluşturan finansal kesime ilişkin reformlar, artan rekabet sayesinde kaynak dağılımını iyileştirmeyi ve finansal kesimdeki zayıf düzenleyici yapıyı güçlendirmeyi amaçlamıştır. Finansal kesime ilişkin reformlar, 1980’li ve 1990’lı yıllar boyunca devam etmiştir. Bu çerçevede 1985 yılında sermaye yeterliliği, rezerv zorunluluğu, muhasebe ve kamuya açıklama kuralları ve mevduat sigortası ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. 1989 yılında Basel Komitesinin sermaye yeterlilik oranı kabul edilmiş, batık kredilerin uluslararası standartlara yakın bir şekilde sınıflandırılması yönünde adımlar atılmıştır. Buna karşın sermaye hesabının serbestleştirilmesini amaçlayan tedbirlerin hız kazandığı bu dönemde, bankaların döviz işlemleriyle ilgili düzenlemelerin yetersiz kaldığı söylenebilir.

Türkiye’de sermaye hesabının serbestleşmesi, sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir adım olmuştur. Bu çerçevede ilk olarak 1988 yılının Temmuz ayında yabancı yatırımcılar ile yabancı fonların Türk sermaye piyasasına girişlerine, yerli şirketlerin menkul kıymetlerini alıp satmalarına ve bunlara ortak olmalarına izin verilmiştir. 1989 yılının Ağustos ayında yerleşiklerin belirli limitler dahilinde yurt dışında doğrudan yatırım yapmalarına ve yerleşik olmayanların borsada kayıtlı olan menkul kıymetleri alıp satmalarına ve bunlardan kazanılan gelirlerin yurt dışına transfer edilmesine müsaade edilmiştir. 1990 yılında ise bankaların veya özel finans kurumlarının aracı olarak kullanılması şartıyla yerleşiklerin yurt dışında yabancı kredi alabilmelerine imkan tanınmıştır. 1991 yılına yerleşik olmayanların döviz alımları ve bunların yurt dışına transferi üzerindeki limitler kaldırılmış ve yerleşiklerin Türk şirketleri tarafından ihraç edilmiş olan menkul kıymetleri yurt dışında serbestçe satabilmelerine olanak sağlanmıştır (Ishii vd. 2002: 82).

Dış finansal serbestleşmeye yönelik bu tedbirlerin ardından Türkiye ekonomisi, sermaye girişleri tarafından beslenecek ve 1994 yılına kadar sürecek olan bir genişleme sürecine girmiştir. Bu dönemde sermaye girişleri ve cari işlem açıkları artarken, yerli para reel olarak değer kazanmıştır.

### **3.1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler**

Sermaye hesabının serbestleşmesinin ardından Türkiye ekonomisine yönelik sermaye girişlerinde önemli bir yükseliş gözlenmiştir. Öyle ki, 1991 yılındaki Körfez

Krizinin etkisi göz ardı edilirse, ödemeler bilançosunun sermaye hesabı 1994 yılının ikinci çeyreğine kadar sürekli fazla vermiştir. Sermaye hesabındaki fazlalık yaklaşık olarak, 1992 yılında 3,7 milyar dolara ve 1993 yılında 8,7 milyar dolara ulaşmıştır.

Söz konusu iki yılda toplam sermaye girişleri ortalama olarak GSHM'nin % 3,72'si kadar olmuştur. Üstelik sermaye hesabındaki bu yükseliş büyük bir kısmı portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye girişlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 1992 ve 1993 yıllarında sırasıyla yaklaşık 3,1 milyar dolar net kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Sermaye girişlerindeki bu artışlar bir taraftan yurtiçi talepte genişleme yaratırken, diğer taraftan da yerli paranın değer kazanmasına ve cari işlem açıklarının yükselmesine yol açmıştır (Tablo 14).

Türkiye ekonomisi yoğun sermaye girişi eşliğinde özellikle 1990 yılından itibaren yurtiçi talepte bir genişleme yaşamıştır. Bu genişleme özellikle 1992 ve 1993 yıllarında hız kazanmıştır. Söz konusu dönemde ülkeye yönelik sermaye girişlerindeki yükseliş, yurtiçi tüketim ve yatırım talebinin artmasına olanak sağlamıştır.

Sermaye girişlerinin yoğunlaştığı ve yurtiçi talepte genişlemenin olduğu dönem, Türk Lirasının reel olarak değer kazandığı dönem olmuştur. Bu durum, özellikle 1992 yılının ikinci yarısı ile 1993 yılının son çeyreği arasında kendini hissettirmiştir. Reel efektif döviz kuru endeksi, 1992 Haziran ayında 1993 Ekim ayına kadar yaklaşık olarak % 9,6 oranında artış göstermiştir. Yerli paranın reel değer kazancı, rekabet gücünün azalması sonucunu yaratmıştır (Tablo 15).

**Tablo 14:Türkiye’de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları)**

	Cari İşlemler Hesabı	Sermaye Hesabı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Ser.Har.	Kısa Vadeli Ser.Har.	Net hata ve Noksan	Rezerv Hareketleri
1990 IV	-905	1060	123	197	-169	939	124	-263
II	-590	1193	275	260	-290	948	121	-765
III	-520	754	174	84	-18	514	225	-662
IV	-596	959	141	36	183	599	-881	382
1991 I	-215	-1710	129	28	-614	-1253	0	2246
II	208	413	133	214	187	-121	0	-1323
III	605	-932	260	76	-70	-1198	0	41
IV	-348	-168	261	305	-286	-448	0	65
1992 I	-155	28	165	224	106	-467	-768	895
II	-590	1603	194	930	-575	1054	-575	-438
III	-32	938	254	569	-236	351	200	-1106
IV	-166	1079	166	688	-233	458	-78	-835
1993 I	-925	2827	94	1028	198	1507	-927	-975
II	-2332	2215	200	367	471	1177	-89	206
III	-1569	2095	135	741	466	751	-583	59
IV	-1554	1828	193	1784	235	-381	-676	402
1994 I	-1133	835	51	1410	75	-701	-2682	2980
II	1403	-2463	119	-58	-224	-2300	1853	-798
III	2014	-2374	132	-290	-576	-1640	2503	-2143
IV	342	-192	257	96	-59	-486	95	-245
1995 I	428	2874	126	-844	-360	3952	355	-3657
II	-443	1693	123	-324	373	1521	548	-1798
III	25	1932	159	1377	-162	558	937	-2894
IV	-2349	-1856	364	28	70	-2318	514	3691

Kaynak: TCMB.

**Tablo 15: Türkiye’de TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)**

Aylar	1991	1992	1993	1994	1995
1	121,2	117,8	113,7	109,1	96,0
2	120,5	118,4	114,5	101,1	99,1
3	116,8	116,2	114,9	93,7	99,2
4	115,4	111,8	114,2	76,7	100,9
5	112,7	108,1	113,4	79,3	101,2
6	112,7	105,8	112,5	86,7	101,7
7	112,7	103,7	113,7	87,9	100,5
8	112,7	105,4	113,0	87,8	100,2
9	112,5	107,8	113,3	86,7	103,6
10	111,9	110,7	111,6	89,6	100,9
11	110,7	111,0	112,7	91,9	99,6
12	111,5	111,8	111,5	97,5	96,9

Kaynak: TCMB.

Türk Lirasının reel değer kazancının sonucu, görelî olarak ithalat daha ucuz, ihracat ise daha pahalı hale gelmiştir. Böyle olunca ülkenin cari işlem açıklarında hızlı bir artış gözlenmiştir. Ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabı 1991 yılında 250 milyon dolar fazla vermişken, 1992 yılında 974 milyon dolar ve 1993 yılında 6433 milyon dolar açık sergilemiştir. Cari işlem açıklarının GSMH’ya oranı 1993 yılının birinci çeyreğinde % 2,7, ikinci çeyreğinde % 5,7, üçüncü çeyreğinde % 2,7 ve son çeyreğinde % 3,4 olarak gerçekleşmiştir. Üstelik bu açıkların finansmanında, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları önemli yer tutmuştur. Öyleyse Türkiye ekonomisinin 1994 krizinden önce cari işlem açıklarını, sermaye hareketlerinin en oynak ve istikrarsız kalemleri ile finanse ettiği söylenebilir.



**Tablo 16:Türkiye’de Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler**

	Toplam Dış Borç (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borç (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	Toplam Borç/IR	Kısa Vadeli Borç/IR	Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)
1990-IV	49035	9500	0,19374	8,21082	1,59076	5972
1991-I	45529	9179	0,20161	1,22522	2,47013	3716
II	43752	8822	0,20164	8,66205	1,74658	5051
III	45733	8641	0,18894	9,19626	1,73758	4973
IV	50489	9117	0,18057	10,26620	1,85380	4918
1992-I	50951	10203	0,20025	13,64515	2,73246	3734
II	46330	8819	0,19035	10,65057	2,02736	4350
III	56075	11701	0,20867	9,95473	2,07722	5633
IV	55592	12660	0,22773	9,08960	2,06998	6116
1993-I	56800	12596	0,22176	8,00338	1,77483	7097
II	59381	14485	0,24393	8,72736	2,12889	6804
III	65875	16543	0,25113	9,45122	2,37346	6970
IV	67356	18533	0,27515	10,84115	2,98294	6213
1994-I	67247	15891	0,23631	20,41500	4,82423	3294
II	66581	13221	0,19857	15,64036	3,10571	4257
III	66779	12154	0,18762	9,60970	1,80299	6741
IV	65601	11310	0,17241	9,22399	1,59027	7112
1995-I	71581	13166	0,18393	6,33909	1,16596	11292
II	73779	14227	0,19283	5,52693	1,06577	11349
III	73171	15586	0,21301	4,52399	0,96364	16174
IV	73278	15701	0,21426	5,91428	1,26723	12390

Kaynak: HM, TCMB.

Böyle olunca ekonomi sermaye akımlarında ani bir geri dönüşe karşı dayanıksız hale gelmiştir. Nitekim 1994 yılı içinde yatırımcıların bekleyişlerindeki ani kötüleşme sonucunda yaklaşık 4,5 milyar dolar değerindeki yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir. Artan sermaye girişleri ve cari işlem açıkları karşısında ülkenin dış borç stokunda da hızlı bir yükseliş olmuştur. 1990 yılının sonunda yaklaşık 49 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 1991 sonunda 50, 1992 sonunda 55,5 ve 1993 sonunda 67,3 milyar dolara çıkmıştır. Buna göre 1990-1993 döneminde toplam dış borç stoku % 37,3 oranında artış kaydetmiştir (Tablo 16).

Diğer yandan kısa vadeli borç stokundaki yükseliş çok daha çarpıcıdır: 1990 yılının sonunda 9,5 milyar dolar olan kısa vadeli dış borçlar, 1993 yılının sonunda 18,5 milyar dolara sıçramıştır. Söz konusu sıçrama, yaklaşık % 100'lük bir artışa karşılık gelmektedir. Böyle olunca kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı da keskin bir yükseliş yaşamıştır: 1990 yılı sonunda % 19,3 iken, 1992 sonunda % 22,7 ve 1993 sonunda % 27,5 olmuştur. Dış borçların kısa vadeli borçlar lehine gösterdiği bu gelişim, ülke ekonomisinin bekleyişlerdeki bir kötüleşmeye karşı oldukça dayanıksız hale geldiğini göstermektedir. Zira kısa vadeli dış borçlar, yatırımcıların güven kaybı karşısında çabucak geri çekilmesi muhtemel olan borç stokunu göstermektedir.

### **3.1.1.2. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı**

Dış finansal serbestleşme sürecinde bankaların döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerin yetersiz kalması ve bankaların zayıf risk yönetimleri, bankacılık sisteminin döviz risklerini oldukça yükseltmiştir. Genişleme döneminde yüksek enflasyon ve oynak faiz oranları nedeniyle yerli paraya duyulan güvenin sarsılması sonucunda banka bilançolarının önemli bir kısmı dolarize olmuştur.

Aynı dönemde yurt dışından sağlanan fonların maliyetinin görece olarak düşük seyretmesi, döviz cinsinden bankacılık kesiminin kullandığı kredilerin hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Sonuçta bankaların dış yükümlülükleri birkaç yıl boyunca karlı bir şekilde artmıştır.

Mevduat bankalarının dış yükümlülükleri 1991 yılının sonunda 3639 milyon dolar iken, 1992 yılında 6472 milyon dolara ve 1993 yılında 9589 milyon dolara yükselmiştir. Böylece mevduat bankalarının dış yükümlülükleri sabit fiyatlarla 1992 yılında % 82,5 ve % 55,3 oranında büyümüştür. Bütün bu gelişmeler bankacılık kesiminin döviz pozisyonu açığını yükseltmiştir. 1993 yılı sonunda bankaların döviz pozisyonu açıkları 4,6 milyar dolara ulaşmıştır (TCMB 1993: 58).

Türk bankacılık kesiminin döviz pozisyonunun öz kaynaklara oranı 1992 yılının sonunda 80,7 iken, 1993 yılının sonunda 104,8 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 17). Böyle olunca bankaların döviz riski çok yükselmiş ve yerli paranın muhtemel değer kaybına karşı bankaların dayanıksızlığı artmıştır.

Ayrıca yurt dışından nispeten kısa vadelerle toplanan fonlar, gerek döviz gerekse yerli para cinsinden kredilere yöneltilmiş, böyle olunca bankaların likidite riski yükselme eğilimi göstermiştir.

Diğer yandan finansal genişleme döneminde bankacılık kesiminin yurtiçi kredi arzı reel olarak süratli bir büyüme göstermiştir. Mevduat bankalarının yurtiçi kredileri sabit fiyatlarla 1992 yılında % 19,6 ve 1993 yılında % 15,8 oranında büyümüştür. Reel kredilerdeki bu genişleme sonrasında 1992 Kasım ayında % 72 olan kredi/mevduat oranı 1993 Kasım ayında % 88,8'e, 1992 Kasım ayında % 39,8 olan kredi/aktif oranı 1993 Kasım ayında % 42,6'ya yükselmiştir (TCMB 1993: 63).

Banka kredilerindeki reel büyüme, görece daha riskli alanlara yönelik kredilerin toplam krediler içindeki payının artmasına eşlik etmiştir. 1992 ve 1993 yıllarında toplam banka kredilerinin içinde ihracat ve yatırım kredilerinin payı gerilerken, tüketici ve finans kesimi kredilerinin payı yükselmiştir (TCMB 1993: 63). Bunun sonucunda bankaların kredi ve faiz riskleri yükselmiş, bankacılık kesimi faiz oranlarındaki değişmelere ve muhtemel bir ekonomik durgunluğa karşı daha hassas ve dayanıksız hale gelmiştir.

**Tablo 17:Türk Bankacılık Kesiminin Riskleri (1994 Krizi)**

	1992	1993				1994			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Toplam Krediler/ Toplam Aktifler	41.8	41.2	42.0	41.8	41.4	39.1	35.6	33.9	39.1
YP Likit Aktifler/ YP Yükümlülükler	49.6	42.0	45.4	42.3	51.6	44.6	49.3	52.2	51.9
Döviz Pozisyonu/ Öz kaynaklar	80.7				104.8				26.6
Takipteki Krediler/ Toplam Krediler	3.4	3.2	2.9	3.0	3.1	3.3	4.7	4.9	4.1
YP Aktifler/ YP Yükümlülükler	86.8	81.0	83.2	82.8	84.6	84.8	95.0	96.5	96.5

Kaynak: TBB.

Not: YP, yabancı parasının kısaltmasıdır. Döviz pozisyonu, yabancı para yükümlülükler eksi yabancı para aktifler farkını ifade etmektedir.

### 3.1.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar

Söz konusu dayanıksızlıkların başında, artan sermaye girişlerinin tüketim ve yatırım harcamalarını yükseltmesi ve ekonomi de talep yönlü baskılara yol açması gelmektedir. Artan talep baskıları Türk Lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanmasına ve cari işlem açıklarının genişlemesine sebep olmuştur. Genişleyen cari işlem açıklarının büyük oranda kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmesi, ekonominin sermaye akımlarında ortaya çıkabilecek ani bir geri dönüş karşısında hasar görebileceğine işaret etmekteydi.

1994 krizinin hemen öncesinde göze çarpan en önemli finansal dayanıksızlık göstergesi, kısa vadeli dış borçların uluslararası rezervlere oranındaki yükseliştir. Söz konusu oran 1993 yılının birinci çeyreğinde 1,77 iken, aynı yılın ikinci çeyreğinde 2,13, üçüncü çeyreğinde 2,37 ve dördüncü çeyreğinde 2,98 düzeyine yükselmiştir (Tablo 16). Kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı, uluslararası likiditenin bir ölçüsüdür ve bir ekonomide bu oranın yükselmesi, o ekonomide döviz likidite sıkıntısının arttığını gösterir. O halde 1993 yılında Türkiye ekonomisinde döviz likidite sıkıntısı sorununun ağırlaştığını söylemek mümkündür. Uluslararası likidite

sıkıntısının artması, bir finansal panik sırasında sermaye akımlarında ortaya çıkması muhtemel bir geri dönüş karşısında ekonomilerin dayanıksızlığını arttırmaktadır.

Öyleyse yukarıda adı geçen oranın yükselmesi, likit döviz varlıklarının likit döviz yükümlülüklerini karşılamada giderek daha yetersiz hale geldiği anlamını taşıyacaktır. Bu da yatırımcı paniğine katkıda bulunabilecek bir zayıflıktır. Bir yatırımcı paniği başladıktan sonra, uluslararası likidite sıkıntısının daha da artması, paniği daha da körüklemesine yol açabilmektedir. 1994 yılının ilk çeyreğinde kısa vadeli borçların rezervlere oranının 4,82'ye yükselmesi, bu görüşü doğrulamaktadır.

### **3.1.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik**

1994 krizinin başlangıcında bekleyişlerin kötüleşmesine katkıda bulunan faktörlerden biri, Ocak ayının ortasında kredi derecelendirme kurumları tarafından Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi olmuştur. Ülkenin kredi notunun düşürülmesi, yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapma konusundaki düşüncelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Böyle olunca bir taraftan sermaye girişlerinde keskin bir geri dönüş yaşanmış, bir taraftan da döviz mevduatları geri çekilmeye başlamıştır. Bu durum karşısında bankalar mevduat geri çekişlerini karşılamak ve döviz açık pozisyonlarını kapatmak için döviz alımına geçmişlerdir. Sonuçta faiz oranları hızla yükselmiş ve yerli para önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Yerli paranın değer kaybı yönündeki baskı Ocak-Mart dönemi boyunca devam etmiştir. Bu dönemde, Türk Lirası % 60 oranında değer kaybederken, Merkez Bankası 3 milyar dolar uluslararası rezerv kaybına uğramıştır.

1993 yılında gerçekleşen 8,7 milyar dolarlık sermaye hesabı fazlası, 1994 yılında 4,2 milyar dolar açığa dönüşmüştür. Olumsuz bekleyişlerin teşvik ettiği kısa vadeli sermaye çıkışları, bu çeşit akımların ne denli istikrarsız olduğunu kanıtlamıştır. Bu sermaye çıkışının büyük bir bölümü, kriz öncesinde yurt dışında ağır biçimde borçlanmış olan bankacılık kesimi aracılığıyla ortaya çıkmıştır. 1993 yılında 4 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişi elde eden bankalar, 1994 yılında 7 milyar dolar çıkışına maruz kalmıştır. Sermaye girişlerindeki bu sallantı, GSMH'nin % 7'sinden daha yüksek bir büyüklüğe işaret etmektedir (Ghosh vd. 2002: 83).

Yükselen faiz oranları ve Türk Lirasının değer kaybı, bankaların bilançolarında çok olumsuz etkiler yaratmıştır. Nisan ayı içinde yaşanan bankaya hücum, yabancı bankalara ve yurtiçi müşterilerine olan yükümlülüklerini yerine getiremeyen üç orta büyüklükte bankanın kapanmasına sebep olmuştur.<sup>4</sup> Bu bankaların kapatılması ise mevduat geri çekişlerini daha da hızlandırmış ve yerli paranın değer kaybı devam etmiştir. Finansal kesimde güvenin yeniden tesis edilmesi için Merkez Bankasına, sıkıntıya giren bankaların sermayelerinin % 200'ü kadar likidite desteği verme yetkisi verilmiştir (Ishii vd. 2002: 84). Nihayet daha geniş ölçekli bankaya hücumlar, Mayıs ayında Türk Lirası ve döviz mevduatlarına % 100 devlet garantisi getirilmesi sayesinde önlenebilmiştir.

Kısacası Türkiye'nin 1994 yılında yaşamış olduğu para ve bankacılık krizlerine, kriz öncesi dönemde göze çarpan temel yapı dayanıksızlıkları yanında bekleyişlerdeki kötüleşmeler de katkıda bulunmuştur. Yatırımcıların bekleyişlerinde kötüleşmeye yol açan en önemli iki olay, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri ve Hazinesinin hükümet bonolarını piyasa faiz oranının altında satma konusunda direktmesidir. Sonuçta bekleyişlerdeki kötüleşme, ekonominin döviz likidite sıkıntısını artırmış ve tahrip edici ikiz krizlerin yaşanmasına neden olmuştur.

### **3.2. 2000-2001 Krizleri**

Türkiye'de 2000-2001 yıllarında da ikiz krizler görülmüştür. 2000 yılının başında uygulamaya konulan IMF destekli enflasyonla mücadele programı, 2001 yılının Şubat ayında Türk Lirasının yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmasıyla sona ermiştir. Böylece piyasalarda 2000 yılı Kasım ayında başlayan likidite sıkışıklığı, bir para ve bankacılık krizine dönüşmüştür.

1999 yılı sonunda açıklanan döviz kuruna dayalı istikrar programı, ekonomide önemli zayıflıklar yaratmıştır. Her şeyden önce kırılğan bankacılık sisteminin bulunduğu bir ortamda, bir sepete bağlanmış döviz kuru rejiminin

---

<sup>4</sup> 1994 krizi sırasında Marmara Bank, TYT Bank ve IMPEX Bank tasfiye sürecine alınmıştır. Söz konusu üç bankanın aktif büyüklüğü, toplam banka aktiflerinin % 1'ini oluşturmaktadır (Ishii vd. 2002: 84).

uygulanması, ekonominin bir para krizine karşı dayanıksız olduğu anlamına geliyordu. Sermaye girişlerindeki artışla birlikte, ekonomide tüketim ve yatırımlardaki artışa eşlik eden bir genişleme olmuş, Türk Lirası reel olarak değer kazanmış ve cari işlem açıkları yükselmiştir. Böylece ekonominin bir para krizine karşı dayanıksızlığı daha da aratmıştır.

Üstelik aynı ortamda yürürlüğe konan para kurulu benzeri politika, bir likidite krizine karşı dayanıksızlığa işaret ediyordu. Bu politika çerçevesinde 2000 yılının Kasım ayında bankaların içine düştükleri döviz ve Türk Lirası likidite sıkıntısı karşısında merkez bankası en son kredi mercii olarak hareket etmemiş ve piyasaya yeterli likidite vermemiştir. Sonuçta yükselen faiz oranları karşısında yabancı yatırımcılar fonlarını geri çekmeye başlamışlardır. Böyle olunca bir yandan likidite krizi ağırlaşmış, bir yandan da bağlanmış döviz kuru rejiminin güvenilirliği ortadan kalkmıştır. Şubat ayında ülke içindeki politik gelişmeler, yabancı yatırımcıların güven kaybını genişletmiş ve ülke dışına yeni bir fon çıkışı talebi yaratmıştır. Merkez bankası Kasım ayında olduğu gibi bir kez daha piyasalara gerekli likiditeyi verme konusunda isteksiz davranınca, bankalar döviz yükümlülüklerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Nihayet Türk Lirasının yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmasıyla, bankaların bilançoları iyice kötüleşmiş, sonrasında yabancı yatırımcı paniğinin genişlemesiyle Türk Lirası önemli ölçüde değer kaybına uğramıştır.

Görüldüğü gibi kriz öncesinde ekonominin sergilemiş olduğu temel yapı zayıflıkları, Türkiye'nin ağır bir ikiz kriz yaşamasına yol açmıştır. Bunun yanında giderek kötüleşen olumsuz beklentiler, krizlerin ortaya çıkışına ve derinleşmesine katkıda bulunmuştur.

### **3.2.1. Kriz Öncesi Dönem**

1997 yılının ortalarında Tayland Bahtının devalüe edilmesiyle başlayan ve global etkilere sahip olan Asya krizi, Türkiye ekonomisi üzerinde de olumsuz etkiler yaratmıştır. Söz konusu olumsuz etkiler, özellikle krizin Rusya'ya yayılmasından sonra daha belirgin şekilde hissedilmeye başlamıştır. Her şeyden önce 1998 yılında

ülke ekonomisinde önemli bir daralma eğilimi göze çarpmaktadır. 1997 yılında GSMH büyüme hızı % 8.3 iken, 1998 yılında % 3,8'e düşmüştür.

Diğer yandan 1998 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye'den büyük miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1998'in ilk altı ayında yaklaşık 7.5 milyar dolar net sermaye girişi, aynı yılın üçüncü çeyreğinde yaklaşık 10.5 milyar dolara ulaşan sermaye çıkışına dönüşmüştür. Söz konusu sermaye çıkışı, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde gözlenmektedir (Tablo 19). Bu gelişmelere paralel olarak, İMKB endeksinde büyük bir düşüş yaşanmıştır. Ayrıca 1998 yılının ikinci altı ayında merkez bankasının döviz rezervlerinde yaklaşık 8 milyar dolar azalma kaydedilmiştir.

### **3.2.1.1. İstikrar Programının Kapsamı ve Hedefleri**

Türkiye'nin 9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye verdiği niyet mektubu, para, faiz, döviz kuru ve vergi politikaları yanında, sosyal güvenlik reformu, özelleştirme, kamu maliyesinde şeffaflık, bankacılık sistemi ve tarımsal destekleme politikaları gibi yapısal reformları da içine almıştır. Bu sayede, kamu finansmanın kalıcı biçimde sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, kamu açıklarının piyasalarda yarattığı baskıların azaltılması, reel faiz oranlarının makul bir düzeye indirilmesi, enflasyonunun tek haneli rakamlara düşürülmesi ve yapısal reformlar eşliğinde ekonominin sürdürülebilir bir büyüme ortamına kavuşturulması amaçlanmıştır.

Yukarıda ki amaçlara yönelik olarak hazırlanan istikrar programının üç saç ayağının bulunduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, kamu finansman açıklarının düşürülmesidir. Bu çerçevede sıkı bir bütçe uygulaması, KİT açıklarının azaltılması ve tarım kesimine verilen destekleme fiyatlarının hedeflenen enflasyon oranında artırılması hedeflenmiştir. Bu hedefler, tedbirli bir maliye politikasının sürdürüleceğini gösteriyordu.

Programın ikinci ayağı, kamu finansman açıklarında kalıcı iyileşmelerin sağlanması ve buna yönelik bir dizi yapısal reformun hayata geçirilmesidir. Bu çerçevede tarım kesiminin desteklenmesi akılcı bir sisteme oturtulacak, sosyal



güvenlik sistemi yeniden gözden geçirilecek, bütçe dışı fonlar bütçeye aktarılacak ve kamu bankaları yeni bir yapılanma içine sokulacaktı.

Programın üçüncü ayağı ise para ve döviz kuru politikalarından oluşmaktadır. Bu çerçevede, enflasyonun düşürülmesi ve faiz oranlarında hızlı bir düşüş ile birlikte, para ve döviz kuru gelişmelerinin önceden tahmin edilebilir hale getirilmesi ve bu sayede finansal yatırımların değeri üzerindeki belirsizliğin azaltılması amaçlanmıştır.

Bu amaca yönelik olarak, merkez bankası, döviz kurunda, ileriye dönük taahhütler altına girmiş ve 2000 yılı başından itibaren 18 aylık kur sepetinin değerindeki değişimleri ilan etmiştir. Programda, döviz kurunun beklenen enflasyon kadar artması hedeflenmiştir. Böylece geçmiş enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki bağ koparılmış olacak; geçmiş enflasyona göre çok yavaş artan döviz kuru, nominal bir çapa olarak görev yaparak, enflasyon beklentilerini düşürecek. O halde 2000 yılında Türkiye'nin uygulamaya başladığı program, döviz kuru çapasına dayanan bir istikrar programıdır.

Döviz kuruna ilişkin bu taahhütler yanında, merkez bankası net iç varlıklar stokunun sınırlanmasına da taahhüt etmiştir. Buna göre merkez bankası, piyasaya borç verme yoluyla likidite yaratmayacaktı. Merkez bankası ancak, döviz alımı yada satımı yoluyla piyasaya likidite verebilecekti. Piyasaların merkez bankasına döviz satması ya da döviz talep etmesi, faiz oranları aracılığıyla belirlenecekti. Merkez bankasının döviz kuruna ve likidite yaratılmasına ilişkin bu taahhütleri, döviz kurunun kontrol altında olacağını ve faiz oranlarının serbest kalacağını gösteriyordu.

Diğer yandan programda, Türk Lirası mevduat stokuna uygulanan munzam karşılık oranının % 8'den % 6'ya çekilmesi ve Türk Lirası mevduatları için % 2 dispo­nibilite zorunluluğu getirilmesi öngörülmüştür.

Yukarıda anlatılan para politikası, kısa dönemli dalgalanmalar dışında, merkez bankasının yalnızca döviz karşılığında Türk Lirası yaratacağı anlamına gelmektedir. Bu politika, parasal tabanın, ödemeler bilançosuna bağlı olacağını ve merkez bankası bilançosunun net dış varlıklar kalemindeki değişimler tarafından belirleneceğini göstermektedir. Diğer yandan program, faiz oranlarında hızlı düşüşe

imkan vermek ve sermaye girişlerinin devamına neden olacak faiz farklılıklarını engellemek üzere, sermaye akımlarının sterilize edilmemesini öngörmüştür. Böylece sabit kur sistemi altında otomatik mekanizmanın işlemesine izin verilmiş olacaktır. Bütün bu hedefler, Türkiye'nin program süresince para kurulu benzeri bir politikayı sürdürüleceğine işaret etmekteydi. Bu da, pasif bir para politikası anlamına gelmektedir.

**Tablo 18:Türkiye’de TEFE ve TÜFE Enflasyon Oranları ve Faiz Oranları**

TÜFE Enflasyon Oranı (12 Aylık %)												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999							65.0	65.4	64.3	64.7	64.6	68.8
2000	68.9	69.7	67.9	63.8	62.7	58.6	56.2	53.2	49.0	44.4	43.8	39.0
2001	35.9											

TEFE Enflasyon Oranı (12 Aylık %)												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999							52.4	53.7	54.4	52.2	56.3	62.9
2000	66.4	67.5	66.1	61.5	59.2	56.8	52.3	48.9	43.9	41.4	39.1	32.7
2001	28.3											

Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Bileşik Faiz Oranı ( %)												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999							101.4	116.5	113.2	109.3	96.4	
2000	38.3	42.1	39.9	34.5	39.4	41.9	34.5	33.2	33.6	38.0	41.0	
2001	65.0											

Kaynak: Uygur 2001: 7

### 3.2.1.2. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde uygulanan kur çapasına dayalı bir çok program başarısız sonuçlanmıştır. Bu tür programlarda genellikle enflasyon oranı hedeflenenden daha yavaş düşmekte, yurtiçi talepte bir genişleme göze çarpmakta, yerli para reel olarak değer kazanmakta ve cari işlem açıkları

yükselmektedir. Türkiye'nin uyguladığı istikrar programı da buna benzer sonuçlar ortaya çıkarmıştır (Uygur 2001: 6).

2000 yılı sonunda 12 aylık TEFE'nin % 20'ye, TÜFE'nin ise % 25'e indirilmesi öngörülmüştür. Oysa 2000 yılı Aralık ayı sonunda gerçekleşen oranlar; TEFE için % 32.7, TÜFE için % 39.0 olmuştur (Tablo 18). Diğer yandan merkez bankasının döviz sepetinin değerine ilişkin öngörülerinde önemli bir sapma ortaya çıkmamıştır. Böyle olunca Türk Lirası 2000 yılı içinde reel olarak değer kazanmıştır.

Türkiye ekonomisi, 2000 yılı içinde yurtiçi talepte hızlı bir genişleme yaşamıştır. Yurtiçi talepteki genişlemenin en önemli sebeplerinden birisi, faiz oranlarındaki hızlı düşüş olmuştur (Uygur 2001: 6). 1999 yılının Kasım ayında % 96 olan devlet iç borçlanma senetlerinin bileşik faiz oranı, 2000 yılının Ocak ayında % 38.3'e, Temmuz ayında ise % 34.5'e düşmüştür. Devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranı, 2000 yılı boyunca genellikle hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyon oranlarının altında seyretmiştir (Uygur 2000: 6). Böyle olunca faiz oranları yıl boyunca negatif değerlerde seyretmiştir.

Faiz oranlarındaki bu keskin düşüş sonucunda, yurtiçi tüketim ve yatırım talebi önemli ölçüde genişlemiştir. Özel nihai tüketim harcamaları, 2000 yılında 1999 yılına göre sabit fiyatlarla % 6.4 artış göstermiştir. Bir önceki yılın aynı dönemine göre artış oranları, 2000 yılının birinci çeyreğinde % 4.0, ikinci çeyreğinde % 4.6, üçüncü çeyreğinde % 9.6 ve son çeyreğinde % 5.6 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 18). Özel nihai tüketim harcamalarındaki bu artış, büyük oranda dayanıklı tüketim mallarına yönelik talepteki keskin yükselişten kaynaklanmıştır.

Türk Lirasının reel olarak değer kazanması ve yurtiçi tüketim talebindeki artışın ithalata yönelmesi, ithalat talebinde artışa yol açmıştır. Diğer yandan Türk Lirasının değer kazancı ve Euro/Dolar paritesindeki gelişmeler sonucunda ihracatta yavaşlama ortaya çıkmıştır. Bütün bu gelişmelerin sonucunda cari işlem açıkları hızla yükselmiştir. Söz konusu açıklar, 2000 yılı için programda 3-4 milyar dolar öngörülmüş olmasına rağmen, 9.8 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir (Tablo 19). Böylece 1999 yılında % 0.73 olan cari işlemler açığının GSMH'ya oranı, 2000 yılında % 4.92 olmuştur.

Türkiye büyüyen cari işlem açıklarını, borç yaratan sermaye girişleri aracılığıyla finanse etmiştir. 2000 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında kayda değer bir artış olmamıştır. Buna karşı portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişlerinde yükselme gözlenmiştir. 2000 yılının dokuz ayında yaklaşık 6 milyar dolar net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Aynı dönemde 2 milyar doların üzerinde net kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Kısacası cari işlem açıkları, genellikle sermaye hesabının en istikrarsız ve oynak kalemleri ile finanse edilmiştir. Bu durum, ülke ekonomisinin sermaye akımlarındaki ani bir geri dönüşe karşı oldukça dayanıksız olduğunun bir işaretiydi. Nitekim 2000 yılının Kasım ayındaki likidite sıkıntısının ağırlaşmasında, yabancı sermayenin ülkeyi aniden terk etmesi önemli rol oynamıştır. Kasım ayı içinde yaşanan panik sırasında yaklaşık 4.8 milyar dolar değerindeki portföy yatırımı ülkeyi terk etmiştir.

**Tablo 19: Türkiye’de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları)**

	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1999
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Cari İşlemler Hesabı	1263	-1057	920	-1348	-1069	-227	1440	1727	1276	-1379
Sermaye Hareketleri	1565	3340	3008	703	3712	3936	-1046	3585	1119	215
Doğrudan Yatırım	127	129	112	186	83	137	155	198	91	182
Portföy Yatırımları	891	261	792	-310	946	474	-6921	-885	1182	619
Uzun Vadeli Ser.Har.	712	902	1545	1508	367	2240	1053	325	-367	-592
Kısa Vadeli Ser.Har.	165	2048	559	-681	2316	1085	-4747	3947	213	8
Net Hata ve Noksan	341	-1596	325	-810	594	1224	3104	-7119	548	2028
Rezerv Hareketleri	41	-687	-4253	1555	-3237	-4933	5916	1807	-2943	-864

	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2001
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Cari İşlemler Hesabı	128	-1389	-2301	-3233	-1237	-3039	-527	1193	2021	
Sermaye Hareketleri	596	2741	3418	4429	3276	-1491	-3141	-6366	-1175	
Doğrudan Yatırım	-192	57	-20	190	-427	369	1574	109	427	
Portföy Yatırımları	-72	1700	2091	1608	2333	-5010	-2868	-348	-741	
Uzun Vadeli Ser.Har.	461	845	248	1962	771	1362	-510	-1116	750	
Kısa Vadeli Ser.Har.	399	139	1099	669	599	1788	-1337	-5001	-1611	
Net Hata ve Noksan	891	-1568	-562	203	-1596	-864	-885	-192	-2192	
Rezerv Hareketleri	-1615	216	-555	-1399	-443	5394	4553	5365	1346	

Kaynak: TCMB.

Cari işlem açıklarının borç yaratan finansman araçlarıyla finanse edilmesinin sonucunda, 2000 yılında Türkiye'nin dış yükümlülüklerinde artış görülmüştür. 1999 yılında 102.1 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 2000 yılında 114.3 milyar dolar olmuştur. Söz konusu dönemde toplam dış borç/GSMH oranı, % 55.6'dan % 57.6'ya yükselmiştir. Ayrıca aynı dönemde ekonominin kısa vadeli dış yükümlülükleri de artmıştır. 1999 yılında 22.9 milyar dolar düzeyinde olan kısa vadeli dış borç stoku, 2000 yılında 28.9 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece 1999 yılı sonunda % 22.4 olan kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içindeki payı, 2000 yılı sonunda % 25.3'e yükselmiştir. Ayrıca 1999 yılı sonunda kısa vadeli borçların GSMH içindeki payı % 12.3 iken, 2000 yılı sonunda bu oran % 14.6 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 20).

Ayrıca 2000 yılında Türkiye ekonomisindeki genişleme, kısa vadeli yabancı kaynaklar tarafından beslenmiştir. Söz konusu yılın ilk on ayında net sermaye girişleri, genellikle cari işlemler açısından daha yüksek olmuştur. Böyle olunca, adı geçen dönemde merkez bankasının döviz rezervlerinde artış görülmüştür.

**Tablo 20: Türkiye'de Dış Borçlar**

Yıl	Üç aylık dönem	Toplam Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları)	Kısa Vadeli Dış Borç (Milyon ABD Doları)	Kısa Vadeli Dış Borç/ Toplam Dış Borç	Toplam Dış Borç/GSMH	Kısa Vadeli Dış borç/ GSMH
1996	IV	79221	17072	0.2155	0.4314	0.0911
1997	IV	84276	17691	0.2099	0.4381	0.0919
1998	IV	96411	20774	0.2155	0.4667	0.1006
1999	IV	102120	22921	0.2244	0.5559	0.1237
2000	I	104430	24721	0.2367	0.5586	0.1322
	II	106901	24888	0.2328	0.5618	0.1308
	III	106932	26590	0.2487	0.5518	0.1372
	IV	114324	28912	0.2529	0.5756	0.1456
2001	I	116591	26637	0.2285	0.6025	0.1376
	II	113936	22767	0.1998	0.6094	0.1218
	III	118848	20839	0.1753	0.6673	0.1170
	IV	115110	16345	0.1420	0.6612	0.0938

Kaynak: DPT, HM.

### 3.2.1.3. Bankacılık Sektörünün Kırılmalığı

Türk bankacılık sisteminde öz kaynakları yetersiz, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık söz konusudur. Diğer yandan yetersiz iç kontrol ve şeffaflık eksikliği, sistemin yapısal zayıflıkları arasında sayabilir (Toprak, 2001: 223).

Türkiye’de finansal sistem içinde bankacılık kesimi baskın rol oynamaktadır. Söz konusu sistem içinde faaliyet gösteren banka-dışı finansal kurumlarda büyük bir kısmı bankaların iştirakidir. Böyle olunca reel kesimin finansman ihtiyacının karşılanması görevi de önemli ölçüde bankacılık kesimi tarafından yerine getirilmektedir.

Bankacılık kesiminin zayıflıklarından biri, finansal serbestleşme sürecinde rekabetçi bir yapıya kavuşamamış olmasıdır. Bu yüzden bankacılık faaliyetleri, sınırlı sayıdaki en büyük birkaç banka üzerinde yoğunlaşmaktadır. 2000 yılının Haziran ayında aktif büyüklüğüne göre ilk on bankanın sektör içindeki payı % 65’tir.

Türk bankacılık kesimindeki zayıflıklardan biri de kamu bankalarının ağırlığının oldukça yüksek olmasıdır. Bankacılık kesiminin toplam aktifleri içinde kamu bankalarının payı 1980’li ve 1990’lı yıllarda yaklaşık % 45 olmuştur. Böyle bir yapılanma içinde, kamu bankalarının politik müdahalelerden uzak kalması mümkün olmamıştır. Kamu bankalarının görev zararlarının zamanında ödenmemesi, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, asli fonksiyonların dışında verilen görevler ve yönetimdeki zayıflıklar nedeniyle kamu bankalarının bilançolarında kötüleşmeler ortaya çıkmıştır. Zira kamu bankaları finansman ihtiyaçlarını kısa vadeler ve yüksek maliyetler ile karşılamışlar; böyle olunca bir yandan zararları giderek yükselmiş, diğer yandan da finansal kesimde istikrarsızlık unsuru olmuşlardır. Bütün bu gelişmeler yüzünden kamu bankaları finansal aracılık işlevlerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Toplam mevduatın % 40’ını toplayan kamu bankalarının toplam krediler içindeki payları % 25 düzeyinde kalmıştır.

Diğer yandan bankacılık kesimi yüksek bütçe açıklarının finansmanını sağlamak gibi bir işlevi yerine getirmiştir. Özellikle son on beş yıldır kamu kesimi, bankacılık kesiminden sürekli olarak fon talep edici pozisyon içinde olmuştur.

Dönem boyunca yüksek düzeylerde seyreden reel faiz oranları, bankalara uluslararası arbitraj yapma imkanı sağlamıştır. 1989 yılından itibaren dış finansal serbestleşme ile yurtdışından borçlanma olanağına kavuşan bankalar, dışarıdan elde ettikleri fonları bütçe açıklarını finanse etme yönünde kullanmışlardır. Bankaların bu davranışları kamu kesimi tarafından adeta teşvik edilmiştir. Bu amaçla devlet iç borçlanma senetlerine vergi avantajları sağlanmıştır. Hatta bazı dönemlerde dispoñibilite oranının devlet iç borçlanma senetleri biçiminde tutulması zorunlu kılınmıştır. Bütün bu uygulamalar sonucunda, devlet iç borçlanma senetlerinin mevduat bankalarının toplam aktifleri içindeki payı 1990 yılında % 10 iken, sonrasında % 25'lere yükselmiştir.

1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren sistemde problemler yaratan bir başka uygulama da, mevduat sigortası sistemidir. 1994 krizi sırasında tasarruf mevduatının tamamının sigorta şemsiyesi altına alınması, bankacılık kesimindeki paniğin önlenmesinde önemli bir rol oynamıştır. Buna karşın kriz sonrası dönemde yürürlükte kalan mevduat sigortası, bankacılık kesiminin kırılğanlığının daha da artmasına sebep olmuştur. Daha önce belirtildiği gibi, mevduat sigortası ahlaki riziko problemleri yaratabilmekte ve aşırı risk alıcı davranışları teşvik edebilmektedir.

Bu dönemde gerek bütçe açıklarının finansmanını kolaylaştırmayı amaçlayan politikalar ve gerekse mevduat sigortası sisteminden kaynaklanan problemler nedeniyle bankacılık kesiminin likidite, faiz ve döviz kuru riskleri yükselmiştir. Diğer yandan aynı politikalar nedeniyle bankacılık kesiminin risk algılaması önemli ölçüde azalmıştır.

Döviz cinsinden varlıkların getirilerinin daha düşük olacağı beklentisiyle, bankacılık kesimi döviz cinsinden varlıklarını azaltırken, Türk Lirası cinsinden varlıklarını arttırmıştır. Bunun sonucunda 1999 yılı Kasım ayında % 48.3 olan döviz cinsinden kredilerin toplam krediler içindeki payı 2000 yılı Kasım ayında % 40.9'a gerilemiştir (TCMB, 2000: 99). Söz konusu dönemde Türk Lirası krediler reel bazda % 37.3 oranında artarken, aynı dönemde döviz kredilerinin reel olarak artış oranı % 1.6'da kalmıştır. Mevduat bankalarının toplam dış yükümlülükleri 2000 yılı Ocak ayında yaklaşık 7.8 milyar dolar iken, 2001 yılı Ocak ayında 9.13 milyar dolara

yükselmiştir. Aynı dönemde mevduat bankalarının net dış yükümlülükleri ise yaklaşık olarak % 170 oranında artarak, 1.169 milyar dolardan 3.156 milyar dolara çıkmıştır.

Bankacılık kesiminin döviz cinsinden varlıkları gerilerken döviz yükümlülüklerindeki artış döviz açık pozisyonlarının büyümesine yol açmıştır. 1999 yılı Kasım ayında 7.0 milyar dolar olan döviz aktif-pasif farkı, 2000 yılı Kasım ayında 14.1 milyar dolara yükselmiştir. Böyle olunca bankacılık kesiminin bilançosunda döviz varlıkları/döviz yükümlülükleri oranı aynı dönem içinde 78.7'den 71.3'e düşmüştür (TCMB, 2000: 101).

Bankaların dış kaynaklar yönündeki bu tercihi, bilançolarında taşıdıkları döviz riskini oldukça yükseltmiştir. Oysa bankalar, sepete bağlanmış döviz kuru rejiminin örtük garantisi altında üstlendikleri bu riski olduğundan daha düşük algılamışlardır. Bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonu, 2000 yılının Eylül ayı sonunda 20.95 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Uygur, 2001: 111). Uyulması gereken açık pozisyon sınırının 2.1 milyar dolar olduğu düşünülürse bankaların döviz açık pozisyonlarını bu sınırın on katına kadar artırdıkları kolayca görülebilir.

Mevduat bankalarının adı geçen dönemde kredilerindeki hızlı yükseliş, bu kesimi faiz oranlarındaki değişmelere ve ekonomideki muhtemel bir durgunluğa karşı oldukça dayanıksız kılmıştır. Banka bilançolarında göze çarpan bir başka kötüleşme de vade uyumsuzluğundaki artıştır. 2000 yılı içinde bankacılık kesiminin yükümlülüklerinin ortalama vadesi kısılırken, varlıklarının ortalama vadesi uzamıştır. Bilançoların yükümlülük tarafında, toplam mevduat ortalama vadesi 1999 yılı Kasım ayında 3,6 iken 2000 yılının aynı ayında 2.9'a gerilemiştir. Diğer taraftan tüketici ve konut kredilerindeki artış sonucunda kredilerin vade yapısı uzamıştır. 1999 yılının Kasım ayında % 77,5 olan kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı 2000 yılının Kasım ayında % 68,8'e gerilemiştir (TCMB, 2000: 100). Bankaların toplam varlıkları içinde vadesi uzayan kredilerin payı artarken, likiditesi yüksek olan menkul kıymet portföyünün payı azalmıştır. Vade uyumsuzluğundaki kötüleşme, bankaların faiz riskini de yükseltmiştir.



Banka bilançolarındaki para ve vade uyumsuzlukları ile kredilerdeki hızlı yükselişin sebep olduğu kredi kalitesindeki kötüleşme, bankacılık kesimindeki kırılganlığa katkıda bulunan temel yapı problemleridir. Bu temel yapı problemleri, bankaların likidite, faiz ve döviz kuru risklerinin artmasına yol açmış; böyle olunca banka bilançolarının muhtemel bir paniğe karşı dayanıksızlığı artmıştır.

**Tablo 21: Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (2000-2001 Krizleri)**

	1999				2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Toplam Krediler/ Toplam Aktifler	35.6	33.3	31.1	30.1	31.3	32.3	33.2	32.9	31.3	28.0	28.3	24.6
YP Likit Aktifler/ YP Yükümlülükler	39.5	38.6	40.1	40.0	36.6	35.2	34.4	35.9	35.6	38.7	38.6	38.3
Döviz Pozisyonu/ Öz kaynaklar				362.7				212.2				
Takipteki Krediler/ Toplam Krediler	9.4	9.8	10.7	10.7	9.8	9.7	9.3	11.6	12.1	14.8	18.7	23.2
YP Aktifler/ YP Yükümlülükler	84.0	81.8	80.0	79.4	74.3	73.0	71.6	75.9	77.5	80.6	80.8	83.7

Kaynak: TBB.

Not: YP, yabancı para anlamındadır. Döviz pozisyonu, yabancı para yükümlülükler eksi yabancı para aktifleri farkını ifade etmektedir.

### 3.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar

Türkiye ekonomisinde sermaye girişleri, tüketim ve yatırımda artışa yol açarak, ekonomide talep baskılarına yol açmıştır. İstikrar programı süresince sermaye girişleri tarafından beslenen talep artışları, enflasyonist baskı yaratmıştır. Böyle olunca enflasyon oranındaki düşüş yavaş olmuş ve bağlanmış döviz kuru rejimi altında nominal döviz kurundaki artışlar, enflasyon oranının gerisinde kalmıştır. Sonuçta Türk Lirasının reel değer kazancı, cari işlem açıklarını arttırmıştır. Üstelik artan cari işlem açıkları, büyük oranda portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişleri tarafından finanse edilmiştir. Böyle olunca ekonomi, sermaye akımlarında ani bir geri dönüşe karşı dayanıksız hale gelmiştir.

Sermaye akımlarının enflasyon ve döviz kuru üzerindeki etkileri, politika tepkilerine bağlı olacaktır. Bu politika tepkilerinden birisi sterilizasyon uygulamasıdır. Eğer bağlanmış döviz kuru rejimi altında merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi sterilize edilirse, faiz oranları üzerinde yukarı yönde baskı oluşacak, talep yönlü baskılar azalacak ve enflasyonist etki hafifleyecektir. Oysa Türkiye para kurulu benzeri politika çerçevesinde sterilizasyon politikası uygulamamıştır. Dolayısıyla faiz oranları hızla düşmüş ve talep yönlü enflasyonist etkiler hafifletilememiştir. Bu durum, Türk Lirasının reel değer kazancına ve cari işlem açıklarının artmasına yol açmıştır. Böyle olunca ekonomi, bir para krizine dayanıksız hale gelmiştir.

Diğer yandan döviz girişleri karşısında sterilizasyon yapılmaması, parasal toplamlarda artışa neden olmuştur. Bu da muhtemel bir güven kaybı durumunda, dövize yönelik spekülasyon saldırıda kullanılacak olan yerli para miktarının büyümesi ve dolayısıyla spekülasyon saldırıya karşı dayanıksızlığın artması demektir.

Ayrıca sermaye girişlerinin makroekonomik dayanıksızlığa yol açan etkilerini hafifletmek amacıyla, rezerv zorunlulukları arttırılabilir. Zorunlu rezerv oranının artırılması, yurtiçi krediler ile para arzındaki genişlemeleri azaltacaktır. Böylece sermaye girişleri karşısında merkez bankasının döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalenin yarattığı enflasyonist etkiler hafifletilmiş olacaktır.

Oysa Türkiye’de istikrar programı, Türk Lirası mevduatlara uygulanan zorunlu karşılıkların % 8’den % 6’ya indirilmesini öngörmüştür. Döviz mevduatlarına uygulanan karşılık oranlarında (% 11) ise herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Böyle olunca yurtiçi kredi genişlemesine adeta çanak tutulmuştur. Diğer yandan bankaların döviz açık pozisyonları üzerine getirilen zorunlu karşılık yatırma mecburiyeti bankalar tarafından uygulanmamıştır. Böyle olunca bankalar dış borçlanmaya devam etmiş ve bu sayede gelen döviz karşılığında yaratılan emisyon, parasal tabanda artışa neden olmuştur. Sterilizasyonun uygulanmadığı bir ortamda bu mekanizma, faiz oranlarında düşüş yaratmıştır. Faiz oranlarındaki düşme de, kredilerde genişlemeye ve yurtiçi talepte artışa yol açmıştır.

Türkiye ekonomisinde 2001 Şubat krizinin öncesinde göze çarpan en önemli finansal dayanıksızlık göstergesi kısa vadeli borçların uluslararası rezervler oranıdır. Bu oran özellikle 2000 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren önemli bir yükseliş göstermiştir. Daha önce belirtildiği gibi, döviz kuruna dayalı istikrar programı süresince Türkiye'nin kısa vadeli borçlarında yükselme olmuştur. Böyle olunca (kısa vadeli borçlar/uluslararası rezervler) oranı 1999 yılının sonunda 0.98 iken; 2000 yılının üçüncü çeyreğinde 1.09'a ve yıl sonunda 1.30'a çıkmıştır (Tablo 22). Yıl sonundaki bu oranın 1997 yılında kriz yaşayan Tayland'daki orana (1,45) yaklaştığını belirtmek gerekir.

**Tablo 22: Türkiye'de Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı**

	1999	2000				2001			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Kısa Vadeli Borç/ Toplam Rezervler	0.692	0.744	0.724	0.748	0.856	0.912	0.791	0.698	0.542
Kısa Vadeli Borç/ MB Rezervler	0.989	1.054	1.014	1.098	1.304	1.444	1.381	1.101	0.870

Kaynak: TCMB, HM.

Türkiye'nin krizler sırasında göze çarpan bir başka finansal dayanıksızlık göstergesi de, M2'nin uluslararası rezervlere oranıdır. İstikrar programının uygulandığı on iki aylık süre içinde M2 para arzı, reel bazda yaklaşık %10 oranında artış göstermiştir. Aynı süre içinde M2'nin ABD doları cinsinden değerinde ise yaklaşık %9,8 oranında bir yükseliş olmuştur. Gerek reel M2 gerekse M2'nin dolar cinsinden değeri, 2000 yılının ilk aylarında düşüş eğilimi göstermesine rağmen, özellikle yılın ikinci yarısından itibaren artmaya başlamıştır.

Diğer taraftan istikrar programının ilk beş ayında merkez bankasının döviz rezervleri istikrarlı bir görünüm sergilemiş ve bu dönemde 22 milyar doların altına düşmemiştir. 2000 yılının Haziran ayında 24 milyar doların üzerine çıkan merkez bankası rezervleri, Ekim ayına kadar bu düzeyini muhafaza etmiştir. Fakat Kasım ayında ortaya çıkan likidite sıkıntısı karşısında dövize yönelik spekülasyon saldırı sırasında, merkez bankasının uluslararası rezervlerinde yaklaşık 5 milyar dolar

azalma görülmüştür. 2000 yılının Aralık ve 2001 yılının Ocak aylarında merkez bankasının rezervleri, likidite sıkıntısı öncesindeki düzeyine tekrar ulaşmış olmasına rağmen Şubat ayındaki spekülasyon saldırı sırasında 3 milyar doların üzerinde kayıpla birlikte 21 milyar düzeyine gerilemiştir (Tablo 23).

**Tablo 23: Türkiye’de Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları)**

Brüt Döviz Rezervleri (TCMB Bankalar+Özel Finans Kurumları)												
Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999	28145	27689	29870	29423	29429	29762	31574	31441	32033	32272	30984	33122
2000	32228	31649	33233	31438	31933	34365	35608	35183	35508	34098	29150	33780
2001	34569	31112	29201	28568	30892	28758	28076	30338	29862	27932	27896	30144
Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri												
Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999	20267	20147	21438	21739	21774	21521	23307	22990	23355	23965	22529	23177
2000	22859	22907	22926	22337	22950	24547	24477	24477	24222	23545	18820	22172
2001	24764	21432	18445	18341	19905	16482	17100	18714	18925	18532	17267	1878

Kaynak: TCMB.

Bütün bu gelişmeler eşliğinde M2’nin merkez bankası rezervlerine oranında artış görülmüştür. 2000 yılı içinde Ekim ayına kadar 1,7’nin üzerine çıkmayan bu oran, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında 2’nin üzerine çıkmıştır.

Yukarıdaki iki gösterge 2000 yılının son çeyreğinde uluslararası (döviz) likidite eksikliği problemindeki kötüleşmeyi göstermektedir. Bir ülkenin finansal sisteminin yabancı para cinsinden potansiyel kısa vadeli yükümlülükleri, kısa vadeli yabancı para miktarını aşarsa, bu finansal sistemin uluslararası likidite eksikliği içinde olduğu söylenebilir (Chang vd. 1998b: 2). 2000 yılı boyunca Türkiye ekonomisinin kısa vadeli dış yükümlülükleri sürekli bir artış göstermiştir. Buna karşın likit uluslararası aktiflerde aynı oranda yükseliş olmamıştır. Bir başka deyişle söz konusu dönemde finansal sistemin kısa vadeli dış yükümlülükleri, likit uluslararası aktiflerden daha hızlı artmıştır.

Buna göre 2000 Kasım krizi öncesinde Türkiye ekonomisinin uluslararası likidite sıkıntısı içinde olduğu söylenebilir. Daha önce belirtildiği gibi uluslararası likidite sıkıntısı, sermaye girişlerindeki bir geri dönüş karşısında ekonomileri oldukça dayanıksız kılmaktadır (Chang vd. 1998b: 3). Zira bu koşullar altında bir finansal panik, yabancı kreditorlerin kredilerini geri çekmelerine neden olarak kendi

kendini besleyebilmektedir. Türkiye’de 2000 yılının Kasım ayında bankaların dövizdeki açık pozisyonlarını azaltma girişimleri, döviz ve dolayısıyla Türk Lirası talebinde artışa yol açmıştır. Merkez bankası uygulanan para kurulu benzeri politikaya bağlı kalarak piyasaya yeterli likidite vermeyince faiz oranları hızla artmıştır. Bu gelişmeler karşısında yabancı yatırımcılar tedirgin hale gelmişler ve fonlarını geri çekmeye başlamışlardır. Böyle olunca uluslararası likidite sıkıntısı daha da ağırlaşmıştır. Zira kendi kendini besleyen panik sırasında merkez bankasının rezervlerinde yaklaşık 5 milyar dolar kayıp ortaya çıkmıştır.

### **3.2.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı, Finansal Panik ve Kasım Krizi**

Yukarıda açıklanan temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu bir ortamda, önemsiz gibi görünen gelişmeler, piyasa beklentilerini olumsuz yöne çekebilir ve ekonomiyi bir kriz ortamına sürükleyebilirdi. Nitekim beklentilerdeki olumsuz yöne kaymaya yol açan gelişmelerden biri 2000 yılının ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlardaki gecikmeler olmuştur. Söz konusu gecikmeler nedeniyle, standby anlaşması uyarınca Ağustos ayında yapılması gereken dördüncü gözden geçirme, IMF heyeti tarafından beşinci gözden geçirme ile birleştirilmiştir. Bu gelişmeler, iç ve dış piyasalarda tedirginliği artırmıştır. Bu tedirginlik ortamında, Eylül ayında BDDK’nın (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) resmen göreve başlaması, bazı kurallara uymayarak yüksek riskler alan bankacılık kesiminde kaygılara yol açmıştır. Zira BDDK’nın bu konularda ödün vermez bir tutum içinde olacağı düşünülüyordu ve bu da piyasalardaki tedirginliği arttırıyordu (Eğilmez vd. 2001: 10).

Bunlara ilave olarak, yapısal reformlardaki gecikmeler ve hükümetin ek mali önlemlerin alınması konusundaki isteksizliği karşısında Ekim ayında serbest bırakılması gereken üçüncü kredi diliminin IMF tarafından ertelenmesi sonucunda uluslararası piyasalardaki beklentileri daha da olumsuz hale getirmiştir.

Uluslararası piyasalarda tedirginlik devam ederken yıl sonunun yaklaşması nedeniyle bankalar, dövizdeki açık pozisyonlarını azaltmak amacıyla döviz taleplerini arttırmışlardır. Böyle olunca Türk Lirası talebinde de bir artış ortaya çıkmış ve faiz oranları yükselme eğilimine girmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş,

portföylerinde yoğun şekilde devlet iç borçlanma senedi tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bazı bankaların risklerini arttırmıştır. Zira yükselen faiz oranları karşısında bankaların ellerindeki hükümet kağıtlarının değeri düşüş eğilimi göstermiştir. Vade uyumsuzluğunun yüksek olduğu bu bankalara yönelik piyasadaki güvenin zayıflaması, bunların likidite ihtiyaçlarının hızla artmasına ve kısa vadeli faizlerin 17-22 Kasım döneminde % 100'ün üzerine çıkmasına sebep olmuştur.

Devlet iç borçlanma senetlerini yoğun şekilde tutan bankaların başında Demirbank gelmekteydi. Bu banka 2000 yılında yapılan iç borç senetlerinin % 15'ini almıştı ve toplam senet stokunun yaklaşık % 10'unu elinde bulundurmaktaydı (Uygur, 2001: 12). Yukarıda anlatılan gelişmeler sonrasında Demirbank'ın dış ve iç piyasalarda borçlanma kanalları tıkanmış ve sonuçta elindeki devlet iç borçlanma senetlerinin bir kısmını satmak istemiştir. Böyle olunca borçlanma senetlerinin fiyatları düşerken faizler de yükselmeye başlamıştır.

Net iç varlıklar hedefine bağlı kalan merkez bankası, faiz oranlarındaki yükselişe seyirci kalmış; ortaya çıkan Türk Lirası ve döviz likidite sıkıntısı karşısında piyasaya yeterli likidite verme konusunda isteksiz davranmıştır. Merkez bankasının bu isteksizliği karşısında likidite sıkıntısı daha da artmış ve faiz oranları daha da yükselmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş belirli bir noktaya varınca yabancı yatırımcılar da ellerindeki devlet iç borçlanma senetlerini satmaya başlamışlardır. Yabancı yatırımcıların bu tepkileri ile birlikte faiz oranındaki artış devam etmiş ve döviz talebi yükselmiştir.

Faiz oranlarının yabancı yatırımcıların artan döviz talebi sonucunda daha da yükselmesi hazine bonolarını yurt dışı borçlanmalarında teminat olarak kullanan bankaları güç duruma düşürmüştür. Dış borçlarını geri ödemek zorunda kalan bankaların döviz ve dolayısıyla Türk Lirası talebi de likidite sıkıntısının genişlemesine katkıda bulunmuştur.

Merkez bankası piyasadaki yoğun likidite ihtiyacı karşısında 22-30 Kasım tarihleri arasında genelde açık piyasa işlemleri kanalıyla piyasaya 3,9 katrilyon liralık likidite sağlamıştır (TCMB, 2001: 1). Ancak bu müdahale sonrasında piyasaya verilen Türk Lirası likiditesinin dövize yönelmesi, merkez bankası tarafından

spekülatif bir saldırı biçiminde yorumlanmıştır. Sonuçta merkez bankası, piyasaya birçok gün sınırlı miktarda likidite sağladıktan sonra bu uygulamadan vazgeçmiştir. Böyle olunca gecelik faiz oranları Kasım ayı sonunda % 1000'lere kadar çıkmıştır.

Kasım ayında yoğunlaşan likidite sıkıntısı sırasında merkez bankası, yerli ve yabancı yatırımcıların döviz talebindeki artışı karşılamak üzere 6 milyar dolar civarında net döviz satışı yapmıştır. Merkez bankasının net döviz rezervleri 16 Kasım 2000'de 24,1 milyar dolar iken 5 Aralık 2000'de 17,9 milyar dolara gerilemiştir. Bu kayıp 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile telafi edilebilmiştir.

Grldğu gibi 2000 yılında Türkiye ekonomisinin uluslararası likidite eksikliğindeki kötüleşme, Kasım ayı içinde bir likidite krizine yol açmıştır. Belirtmek gerekir ki, uluslararası likidite sıkıntısının bir krize dönüşmesinde yabancı yatırımcıların Türkiye ekonomisine ve bankacılık kesimine ilişkin bekleyişlerinin olumsuz yöne kayması önemli rol oynamıştır. Söz konusu finansal panik sırasında yabancı yatırımcılar bir taraftan portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerini elden çıkarmaya diğer taraftan da İMKB'deki hisse senedi yatırımlarını tasfiye etmeye başlamışlardır. Ayrıca bankaların yabancı kreditrleri de, daha önceden vermiş oldukları kredileri yenileme konusunda isteksiz bir davranış sergilemişlerdir. Kısacası, finansal panik ülkeye yönelik portföy yatırımlarının yabancılar tarafından geri çekilmesine yol açmış ve net portföy yatırımları 2000 yılının Kasım ayında 5 milyar doların üzerinde çıkış biçiminde gerçekleşmiştir.

#### **3.2.4. şubat Krizi**

Türkiye 2000 yılının Kasım ayında dövize yönelik spekülatif saldırıyı, çok yüksek faiz oranları, önemli miktarda rezerv kaybı ve 7,5 milyar dolar büyüklüğünde bir IMF kredisi ile geiştirebilmiştir. Finansal piyasalardaki tedirginliğin hafiflemesinden sonra merkez bankası, net i varlıklar ve net uluslararası rezervler için yeni hedefler belirlemiş, net i varlıklarla ilgili +/-5 koridoru kaldırılmıştır. Döviz kuru politikasında ise herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir.

Para politikası hedeflerindeki değişikliklerden sonra merkez bankası 2001 yılının Ocak ayı süresince piyasaya ilk belirlenen hedefin de üzerinde likidite vermiş ve bu sayede faiz oranları düşüş eğilimine girmiştir. Faiz oranlarının düşüş eğilimi göstermesi ve rezervlerin hızla artmasından cesaret alan merkez bankası, daha önce açıkladığı net iç varlıklar hedefini aşağı doru, net uluslararası rezervler hedefini ise yukarı doğru revize etmiştir (TCMB, 2001: 2). Merkez bankasının bu kararının, faizleri düşürebilme kabiliyetini ciddi bir biçimde sınırlandırdığı söylenebilir (Eğilmez vd. 2001: 12).

Kasım ayında yaşanan likidite krizinin risk primini hızla artırması sonucunda, birinci ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuştur. Faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesi ve krizden sonra sağlanan fonların oldukça kısa vadelere sahip olması, zaten kırılğan durumda olan bankacılık kesiminin taşıdığı riskleri arttırmıştır. Böyle olunca döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliği konusundaki şüpheler de artmıştır. Zira kırılğanlığı artan bir bankacılık kesiminin varlığı, bağlanmış döviz kurunu savunmanın güçleşmesi anlamına gelmektedir.

Bu koşullar altında 19 Şubat 2001 tarihinde Hazine ihalesi öncesinde yaşanan yurtiçi politik gelişmeler, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış, uygulanan programa olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve böylece dövizle yönelik ciddi bir spekülative saldırıyı başlatmıştır. Spekülative saldırı sırasında yabancı yatırımcılar piyasalardan çıkmaya çalışırken, bankalarda olası gelişmelere karşı kendilerini korumak için döviz alımına yönelmişlerdir. Nitekim 19 Şubat'ta bir gün valörlü 7,6 milyar dolarlık döviz talebi olmuştur. Merkez bankası bu döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için Türk Lirası likiditeyi kısmıştır. Fakat bu durum aşırı günlük likidite ihtiyacı içindeki bankalar yüzünden ödemeler sisteminin kilitlemesine neden olmuştur. Merkez bankasının Türk Lirası likidite ihtiyacını karşılamaması nedeniyle Türk bankaları yabancı yatırımcılara geri ödeme yapamamıştır. Piyasa, ancak 21 Şubat tarihinde yapılan itfa ile Türk Lirası olarak likiditeye kavuşabilmiş ve merkez bankasından döviz alabilmiştir. 21 Şubat tarihinde bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı % 6200'e kadar çıkmış ve ortalama % 4018 olmuştur. Ayrıca merkez bankası üç gün içinde 5 milyar doların üzerinde bir rezerv kaybına uğramıştır. Nihayet mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülmesinin



ekonomiye getireceği maliyetler göz önüne alınarak 22 Şubat tarihinde Türk Lirası yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır.

Türkiye'nin 2000 yılı içinde artan cari işlem açıkları, kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmeleri yüzünden yabancı yatırımcılar cephesinde endişe yaratmıştır. Kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda artan kısa vadeli borç stokunun uluslararası rezervlerde aynı oranda yükselişe eşlik etmemesi, ülkenin uluslararası likidite eksikliği problemini genişletmiştir. Bu koşullar altında kısa vadeli sermaye girişlerindeki bir geri dönüş ekonomide bir krize yol açabilirdi. Nitekim Kasım ayında yaşanan panik sırasında büyük miktarda portföy yatırımı ülkeyi terk etmiş ve bu yüzden kriz derinleşmiştir.

Kısacası Türkiye'nin Kasım ayında yaşamış olduğu kriz, bir likidite krizi biçiminde kendini göstermiştir. Bu çeşit likidite krizlerinin ortaya çıkışı, olumsuz bekleyişler tarafından yönlendirilmektedir. Elbette böyle bir yaklaşım krizin temel yapı ile ilişkisiz biçimde tamamen bekleyişlerin etkisiyle oluştuğunu savunmamaktadır. Daha önce belirtildiği gibi bu yaklaşım; temel yapının dayanıksızlığının kriz olasılığını arttırdığını, fakat bekleyişlerin de krizin zamanını belirlediğini ve krizin derinleşmesine katkıda bulunduğunu savunmaktadır (Pesenti vd. 1999: 6).

Diğer taraftan Kasım ayı sonrasında dış borçlanmanın vadesinin kısılması ve dolayısıyla kısa vadeli borçların artması sonucunda kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı yükselmiştir. Bu durum ekonominin uluslararası likidite eksikli probleminin daha da ağırlaştığının bir göstergesidir.

Bu koşullar altında piyasa bekleyişlerindeki bir kayma, bir krizi başlatabilirdi. Nitekim Şubat krizinde bekleyişlerdeki kötüleşmeyi tetikleyen olay, devletin zirvesindeki kavga olmuştur. Bekleyişlerdeki kötüleşme ve yatırımcıların güven kaybı bir kez daha dövize yönelik talebi önemli ölçüde artırmıştır. Böylece ortaya çıkan spekülatif saldırı sırasında merkez bankasının karşı karşıya kaldığı açmaz bir kez daha kendini göstermiştir. Sonuçta Türk Lirasının serbestçe dalgalanmaya bırakılmasına karar verilmiştir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### AMPİRİK SINAMA

Önceki bölümde belirtildiği gibi gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı oldukları krizlerin öncesinde, bazı temel yapı değişkenlerinde bozulmalar olduğu gözlenmektedir. Gerek makroekonomik gerekse finansal temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu bir ortamda bekleyişlerin olumsuzlaşması sonucunda krizler ortaya çıkabilmektedir. Bir başka deyişle temel yapı dayanıksızlıklarının artması, bir ekonominin krizle karşılaşma eğilimini artırmakta ve kriz olasılığını yükselmektedir.

Krizden en çok etkilenen beş ekonominin her biri, kriz öncesi dönemde finansal serbestleşme ve reformlara girişmişler, fakat tamamlamamışlardı. Sonuçta bu kısmi reformlar, finansal kesimin giderek daha kırılgan hale gelmesine yol açmıştır. Söz konusu kırılganlığı; artan kısa vadeli borç, hızla büyüyen banka kredileri ve finansal kurumların yetersiz düzenleme ve gözetimi ile tanımlayabiliriz. Bu zayıflıklar, Asya ekonomilerini sermaye akımlarında hızlı bir geri dönüşe karşı dayanıksız kılmıştır. Sermayenin geri dönüşü ortaya çıkınca hem Asya hükümetlerinin hem de IMF'in hataları paniğe katkıda bulunmuş ve gereksiz bir şekilde krizi derinleştirmiştir.

Bu bölümde yukarıdaki bakış açısına uygun olarak, bir probit modeli aracılığıyla gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanmış olan finansal krizlerin nedenlerinin modellenmesi amaçlanmaktadır. Bu sayede bir finansal krizin ortaya çıkmasında etkin olduğu düşünülen belli başlı değişkenlerin kriz üzerindeki etki derecesi incelenebilecektir.

Türkiye ekonomisinde dış finansal serbestlik ortamında yaşanmış olan 1994 ve 2000-2001 krizlerinde en çok üzerinde durulan konular kamu borçlanma gereği, yüksek faizler ve aşırı liberalleşme olgusu olmuştur. Aynı dönemde gelişmekte olan ülke ekonomileri de benzer özelliklere sahipti.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kamu borçlanma ihtiyacının büyük boyutlara ulaşması, faiz oranlarının yüksek olması yanında yurtdışı sermayeyi çekebilmek için finansal piyasalarda liberalleşme olgusunu da gerektirmekte; aşırı liberalleşme ve yüksek faizler ise kriz ortamının doğmasında ve kriz dalgalarının büyümesinde önemli etkilere sahip bulunmaktadır. Bütçe gelirlerinin borç ödemelerine yetmediği bir yapıda, para basmak veya yüksek faizlerle borçlanmak dışında bir alternatif bulunmamaktadır. Her iki işlem de sonuçta faiz oranlarının yükselmesi neticesini verecektir.

Türkiye, Meksika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin borçlanma ihtiyacı ve bu ihtiyacın zorladığı yüksek faiz oranları uluslararası sıcak para için çok elverişli bir ortam sunmaktadır. Ancak bu ortam sıcak paranın tehlikeli olmasına yol açmaktadır. Önemli olan ise sıcak paranın tehlike oluşturmayacağı, elde edeceği getirinin makul ölçülerde olmasının sağlanacağı bir düzenin oluşturulmasıdır. Çünkü kontrol edilebilir olması şartı ile bu tür parasal kaynaklardan yararlanmak gerekir; ancak özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun yüksek düzeylerde seyrettiği bir ekonomide bu kontrol mümkün değildir.

İnsel ve Sungur'un (2003), Türkiye'de sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergelere etkileri üzerinde yaptıkları ekonometrik çalışmanın bulguları, yüksek oranda kamu borç stokunun faizler üzerinde artış yönünde baskıya yol açarak sermaye girişlerinin kontrolünü zorlaştırdığını ve arttırdığını, portföy yatırımlarındaki artışın ise cari açığı arttırdığını göstermektedir. Bunun nedeni, sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışıdır. Bu çalışmaya göre, ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketleri kamu kesiminin tüketim harcamalarını ve kamu kesimi dengesini etkilemekte, enflasyonu yükseltmektedir. Sermaye girişleri, kurların aşırı değerlendirilmesiyle ithalatın artmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla ikiz açıkların mevcudiyeti sermaye hareketlerinin kontrolünü güçleştirmekte ve ekonomiyi batağa sürüklemektedir.

Tüm bu göstergelerin ortaya koyduğu gerçek ise, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kamu borçlanma ihtiyacını azaltmadan, kendini ulusal veya uluslararası krizlerden korumasının mümkün olmadığıdır. Yaşanan problemlerin

ardında, kamu maliyesinde ve bankacılık sektöründe yaşanan yapısal sorunlar, zaafılar ve kırılganlığın olduğu söylenebilir.

## **1. EKONOMETRİK TAHMİN VE SONUÇLARI**

### **1.1. Model**

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin 1990'lı yıllarda yaşamış oldukları finansal krizler, kriz öncesi dönemde görülen kısa vadeli sermaye girişlerinin, kriz dönemlerinin hemen ardından sermaye çıkışına dönüşeceğini öngörmektedir. Kriz öncesi dönemde artan kısa vadeli sermaye girişleri, finansal sistemin uluslararası likidite sıkıntısına düşmesine ve böylece yabancı kreditor paniğine karşı dayanıksız hale gelmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla bütün bu teorik görüşler, özellikle kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışların, ekonomide bir kriz olasılığını yükselttiğine ve modelde kullanılabilmesine işaret etmektedir.

Ekonometrik modelde borçlanma ihtiyacı ve bu ihtiyacın zorladığı yüksek faiz oranlarını ifade etmek amacıyla kısa vadeli kamu borç stoku ve mevduat faiz oranları kullanılmıştır. Finansal serbestlik ortamında kısa vadeli borç yapısı krizi derinleştirmektedir. Modelde reel faiz oranları yerine mevduat faiz oranlarının alınması tamamen veri sıkıntısından kaynaklanmaktadır. Aynı şekilde reel döviz kuru ile ilgili verilerde yaşanan problemlerden dolayı sadece cari işlemler dengesi verisine modelde yer verilmiştir. Nitekim cari işlemler hesabındaki değişimler reel döviz kurunun etkilerini dolaylı yollardan yansıtmış olacaktır.

Sonuçta artan cari işlem açıklarının kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi, kısa vadeli borç stokunun artmasına neden olmuştur. Artan makroekonomik zayıflıklar, ekonomiyi ani sermaye çıkışlarına karşı dayanıksız kılmıştır. Böyle olunca ekonomi bir para krizine karşı dayanıksız hale gelmiştir. Likidite sıkıntısını ifade edecek en uygun bağımsız değişken ise M2 büyüklüğünün Y değerine oranıdır.

Bir başka deyişle kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz oranı, para arzı, cari işlem açıkları ve kısa vadeli kamu borç stoku kriz olasılığı üzerinde etkili olabilecek değişkenlerdir. Dolayısıyla ekonometrik modelde bu değişkenlere yer verilmiştir.

Gerek 1980-1998 dönemine ait verilerinden kaynaklanan sorunlar, gerekse ekonometrik modelde kullanılan değişkenlere ait verilerin zaman serisi olarak temininde yaşanan güçlükler nedeniyle panel veri seti 1980-1998 dönemini kapsayacak şekilde düzenlenmiştir. Ekonometrik uygulamada kullanılan ülke örnekleri, Meksika, Türkiye, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland ve Güney Kore'dir. Ekonometrik yöntem olarak probit modeli kullanılacaktır. Model şu şekilde tanımlanmıştır:

$$KRİZ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta KVSHIY_{it} + \alpha_2 \Delta MFO_{it} + \alpha_3 \Delta M2IY_{it} + \alpha_4 \Delta CİDIY_{it} + \alpha_5 KVKBSIDB_{it} + u_{it}$$

Modelde görülen KRİZ değişkeni, Meksika, Güney Doğu Asya ve Türkiye'nin kriz yaşadıkları dönemlerde 1, diğer dönemlerde ise 0 değerini almaktadır. Finansal kriz dinamik bir süreç olduğu için, etki ve sonuçları itibariyle krizden bir önceki ve bir sonraki yıla da 1 değeri verilmiştir. Buna göre modelde KRİZ değişkeni 1994 ve 1997 yıllarında 1 değerini almıştır. Modelin tahmininde kullanılan açıklayıcı değişkenler şunlardır:

$\Delta KVSHIY$ : Portföy yatırımları artı kısa vadeli sermaye hareketleri toplamından oluşan kısa vadeli sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı,

$\Delta MFO$ : Mevduat faiz oranı,

$\Delta M2IY$ : M2 parasal büyüklüğünün GSYİH'ya oranı,

$\Delta CİDIY$ : Cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı,

$\Delta KVKBSIDB$ : Kısa vadeli kamu borç stokunun dış borca oranı,

i ülkeleri, t zamanı ve  $\Delta$ 'de büyüme oranını göstermektedir.

## 1.2. Veriler

Daha önce belirtildiği gibi ülke örnekleri için uygulanan model 1980-1998 döneminde yıllık panel verilerini kapsamaktadır. Bilindiği gibi söz konusu dönemde ülke örneklerinde 1994 ve 1997'de finansal krizler yaşanmıştır. Probit modelin tahmininde kullanılacak bağımlı değişken, krizin olduğu dönemlerde (1) ve geri kalan dönemlerde (0) değerini alan kukla bir değişken olacaktır. Finansal baskıların ve bekleyişlerdeki olumsuz değişmelerin kriz çıkmadan önce şekillendiği düşünülürse ve krizlerin etkilerinin sonraki yılda sürdüğü dikkate alınırsa; krizlerin öncesi ve sonrasındaki yıllara (1) verilmesi modeli daha anlamlı kılacaktır.

Probit modelin tahmininde kullanılan açıklayıcı değişkenlere ilişkin veriler, World Development Indicators (The World Bank) programından derlenmiştir. Ayrıca bazı eksik veriler The World Bank elektronik veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir.

## 1.3. Tahmin Sonuçları

Tahmin sonuçları tablo 24'de gösterilmiştir. Probit tahmin sonuçlarına göre tüm değişkenlerin katsayıları (+) ve anlamlı çıkmıştır. Modelde KVSHIY değişkeni büyüme oranının katsayısı 0,394; MFO değişkeni büyüme oranının katsayısı 1,216; M2IY değişkeni büyüme oranının katsayısı 2,619; CİDIY değişkeninin katsayısı 0,118; KVKBSIDB değişkeni büyüme oranının katsayısı ise 1,487 olarak gerçekleşmiştir. KVSHIY ve MFO değişkenleri % 1 düzeyinde, diğer değişkenler ise % 5 düzeyinde pozitif ve anlamlıdır.

**Tablo 24: Probit Tahmin Sonuçları (1980–1998)**

<b>Bağımlı Değişken Kriz (1994 ve 1997)</b>				
<b>Değişkenler</b>	<b>Katsayılar</b>	<b>Standart Hata</b>	<b>z-İstatistiği</b>	<b>Anlamlılık Düzeyi</b>
<b>Constant</b>	<i>-18,768</i>	6,296	-2,98	<i>0,003**</i>
<b>ΔKVSHIY</b>	<i>0,394</i>	0,135	2,9	<i>0,004**</i>
<b>ΔMFO</b>	<i>1,216</i>	0,459	2,65	<i>0,008**</i>
<b>ΔM2IY</b>	<i>2,619</i>	1,181	2,22	<i>0,027*</i>
<b>CİDIY</b>	<i>0,118</i>	0,055	2,13	<i>0,033*</i>
<b>ΔKVKBSIDB</b>	<i>1,487</i>	0,636	2,34	<i>0,019*</i>
<b>Spesifikasyon Testleri</b>				
<b>LR İstatistiği</b>	17,38		0,003**	
Gözlem Sayısı: 133 Grup Sayısı: 7 * %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı ** %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı				

Notlar: Modelin tahmininde tüm değişkenlerin ln değeri alınmıştır. Değişkenlerin toplulaştırılması amacıyla yapılan bu müdahale (-) değerler taşıyan CİDIY değişkenine uygulanamamıştır. (\*) işareti % 5 düzeyinde, (\*\*) işareti ise % 1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Bağımlı değişken KRİZ, ülke örnekleri için 1993-1995 ve 1996-1998 dönemlerinde 1, geri kalan dönemlerde 0 değerini almaktadır. Dolayısıyla bağımlı değişkenin 1 değerini aldığı dönem sayısı (6)'dır.

Bağımlı değişkenin (KRİZ), kriz öncü göstergelerindeki yükselmeler dikkate alınarak oluşturulduğu model tahminlerine göre, kriz ile KVSHIY, MFO, M2IY, CİDIY ve KVKBSIDB değişkenlerinin değerleri arasında anlamlı bir ilişki mevcuttur. Buna göre kriz öncesi dönemlerde KVSHIY, MFO, M2IY, CİDIY ve KVKBSIDB değişkenlerindeki artışlar kriz olasılığını artırmaktadır. Bir başka deyişle kısa vadeli sermaye hareketlerinde artış, faiz oranlarındaki yükselme, dolaşımdaki para arzının artması, cari açıkların ortaya çıkması ve kısa vadeli kamu borç stokunun artışı ele alınan ülke örneklerinde kriz olasılığını yükseltmektedir.

Öte yandan modele ait tahminlerde KVSHIY ve MFO değişkenleri % 1 anlamlılık düzeyine sahipken aynı durum M2IY, CİDIY ve KVKBSIDB değişkenlerinde % 5'dir. Açıklayıcı değişkenler ile kriz olasılığı arasındaki ilişkinin yönünü belirleyen katsayıların işaretlerinin, beklentilerin tersi yönünde bir sonuca işaret etmediği söylenebilir. Bu sonuçlara göre, oluşturulmuş olan modelin gelişmekte olan ülke örneklerinin yaşadığı krizleri etkileyen değişkenlerin etki derecesini tahmin etme açısından başarılı bir performans sergilediği söylenebilir.



## SONUÇ

Küreselleşme her şeyden önce bir olgudur ve buna karşı olmak ya da taraf olmak çok anlamlı tavırları ifade etmez. Eğer tarihin teleolojik olarak ileri giden bir düzlem olduğu düşünülürse, küreselleşme hiç şüphesiz ileri doğru atılmış bir adımdır. Ancak küreselleşmenin getireceği problemler de söz konusu olacaktır. Finansal kriz yaşayan gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerine yapılan değerlendirmeler bunu açık bir biçimde göstermektedir. Ancak problemler olgunun tamamen karşısında olmak refleksini geliştirirse bu tavır gerçekçi bir zemine oturmaktan uzaktır.

Önemli olan tavır, küreselleşmenin bir fiili durum olduğunu kabul etmektir. Taraf olmak ya da karşı çıkmak yerine “durum belirlemeyi” önemli hale getiren bu süreçte, yeni durumun getirilerinin arttırılması ve olumsuzluklarının asgariye indirilmesi için çaba sarf edilmesi gerçekçi bir tavır olacaktır.

Küreselleşmeden kaçınmak ya da küreselleşmeyi tersine çevirmek mümkün değildir. Bu noktada altı çizilmesi gereken gerçek, küreselleşmenin hiç kimsenin veya hiç bir ülkenin tek başına kontrol edebildiği bir süreç olmadığıdır. İçinde her meslekten milyonlarca insan ve her kıtadan iki yüze yakın ülkenin rol aldığı, her birinin kendi çapında katkıda bulunduğu devasa bir değişim ve gelişim sürecidir.

Öyleyse sorulması gereken asıl soru küreselleşmeden kaçınmanın, bu süreci tersine çevirmenin mümkün olup olmadığıdır. Doğru soru, küreselleşmenin getireceklerinden optimum ölçüde nasıl yararlanmak mümkündür sorusudur.

1980’li yılların ortalarından itibaren finansal serbestleşme ile birçok gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açtığı görülmektedir. Kuşkusuz ulusal finans piyasalarının sermaye hareketlerine açık olması gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanabilmesi anlamında da önemlidir. Ancak gerek Latin Amerika ülkelerinde gerekse Asya ülkelerinde yaşanan krizler göstermiştir ki, istikrarlı bir makro

ekonomik ortam olmadığında spekülâtif nitelikli sermaye akımları krizleri beraberinde getirmektedir. Bunda ulusal finans piyasalarında yaşanan düzenleme-denetim mekanizmalarının yetersizliği ve piyasa başarısızlıklarının payı da vardır.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri, yetersiz gözetim ve denetim altında yürütölen finansal serbestleşme sürecinde para krizleri ile bankacılık krizlerinin birbirleriyle bağlantılı olarak ortaya çıkabileceğini göstermiştir. Böyle bir serbestleşme süreci genellikle kısa vadeli sermaye girişleri tarafından beslenen bir yurtiçi kredi genişlemesini başlatmaktadır. Aynı zamanda likiditesi keskin bir şekilde düşen bankacılık kesiminin kırılganlığı artmaktadır. Böyle olunca bankacılık kesiminde potansiyel kriz olasılığı yükselmektedir. Yaşanan bu deneyimler, zamanından önce gerçekleştirilen sermaye hesabı serbestleşmesinin zararlı olabileceğini göstermektedir.

Bankacılık kesimi kırılgan hale gelirken, diğer taraftan ekonomide makroekonomik dayanıksızlıklar artmaktadır. Finansal serbestlik ortamında uygulanan sabit ya da yönetilen dalgalı kur rejimleri, yerli paranın reel olarak değer kazanmasına, ekonomide tüketim ve yatırım harcamalarının artmasına ve cari işlem açıklarının genişlemesine sebep olmaktadır. Sonuçta ekonominin bir para krizine maruz kalma olasılığı da yükselmektedir. Üstelik ülkelerin borç yapılarındaki bozukluklar ile finansal kırılganlık birbirini karşılıklı olarak beslemektedir.

Finansal krizler, finansal sistem ayrımı olmadan, hem bankacılık sektörüne dayalı hem de sermaye piyasalarına dayalı finansman modellerinin benimsendiği ekonomilerde yaşanmaktadır. Ancak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, finansal sistem kapsamında, fon aktarım mekanizması olarak bankacılık sektörüne duyulan bağımlılık ve bankacılık sisteminin bünyesinde barındırdığı yapısal problemler sonucunda, bankacılık krizlerinin, reel ekonomiyi ve sonuç olarak ekonomik büyüme ve istikrarı olumsuz yönde etkilediği ulaşılmaması pek de güç olmayan bir sonuçtur.

Çalışmada ele alınan 1994 Meksika, 1997 Asya, 1994 ve 2000-2001 Türkiye krizleri öncesinde, söz konusu ekonomilerin benzer bazı temel yapı dayanıksızlıklarına sahip oldukları göze çarpmaktadır. Bu dayanıksızlıkların en önemlisi, kriz öncesi dönemlerde uluslararası (döviz) likidite sıkıntısının

ağırlaşmasıdır. Uluslararası likidite sıkıntısı, kırılgan bir duruma işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülke örneklerine ilişkin probit model tahminleri, kriz öncesi dönemde söz konusu ülkelerin likidite sıkıntısına maruz kaldığını göstermektedir.

Ele alınan kriz deneyimlerinin işaret ettiği bir başka temel yapı zayıflığı, kriz öncesi dönemlerde kısa vadeli sermaye girişlerinde gözlenen artışlardır. Bir ekonomiye yönelik kısa vadeli sermaye girişlerindeki hızlı artışlar, bekleyişlerdeki herhangi bir kötüleşme karşısında hızla geri dönme riskini taşımaktadır. Söz konusu deneyimler yerli paranın reel değer kazancı ile cari işlem açıklarındaki artışların, ekonomide makroekonomik dayanıksızlığa sebep olduğu görüşünü desteklemektedir. Gelişmekte olan ülke örneklerine ilişkin probit model tahminleri, kriz öncesi dönemlerde kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunlaştığını ve ülke paralarının reel olarak değer kazandığını, bu gelişmelerin de kriz olasılığını yükselttiğini ispatlamaktadır.

Finansal krize maruz kalan gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesinde, cari işlem açıklarının hızla arttığı ve bu açıkların genellikle hızlı bir biçimde geri çekilebilecek olan kısa vadeli sermaye girişleri ile finansa edildiği söylenebilir. Böyle bir durumda cari işlem açıklarının sürdürülemez düzeylere ulaşacağı düşüncesiyle yabancı kreditorlerin paniğe kapılmaları ve söz konusu açıkları finanse etmeyi reddetmeleri, ekonomide bir krize neden olabilmektedir. Ele alınan ülkelere ilişkin probit model tahminlerinde, kriz olasılığı ile cari işlem açıkları arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir. Sonuçta yerli paranın reel değer kazancı ile cari işlem açıklarındaki genişleme, ekonomide makro ekonomik dayanıksızlığın artmasına yol açmakta ve bir para krizi olasılığını yükseltmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri, özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun ve finansal kırılganlığın bulunduğu bir ortamda yoğun kısa vadeli sermaye girişlerinin tehlikeli olacağını göstermektedir. Para ve bankacılık krizlerinin birbiriyle ilişkili bir şekilde ortaya çıktığı gelişmekte olan ülke deneyimlerinde, sermaye akımlarında ani geri dönüşler gözlenmektedir. Bu durum kriz öncesi dönemlerde artan kısa vadeli kamu borç stokunun ve özellikle dış yükümlülüklerin taşıdığı riskleri kanıtlamaktadır. Nitekim uygulanan probit modelde, kriz ile kısa

vadeli kamu borç stoku arasında yüksek düzeyde bir ilişki ortaya çıkmıştır. Ülkerlin bütçe yapılarında ve borç servislerindeki bozulmalar krizlere zemin oluşturmaktadır.

Öyleyse tedbirli bir politika anlamında kısa vadeli kamu borç stokunun ve özellikle kısa vadeli dış yükümlülüklerin sınırlanması önerilebilir. Bankaların likit yükümlülükleri üzerine yüksek rezerv zorunluluklarının getirilmesi, yukarıda sözü edilen risklerin azaltılması yönünde etki yaratabilir. Aynı amaca uygun olarak sermaye girişlerinin ortalama vadesiyle ters orantılı bir vergi oranı uygulamasının, sermaye girişlerinin ortalama vadesini uzatması beklenebilir. Fakat vergilerin sadece kısa dönemli ve geçici uygulamalar olabileceği unutulmamalıdır.

Türkiye’de, 1994 ve 2000-2001 yıllarında yaşanan krizler ve bu krizlerin oluşumuna kadarki gelişmeler incelendiğinde, yaşanan süreçlerin, kriz deneyimine sahip gelişmekte olan ülkelerde yaşanan süreçlerle büyük benzerlikler taşıdığı görülmektedir. Bütçe açıklarının finansmanı için kontrolsüz olarak gerçekleştirilen finansal liberalizasyon, buna bağlı olarak yurda giren yabancı sermaye miktarındaki artış, bankacılık sistemine duyulan bağımlılık, kredi hacminde ve talepte yaşanan patlama, ortak yanlardan bazılarıdır.

Öte yandan, sermaye piyasaları ve doğrudan yatırım kanalıyla yurda giren yabancı sermaye ise, bankacılık sistemi tarafından sağlanan sıcak paranın tam tersine, olumsuzluklarla karşılaştığında ciddi anlamda kaçış hareketinde bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasaları vasıtasıyla sağlanan finansman, kriz oluşumuna ve yaşanan krizlerin derinleşmesine neden olmamakta, tam tersine, kriz esnasında, etkin kaynak dağılımının devam etmesini sağlayarak, reel ekonominin üretime devam etmesini, yani, tekerleğin dönmeye devam etmesini sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler eğer kısa vadeli sermaye akımlarının olumsuz etkilerine maruz kalıyorsa, finansal kesimi bu etkilerden korumak esas olmalıdır. Finansal kesimi ve dolayısıyla ekonomiyi söz konusu olumsuz etkilerden ve risklerden uzak tutmanın en kolay yolu ise, bankalara ilişkin düzenlemelerin ve gözetimin iyileştirilmesinden geçmektedir. Etkin bir düzenleme, gözetim ve denetim mekanizması, sermaye girişlerinin beslediği bankacılık kesimindeki kredi

genişlemesini ve aşırı risk alıcı faaliyetleri hafifletebilir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki makroekonomik iyileşme, banka problemlerinin hızlı ve gerçekçi bir yaklaşımla ele alınması, yeniden sermayelendirme ve borçların yeniden yapılandırılmasına ilişkin programların koordineli olarak yürütülebilmesi, mali bünyesi zayıf bankaların sistemden çıkarılması gibi birçok faktöre bağlı olarak işleyen bir süreçtir.

Bunun yanında ahlaki riziko problemleri ortaya çıktığında piyasa mekanizması kendi kendisini düzenleyemediği için, etkin kamu düzenlemesi ve denetlemesi gerekli hale gelmektedir. Daha esnek bir döviz kuru sistemi uygulanabilir. Eğer ülkede uzun süredir yüksek oranlı enflasyon var ise, enflasyon kontrol altına alındıktan sonra döviz kurları esnekleştirilebilir.

Bu çerçevede, ülke içindeki finansal yapının sadece bankacılık sistemine dayalı merkezîyetçi bir yapıdan kurtarılarak, risk unsurunu dağıtan sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve mali disiplinin sağlanması (bütçe açıklarının önlenmesi) kaynak tahsisinde etkinliği artırarak, ekonomik krizlerin önlenmesinde ve ekonomik büyüme ile istikrarın sağlanmasında da en uygun ekonomi politikası unsurları olacaktır.

Dolayısıyla, bugüne kadar finansal krizlerin önlenmesi için hep sermaye giriş ve çıkışının denetlenmesi gerektiği üzerinde duran politika yapımcılarının bütçe disiplini ihmal ettikleri görülmektedir. McKinnon'ın önerdiği gibi, mali disiplini sağladıktan sonra finansal liberalleşme sürecine katılan bir ülkenin otomatikman sermaye hareketleri üzerindeki kontrolünün artacağı açıktır. Çünkü bütçe açığı olamayan bir ekonomide kamu borç stokunun faizler üzerindeki arttırıcı etkisi elimine edilmekte, finansal sistemin kırılma bir yapıya bürünmesi nispeten önlenmektedir.

Sonuç itibarıyla, finansal krizlere çözüm arayışı sürecinde, finansal liberalleşme karşıtı kolaycı ve kısıtlayıcı politikalar yerine mali disiplinin sağlanması gibi daha gerçekçi politikalar önermek gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

- Adams, C., D.J. Mathieson, G. Schinasi ve B. Chadha. (September 1998). International Capital, Markets Development, Prospects and Key Issues. *Washington D.C., IMF.*
- Akdiş, M. (2001). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler ve Beklentiler. <http://www.ceteris.paribus.org>.
- Akgüç, Ö., (2002). *Cumhuriyet ve Küreselleşme*. Ankara: Kültür Bakanlığı Yayınları.
- Alp, A. (2000). *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*. İstanbul: YKY.
- Aşıkoğlu, Y. (October 1995). Finance, Exchange Rates & Financial Liberalization. *Capital Markets Board Publication*, Number: 24.
- Aydın, S. (Ocak-Nisan 2000). Asya Krizi ve Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi. *Maliye Dergisi*, Sayı:133, 13-30.
- Baily, M.N. ve R.Z. Lawrance. (May 2001). Do We Have a New Economy? *The American Review*, Volume:91, No:2, 308-312.
- Bal, H. (2001). Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye. *Türkiye Bankalar Birliği*, İstanbul, Yayın No:222.
- Basel Bankacılık ve Gözetim ve Denetim Komitesi. (Eylül 1999). *Bankacılıkta Etkin Gözetim ve Denetime İlişkin Prensipler*. Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 30, 87-115.
- Başkaya, F. (1996). *Borç Krizi Üzerine Bir Deneme*. Ankara: Yargı Kitabevi.

- Başoğlu, N., N. Ölmezoğulları ve İ. Parasız. (1999). *Dünya Ekonomisi: Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Bird, G. ve R. Rajan. (2001). Banks, Financial Liberalization and Financial Crises in Emerging Markets. *The World Economy*, XXIV, 7, 889-910.
- Boratav, K. (2001). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. <http://www.ceteris.paribus.org>.
- Calvo, G., L. Leiderman ve C.M. Reinhart. (1994). New Capital Flows, Problems, Concepts and Issues, International Center for Economic Growth. *Occasional Papers*, No:56.
- Calvo, G. (1996). Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons. *International Journal of Finance and Economics*, I, 3, 207-23.
- Calvo, G.A. ve C.M. Reinhart. (2000). When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options. *Washington: International Monetary Fund*, 175-201.
- Chang, R. ve A. Velasco. (June 1998a). Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6606.
- Chang, R. ve A. Velasco. (November 1998b). The Asian Liquidity Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6796.
- Cole, H.L. ve T.J. Kehoe. (1996). A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis. *Journal of International Economics*, XLI, 3-4, 309-330.
- Cole, H.L. ve T.J. Kehoe. (2000). Self-Fulfilling Debt Crises. *Review of Economic Studies*, LXVII, 91-116.

- Corbett, J. ve D. Vines. (1999). Asian Currency and Financial Crises: Lessons From Vulnerabilty, Crisis, and Collapse. *World Economy*, XXII, 2, 155-177.
- Corsetti, G., P. Pesenti ve N. Roubini. (November 1998a). Paper Tigers: A Model of The Asian Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6783.
- Corsetti, G., P. Pesenti ve N. Roubini. (December 1998b). What Coused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Overview. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6833.
- Dadush, U., D. Dasgupta ve D. Ratha. (December 2000). The Role of Short Term Debt In Recent Crises. *Finance & Development*, 54-57.
- Dobb, M. (1991). *Kapitalizm, Sosyalizm, Azgelişmiş Ülkeler ve İktisadi Kalkınma* (Çev. M. Selik), Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları.
- Dobb, M. (1992). *Kapitalizmin Gelişimi Üzerine İncelemeler* (Çev. F. Akara), İstanbul: Belge Yayınları (orijinal baskı tarihi 1945).
- Dornbush, R. (Şubat-Mart 2001). Ortaya Çıkan Piyasa Krizleri Üzerine (Çev. Ö. İzdeş), *İktisat Dergisi*, 50-62.
- Drazen, A. (2000). Political Contagion in Currency Crises. *The University of Chicago Pres.*
- Edwards, S. (December 1997). The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It? *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6334.



- Edwards, S. ve C.A. Vegh. (March 1997). Banks and Macroeconomic Disturbances Under Predetermined Exchange Rates. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No: 5977.
- Eğilmez, M. ve E. Kumcu. (2001). *Krizleri Nasıl Çıkardık?* İstanbul: Creative Yayıncılık.
- Ekinci, M. B. (2002). Küreselleşmenin Ekonomik Boyutu ve İşletmelerin Bu Süreçteki Yeri. <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayı7/kuresel.htm>.
- Eroğlu, Ö. ve M. Albeni. (2002). *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*. Ankara: Bilim Kitabevi Yayınları.
- Fry, M. J. (1989). *Money, Interest and Banking in Economic Development*. The Johns Hopkins University Press, London.
- Ghosh, A., T. Lane ve Staff Team. (2002). IMF-Supported Program in Capital Account Crises. *International Monetary Fund Occasional Paper*, No:210.
- Goldstein, M. ve P. Turner. (1999). *Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri* (Çev. A. İ. Karacan). İstanbul: Dünya Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 1996).
- Gökdemir, L. (Ocak 1998). Azgelişmiş Ülkelerin İktisadi Kalkınmalarında Bir Çıkış Yolu Arayışı. *İktisat-İşetme ve Finans Dergisi*, Sayı 142, 28-37
- Gujarati, D. (1999). *Temel Ekonometri* (Çev. Ü. Şenesen ve G. Şenesen), İstanbul: Literatür Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 1995).
- Gür, T. H. (Şubat 1999 ).Finansal Krizlerin Anatomisi. *Asomedy*, 25-38.
- Harvey, D. (2000). Globalization in Question. *Routledge, USA*, 19-36.
- Hausler, G. (March 2002). The Globalization of Finance. *Finance & Development*, 10-12.

- Henry, P. (October/November 2000). Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics*, Volume:58, 301-334.
- Hirst, P. ve G. Thompson. (2003). *Küreselleşme Sorgulanıyor. Geliştirilmiş 3. b.* Ankara: Dost Kitabevi
- Huang, H. ve S.K. Wajid. (March 2002). Financial Stability in The World of Global Finance. *Finance & Development*, 13-16.
- IMF. (1998). *Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects*. Washington DC, Occasional Paper 172.
- IMF. (1999). *Anticipating Balance of Payment Crises: The Role of Early Warning Systems*. Washington DC, Occasional Paper 198.
- IMF. (August 2001). *International Capital Markets: Developments. Prospects and Key Policy Issues*. Washington DC
- IMF. (2002). *IMF Supported Programs in Capital Account Crises*. Washington DC, Occasional Paper 210.
- Ishii, S., K. Habermeier ve Staff Team. (2002). Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability. *International Monetary Fund Occasional Paper*, No:211.
- İnsel, A. ve N. Sungur. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III – 1999: IV, *Türkiye Ekonomi Kurumu*, Tartışma Metni, No: 8, <http://www.tek.org.tr>.
- Karluk, R. (1996). *Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar*. İstanbul: Tütünbank Yayınları.
- Kazgan, G. (1997). *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.

- Kazgan, G. (2000). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi. Geliştirilmiş 9. b.* İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Kazgan, G. (Şubat-Mart 2001). Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri. *İktisat Dergisi*, 26-30.
- Keller, C., C. Rosenberg, N. Roubini ve B. Setser. (December 2002). The Bottom Line. *Finance & Development*, 15-18.
- Krugman, P. (2000). *Currency Crises. The University of Chicago Pres, London.*
- Litan, R. ve A.M. Rivlin. (May 2001). Projecting the Economic Impact of The Internet. *The American Review*, Volume: 91, No:2, 313-317.
- Manisalı, E. (2001). *Yirmibirinci Yüzyılda Küresel Kıskaç, Küreselleşme, Ulus Devlet ve Türkiye.* İstanbul: Otopsi Yayınevi.
- McKinnon, R.I. ve H. Pill. (1997). Credible Economic Liberalizations and Overborrowing. *American Economic Review Papers and Precedings*, LXXXVII, 2, 189-93.
- McKinnon, R.I. ve H. Pill. (1998). The Overborrowing syndrome: Are East Asian Economies Different? *London: Cambridge University Pres*, 22-55.
- Mishkin, F. (1995). *The Economy of Money, Banking and Financial Markets. 4th Edition.* New York: Harper Collins.
- Mishkin, F. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, May, No:5600.
- Mishkin, F. (December 1998). International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6390.

- Mishkin, F. (December 1999a). Lessons From The Asian Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:7102.
- Mishkin, F. (1999b). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, XIII, 4, 3-20.
- Mulder, C. (December 2002). Assessing the Dangers. *Finance & Development*, 8-11.
- Nemli, M. (1990). Mali Liberalleşme: McKinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalçı Yaklaşım ve Türkiye Deneyimi. *Hazine ve Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:5, 58-64.
- Ongun, T. (2001). Yabancı Sermaye ve Dış Borçlar. *Türkiye Ekonomi Kurumu, Türkiye Ekonomisi Sektörel Analizi*, Ankara: İmaj Yayınevi, 323-355.
- Özen, A. (Eylül-Aralık 2002). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi. *Maliye Dergisi*, Sayı:141, 21-41.
- Özer, M. (1999). Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar. *Anadolu Üniversitesi Yayınları*, Eskişehir, No:1096.
- Parasız, İ. (1996). *Kriz Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pesenti, P. ve C. Tille. (1999). The Economics of Currency Crises and Cantagion: An Introduction. *FRBNY Economic Policy Review*, VI, 3, 3-16.
- Radelet, S. ve J.D. Sachs. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, XXVII, 1, 1-74.
- Sachs, D.J., A. Tornell ve A. Velasco. (May 1996a). Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons of From 1995. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:5576.

- Sachs, D.J., A. Tornell ve A. Velasco. (1996b). The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold. *Journal of International Economics*, XLI, 3-4, 265-283.
- Sayılgan, Ş. (Aralık 2001). Uluslararası Krizler ve Şubat Krizi İçin Karşılaştırmalar. <http://www.yuksestrateji.org>.
- Schadler, S. (March 1994). Surges in Capital in Flows: Boon or Curse? *Finance & Development*, 20-23.
- Seyidoğlu, H. (Mart 2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Azgelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 141-156.
- Sikorski, T. (1996). Financial Liberalization in Developing Countries. *Edward Elgar Publishing Limited*.
- Sönmez, S. (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Stiglitz, J. E. (January 2003). Globalization and Growth In Emerging Markets and The Economy. *Journal of Policy Modeling, American Economic Association*, New York.
- Şenses, F. (2001). *Küreselleşmenin Öteki Yüzü Yoksulluk*. İstanbul: İletişim Yayınları, 28.
- The World Bank. (1997). *Global Development Finance*, Washington DC.
- The World Bank. (1998). *East Asia: The Road to Recovery*, Washington DC.
- The World Bank. (2002). *Global Development Finance*, Washington DC.
- The World Bank. (2002). *World Development Report: Building Institutions for Markets*. Oxford University Pres.
- Toprak, M. (2001). *Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

- Toprak, M. ve Ö. Demir. (2001). *Küreselleşen Dünyada Türkiye Ekonomisi: Serbest Piyasa Devriminin Serüveni*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Tuncer, N. (Şubat-Mart 2001). Para Krizleri ve Türkiye. *İktisat Dergisi*, 42-51.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1993). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2000). *Yıllık Rapor*, Ankara..
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2001). *Para Politikası Raporu*, Ankara.
- Upper, C. (1999). International Capital Flows and Asymmetric Information, Florence. *European University Institute Florence*.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No:2001/1.
- Velasco, A. ve P. Cabezas. (1998). Alternative ve Responses to Capital Inflows: A Tale of Two Countries. *New York: Cornell University Pres*, 128-157.
- Watkins, K. (March 2002). Making Globalization Work for the Poor. *Finance & Development*, 24-26.
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. Ankara: İletişim Yayınları.
- Yiğidim, A. (Nisan 1999). Gelişmekte Olan Ülkelerin Globalleşme Sürecine Katılma Eğilimlerinin Nedenleri Üzerine Sistemik Bir Yaklaşım. *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 157, 47-69
- Yülek, M. (January 1998). Financial Liberalization and The Real Economy: The Turkish Experience, Capital Markets. *Board of Turkey Publication Number: 110*.

## GİRİŞ

Küreselleşme hiç kuşkusuz günümüzün en moda kavramlarından biridir. Gerek bilimsel-akademik, gerekse siyasal-bürokratik düzlemlerde çeşitli vesilelerle kendisine en çok atf yapılan, en sık anılan kavramların başında küreselleşme gelmektedir. Seven ve destekleyen de, eleştirip karşı çıkan da bir şekilde kendisini küreselleşme kavramıyla içli dışlı olmak durumunda hissetmektedir. Kimileri için özgürlük, açıklık ve karşılıklı etkileşim temelinde yeni ve daha iyi bir dünyanın kurulmasında anahtar bir süreç olan küreselleşme, kimileri için de eşitsizlik, sömürü ve gelişmişlerle azgelişmişler arasındaki uçurumun daha da açıldığı bir dünyaya kapı aralayan sıkıntı verici bir süreçtir.

1980’li yıllardan itibaren gelişme belirtileri gösteren küreselleşme olgusu bir dizi değişme ve dönüşme ile birlikte gerçekleşmiştir. Gerek teknolojik ilerleme, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanması ve büyük oranda ucuzlaması gerekse artan sermaye birikiminin zorladığı dışa açılmanın meydana getirdiği talepler ve düzenlemeler küreselleşme olgusuna hız kazandırmıştır. Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi söz konusu olmuştur.

Bu olgunun özellikle 1970’li yıllardan sonra ortaya çıkması ve olgunlaşması oldukça önemlidir. Çünkü bu dönemde sanayileşmiş ülkelerin ekonomik durumlarında var olan sıkıntı ve sermaye için yeterli karın olmaması yeni açılımların oluşturulmasını zorunlu kılmıştır. İlk olarak, bu açılım geliştirmekte olan ülkelere yüksek miktarlarda borç vererek gerçekleştirilmiştir. Ancak borç krizinin ortaya çıkması söz konusu ilk adım için önemli bir sorun doğurmuştur. İkinci adımda ise, ticaretin serbestleştirilmesi ile başlayan ve finansal liberalleşme ile sonuçlanan yeni politikalar üretilmiştir. Öncelikle sanayileşmiş ülkeler tarafından finansal liberalleşme politikaları uygulamaya konulmuştur. Daha sonra geliştirmekte olan ülkeler bu politikaları hızlı bir biçimde uygulamaya başlamışlardır.

Gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yıllarda karşılaştıkları finansal krizler, bu ülkelere önemli maliyetler yüklemektedir. Bununla birlikte, finansal krizlere ilişkin tartışmaların temelinde yer alan krizlerin neden ve nasıl ortaya çıktıkları sorularına verilen cevaplar da, giderek konunun farklı yönlerini öne çıkaracak biçimde zenginleşmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin sıkça yaşandığı 1990'lı yıllar, genellikle finansal piyasalarını serbestleştirmeye yönelik önemli adımlar atmakta olan söz konusu ülkeler için sıkıntılı bir sürece işaret etmektedir. Bu dönemde krizlere maruz kalan ülkelerin bir çoğunun iç ve dış finansal serbestleşme yolunda önemli sayılabilecek mesafeler almış olmaları ve krizlerin ülkeler arasında giderek daha yaygın hale gelmesi, finansal serbestleşme süreci ile krizler arasında bir bağlantı olabileceğini düşündürmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler bakımından önemli olan diğer bir konu, bu ülkelerin var olan yapısal sorunları ve bu sorunların yarattığı risklerdir. Gerek kamu gerekse özel sektörde var olan sorunlar istikrarsız bir yapının ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan bu ülkelerin var olan yapısal sorunlarıyla küreselleşme sürecinde yer almaları, spekülâtif hareketlerin oluşmasına ve bu ülkelerin belirli dönemler itibariyle finansal krizlerle karşılaşmalarına sebep olmuştur.

Son dönemlerde gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan finansal krizler, etkin ve sağlıklı çalışan bir borç yönetiminin önemini bir kez daha ortaya çıkarmıştır. Farklı çalışmalarda borç yönetim politikaları her ne kadar krizlerin ana nedeni olarak görülme de, borç stokunun vade yapısı, faiz oranı ve para cinsi kompozisyonunun yanı sıra verilen doğrudan ve dolaylı garantilerin de krizlerin derinleşmesinde önemli roller oynadığı öne sürülmüştür. Diğer bir ifadeyle borç yönetimindeki başarısızlıklar ya doğrudan ya da ekonomideki finansal istikrarı bozmak suretiyle dolaylı olarak krizlerin derinleşmesine neden olarak görülmüştür. Bütün bunlara karşın genelde borç stoku ve finansal krizler arasında doğrudan bir ilişki kurulmadığı gibi, genel kanı, finansal serbestleşme sürecinde kısa vadeli sermaye akımlarının finansal krizlere neden olduğu, borç stoku probleminin ise bu durumu sadece derinleştirdiği şeklindedir.



Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan ülkelerde son yıllarda sıkça gözlemlenen finansal krizler ile sermaye akımları arasında mevcut olduğu düşünülen ilişki ortaya konulurken, bu sürece özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun ve yükümlülüklerinin etkisini araştırmaktır. Böyle bir ilişkinin belirlenebilmesi için öncelikle konuyla ilgili teorik alt yapının gözden geçirilmesi gerekecektir. Küreselleşme olgusu ve buna bağlı olarak iktisat politikalarında yaşanan gelişmeler, finansal liberalleşme süreci, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları krizler, bu ülkelerin yapısal sorunları ve yarattıkları riskler değerlendirilecektir.

Bu yüzden çalışmanın birinci bölümünde küreselleşme olgusu irdelenecektir. Bu çerçevede dahilinde küreselleşme sürecinde az gelişmiş ülkelerin yeri tartışılacaktır. İkinci bölümde finansal liberalleşme ve finansal krizlere yönelik teorik yaklaşımlara, bankacılık sektörü ve finansal piyasalarda var olan piyasa başarısızlıklarına yer verilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeleri saran finansal krizlerle ilgili ülke deneyimleri incelemeye alınacaktır. Bu çerçevede 1994-1995 yıllarında Meksika'da ve 1997 yılında Asya ülkelerinde (Tayland, Güney Kore, Endonezya, Filipinler ve Malezya) görülen finansal krizler ele alınacaktır. Bu bölümün sonunda Türkiye'nin 1994 ve 2000-2001 krizleri ayrıntılı bir biçimde incelenecektir.

Dördüncü bölümde ise gelişmekte olan ülke ekonomilerinin karşılaştıkları krizlere ilişkin bazı görüşlerin ampirik olarak test edilmesi amaçlanmıştır. Adı geçen bölümde bir probit model aracılığıyla, gelişmekte olan ülke örneklerinin yaşamış olduğu finansal krizlerde, kriz olasılığına etki eden bazı temel yapı göstergeleri ele alınacaktır. Özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun krizler üzerindeki etkisi tartışmaya açılacaktır. Gelişmekte olan ülke deneyimleri ışığında sunulacak bazı öneriler ve genel bir değerlendirme ile çalışma son bulacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞME VE KÜRESEL SÜRECİN ORTAYA ÇIKIŞI

#### 1. KÜRESELLEŞME

##### 1.1. Küreselleşme Kavramı ve Anlamı

1760'lı yıllarda İngiltere'de başlayan endüstri devrimi, Avrupa iktisat tarihi ve kapitalist sistem için önemli aşamalardan biri olmuştur. Başta İngiltere olmak üzere Avrupa devletleri, hızlı biçimde gelişen üretim ve ticaret sektörleri ile piyasa ekonomisinde hızlı bir ilerleme sağlamış ve kapitalist sınıf hızlı bir biçimde sermaye sahibi olmaya başlamıştır. Kuşkusuz, sanayi devriminin gelişiminde büyük coğrafi keşiflerin güçlü etkileri sonucunda oluşan sermaye birikiminin etkisi olmuştur. Bununla birlikte bilimsel alanlarda yaşanan çeşitli gelişmelerin sanayi devriminin oluşmasını kolaylaştırdığını özellikle belirtmek gerekir.

Öte yandan, 19. yüzyılın sonlarına doğru kapitalizmin yapısında dönüşümler belirmeye başladı, bir başka ifade ile yeni bir döneme girildi. 19. yüzyıl boyunca, kapitalist sistem yüksek düzeyde rekabete dayanıyordu. Piyasa içerisinde yer alan firmaların sayıları çok fazla idi. Fiyat anlaşmaları olmasına rağmen tekelci eğilimler yoktu. 20. yüzyıl ile birlikte sermaye birikimi ve teknik gelişmeler, üretim sürecinin gelişmesine katkıda bulundu. Gelişen üretim süreci daha karmaşık işbölümü, daha gelişmiş mekanik teknikler ve üretim için daha fazla sermayeyi gerektiriyordu. Böyle bir durumda doğal olarak, küçük kapitalistlerin var olma şansı azalıyor ve üretimde toplanma süreci hızlı bir biçimde gerçekleşiyordu. Artık çok sayıda firma arasında var olan fiyat savaşları yerini, tekelci eğilimlerin olduğu bir piyasada reklam ve satış kampanyalarına bırakmıştı (Dobb 1991: 18,19,21).

Bu süreçte ortaya çıkan diğer bir özellik, sanayileşmiş ülkelerin genişlemeye dönük politikalar izlemesi ve bir çok ülkenin yönetiminde söz sahibi olmasıdır. Bu durum ile, coğrafi keşifler sonucu Portekiz ve İspanya öncülüğünde başlayan, kıymetli madenlerin batıya getirilmesi süreci arasında bir bağlantı kurulabilir. Bunun

nedenlerinden biri, bu ülkelerin doğal kaynaklarından herhangi bir sınırlama olmadan yararlanmak ve bu ülkelerin pazarlarından faydalanmak idi.

20. yüzyılın başlarında ortaya çıkan yeni gelişmeler 1970'li yıllarla birlikte yeni bir biçim ve hız kazanmıştır. Bu yeni dönemdeki iktisadi gelişmelere bakıldığında, kar olanaklarının sermaye adına azaldığı bu dönem, sermaye ihracının önündeki engellerin kaldırılması için yeni uluslararası bir ortamın yaratıldığı dönem olmuştur.

Bu sürecin oluşumuna neden olan gelişmelere bakıldığında ikinci dünya savaşından sonra ortaya çıkan gelişmelerin belirleyici olduğu söylenebilir. İkinci dünya savaşından sonra, yeniden inşa faaliyetlerine bağlı olarak başta Amerika olmak üzere merkez ülkelerde önemli bir büyüme ivmesi yakalandı. Fakat 1970'li yıllara gelindiğinde büyümenin yavaşladığı, işsizliğin arttığı, belirsizliğin ön plana çıktığı, sermaye için kar olanaklarının azaldığı yeni bir süreç ortaya çıkmıştı. Bu dönemde, kar oranlarının düşmesi, maliyetlerin yükselmesi, iç talebin daralması gibi gelişmeler rekabetin artmış olmasından kaynaklanıyordu. Sorunun çözümü, dış piyasalara yönelik faaliyetleri artırmakta yatmaktaydı. Bu çerçevede merkez ülkelerin ihracatı önemli artışlar gösterdi. İhracatı, kar oranlarının yüksek olduğu alanlarda sermaye yatırımları izledi.

1980'li yıllarda çok hızlı biçimde teknolojik yenilikler oluştu ve bu yenilikler uluslararası sermaye işlemlerinin daha çabuk bir biçimde oluşmasını sağladı. Bütün bu gelişmeler mali piyasaların entegrasyonunu hızlandırmış ve süreci kolaylaştırmıştır. Birçok mali araç geliştirilmiştir. 1970'li yıllarda Eurobond piyasasında oluşan fonların değeri yıllık olarak yaklaşık 2.1 milyar dolar iken, 1980'li yıllarda bu rakam 188.7 milyar dolara ulaşmıştır (Alp 2000: 98).

## **1.2. Kapitalizmin Küreselleşmesi**

Kapitalist sistemin aşamalarının ayrıntılı olarak incelendiği her dönem, farklı bir sosyal yapıyı, farklı bir siyasi örgütlenmeyi, farklı bir ekonomik yapıyı ifade etmektedir. Her dönemde belirleyici çeşitli unsurlar vardır ve bunlar o dönemin yapısını şekillendirmektedir. Bu bağlamda günümüzde yaşanan değişimlerin

küreselleşme olgusu içerisinde değerlendirilebileceğini söylemek mümkündür. Bir başka ifade ile küreselleşme olgusunun kapitalist sistemin bir aşaması olarak değerlendirilmesi doğru bir yaklaşım olacaktır.

1980’li yılların sonlarında Dünya ekonomisinde küreselleşme kavramı, sıkça işlenmeye başlanmış; fakat, üzerinde tam olarak anlaşmaya varılamamıştır. DPT’nin (Devlet Planlama Teşkilatı) bir çalışmasında küreselleşmenin, ülkeler arasındaki ekonomik, politik, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerin daha iyi tanınması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbirleriyle bağlantılı olguları içerdiği, bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması anlamına geldiği ifade edilmiştir. Tanımda yer alan değerlerin ekonomik nitelikte olabileceği gibi, politik, sosyal, kültürel nitelikte de olabilmesi mümkündür. Dolayısıyla küreselleşme, dünyada, politika, ekonomi, kültür, hukuk, insan hakları, sağlık, eğitim vb. alanlarda meydana gelmektedir. Küreselleşme, milli ekonomilerin dünya ile bütünleşmesini, teknoloji, üretim, tüketim ve finansman piyasalarını kapsamaktadır (Karluk 1996: 1).

Küreselleşme, ekonomiden siyasete, sosyal politikadan kültüre, hemen hemen yeryüzünün her alanındaki değişimi ifade etmek için kullanılan sihirli bir sözcük haline gelmiş; ünlü sosyolog Peter Burger’ın deyişiyle, Alman kömür endüstrisindeki gerilemeden, Japon gençlerinin cinsel alışkanlıklarını açıklamaya kadar geniş bir alanda kullanılan klişeye dönüşmüştür. Berger’ın görüşlerine paralel bir biçimde, adeta geçmiş ve geleceğin kapılarını açacak anahtar bir kavram olarak görülen küreselleşmeyi Bauman da, parolaya dönüşmüş moda bir deyim olarak değerlendirmektedir. Küreselleşmenin moda haline gelmesi konusunda benzer bir değerlendirme de, Hirst ve Thompson tarafından yapılmaktadır. Sosyoloji teorisinde elde ettiği büyük itibar kadar, ünlü “üçüncü yol” çalışmasıyla İngiliz siyaseti üzerinde de etkili olan Anthony Giddens yukarıda belirtilen görüşlerin aksine, bugün küreselleşmeye değinmeyen hiçbir siyasal konuşmanın tam olmadığını ifade etmektedir. Giddens’a göre şu anda köklü bir tarihsel değişim döneminden geçtiğimize inanmamızı sağlayacak kadar geçerli ve nesnel nedenler vardır. Bugün

bizi etkileyen değişiklikler, yeryüzünün herhangi bir bölgesiyle sınırlı olmayıp, daha şimdiden hemen hemen her yeri kapsamaktadır.

Bir çok araştırmacıya göre temel anlamda küreselleşme, 1960'larda ortaya çıkan dönüşüm ve hızlı değişimlere dayalı, politik sonuçları beraberinde getiren ekonomik bir süreçtir. Küreselleşme olgusunu, genel olarak ülke ekonomilerinin bütünleşmesi, tek bir pazarın oluşması şeklinde tanımlamak mümkündür. Bu olguyu, serbest piyasa ekonomisi kurallarının uluslararası düzeyde uygulanması ve bu bağlamda mal ticaretinden sermaye hareketlerine kadar ekonomik faaliyetlerin serbestleştirilmesiyle birlikte buna uygun bir sistemin oluşturulması süreci şeklinde tanımlamak mümkündür.

Daha önceki dağınık ve sürekli olmayan kullanımına karşın, küreselleşme terimi 1980'lerin başına, hatta ortalarına kadar akademik çevreler tarafından kesinlikle önemli bir kavram olarak kabul görmedi. Küreselleşme sürecinin ortaya çıkmasında ve hızlanmasında teknolojideki gelişmeler, bilgi ekonomisinin öne çıkması, dünyada yaşanan neo-liberal politikaların yükselişi, çok uluslu sermayenin küresel pazarda yayılışı etkili olmuştur.

Bu çerçevede küreselleşme olgusunu, temelde iki açıdan ele almak gerekir. Küreselleşme olgusunun ilk ayağı mal ve hizmet ticaretinde yaşanan gelişmelerdir. İkinci ve önemli ayağı ise, iletişim ile bilgisayar alanında yaşanan hızlı gelişmeler ve sermaye hareketlerinin özellikle özel yabancı sermaye hareketlerinin hız ve önem kazanmasıdır. Bu bağlamda küreselleşme olgusuna temel özelliğini veren 1970'li yıllarda başlayan, 1980'li yıllarda gelişen ve 1990'lı yıllarda olgunlaşan finansal ve teknolojik alanda yaşanan hızlı gelişmelerdir. Dolayısıyla konuya ticaret açısından bakıldığında çok uzun bir tarihe kadar küreselleşme olgusunu götürmek mümkün iken ikinci açıdan konu ele alındığında küreselleşme olgusunu, 1970'li yıllar ve sonrası olarak ele almak gerekir. Bir başka ifade ile küreselleşme olgusunu kapitalizmin gelişim aşamaları içerisinde incelemek ve değerlendirmek gerekir. Küreselleşme süreci, kazananları ve kaybedenleri, fırsatları ve dezavantajları içinde paradoksal olarak bulandıran bir süreçtir.

Diğer bir önemli konu, küreselleşme sürecinin ne zaman başladığı ile ilgilidir. Bu konu hakkında üç farklı görüş mevcuttur. İlki küreselleşme olgusunu tarihin başlangıcı ile birlikte ele almakta ve süreç içerisinde geliştiği görüşü üzerinde durmaktadır. İkinci görüş küreselleşmeyi kapitalist sistemin gelişimi ile birlikte ele almaktadır. Son görüş ise küreselleşme olgusuna temel niteliğini veren özelliğin teknolojik ve finansal alanda yaşanan gelişmeler olduğunu ifade etmektedir (Eroğlu, Albeni 2002: 22). Ancak, tüm bu ifadelerden sonra, küreselleşme olgusunu kapitalist sistemin içerisinde düşünmek daha doğru olacağından, sanayi devrimi ve 1970’li yılların önemli tarihler olduğunu söylemek gerekir. Öyle ki, sanayi devrimi ile birlikte batılı ülkelerin büyümelerinin hızlı bir biçimde arttığı görüldü. Bununla birlikte, o dönemde uluslararası entegrasyonun bugünkünden daha fazla olduğu görülmektedir. Bu görüş de, 19. yüzyılda uygulanan tarifelerin ve tarife dışı engellerin daha az olduğu, para, sermaye ve insan hareketlerinin daha serbest olduğu argümanları ile desteklenmektedir (Toprak 2001: 18).

Belki de en önemli dönüm noktası 1970’li yıllarda başlayan ve 1980’li yıllarda zirve noktasına ulaşan teknolojik devrim ve finansal liberalleşme politikalarının hakim uluslararası iktisat politikası haline gelmesi ve birçok ülke tarafından uygulanmasıdır. Bu bağlamda, küreselleşme sürecinde asıl önemli tarihin ve gelişmelerin 1970’li yıllarda yaşanan gelişmeler olduğunu söylemek gerekir. Bir başka ifade ile, finansal alanda yaşanan küreselleşme belirleyici nitelikte olmuştur. Bu ikinci dönemde, hem sermayenin önündeki engeller hızlı biçimde kaldırılmış hem de spekülasyon sermaye hareketleri hızlı biçimde artmıştır.

Küreselleşmeye eleştirel bir açıdan yaklaşan Hirst-Thompson küreselleşme yeni mi sorusuna şöyle cevap vermektedir: *“Eğer küreselleşmeyi, ülkeler arasındaki büyük ve artan bir ticaret akışı ile sermaye yatırımının gerçekleştiği açık bir uluslararası ekonomi diye yorumlarsak, bu sorunun cevabının kesinlikle olumsuz olduğunu belirtmek gerekir. Gerçek anlamda bütünleşmiş bir dünya ticaret sistemi 19. yüzyılın ikinci yarısında oluşturulduğu için, uluslararası ekonominin karmaşık bir görelilik-kapalılık hikayesi vardır. Denizaltı telgraf kabloları 1860’lardan beri kıtalararası piyasaları birbirine bağlamaktadır. Binlerce mil uzaklıktaki yerlerle günlük ticareti ve fiyat belirlemeyi olanaklı kılan bu kablolar, günümüzün elektronik*

*ticaretinden çok daha büyük bir yeniliktir.*” Ülkelerarası ticaret eskiden beri devam etse de küreselleşme sürecinin özellikle son çeyrek yüzyılda enformasyon teknolojilerinin ve telekomünikasyonun gelişimi ve yaygınlaşmasıyla hız kazandığı söylenebilir (Hirst-Thompson 2003: 8).

Nitekim, Hausler (2002: 10,11), finansal küreselleşmenin oluşmasına yol açan etmenleri şu şekilde açıklıyor. Bilgi ve bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler, ulusal ekonomilerin entegrasyonu, ulusal finansal ve sermaye piyasalarının liberalleştirilmesi.

Son yıllarda baş döndürücü bir hızla gelişme gösteren ulaşım ve iletişim teknolojisi sayesinde ülkeler arasındaki siyasal ve iktisadi sınırlar önemini yitirme eğilimine girmiştir. Dünyanın bir ucunda yaşanan bir olayın etkisi kısa sürede diğer bölgelere de ulaşarak oraları da olumlu veya olumsuz şekilde etkileyebilir hale gelmiştir. Bu yeni ortamda dikkati çeken önemli gözlemler arasında ulusal kültürlerin kendi kapalı sınırlarını zorlaması, ulus devletin önemini kaybetmesi, ekonomilerin birbirine daha bağımlı hale gelmeleri, sınırların ortadan kalkmaya yüz tutması, soğuk savaş dönemindeki politik kutuplaşmaların sahneyi terk etmesi ve hemen her alanda liberal eğilimlerin güçlenmesi bulunmaktadır. Bilgi ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler sayesinde ülkeler ekonomiden siyasete kadar pek çok alanda birbirlerine yakınlaşmışlardır. Bu gelişmeler sonucu dünyanın adeta büyük bir köye dönüşmesi pek çok kişinin ortak kanısı haline gelmiştir.

Sönmez (1998: 511, 512, 518), yaşanan yeni süreç ile ilgili olarak şu tespitlerde bulunuyor. İkinci dünya savaşından sonra merkez ülkelerin ekonomilerinde yaşadıkları hızlı ilerleme ve sermaye birikimi süreci, konjektür hareketleri çerçevesinde, 1970’li yıllara gelindiğinde tıkanma noktasına geldi. Kar oranları azalmaya başladı ve kapitalist sistem bir kriz ile karşı karşıya geldi. Bu durumdan çıkmanın yolu olarak, serbest piyasa ekonomisi kurallarının uluslararası alanda uygulanması görülmüştür. Bununla deregülasyon, özelleştirme, devletin küçültülmesi ile mal ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ve desteklenmesi amaçlanmıştır.

Akdış'de (2001) küreselleşme süreci ile ilgili olarak şu görüşü ileri sürmektedir. Bretton Woods sisteminin çökmesi, birçok ülkenin finansal liberalleşme politikalarını 1980'li yıllarda uygulamaya koymaları ve yine aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin dış borç krizine girmeleri, merkez ülkelerde yaşanan durgunluk ve soğuk savaş döneminin bitmesi ile tek kutuplu bir döneme geçilmiş olması küreselleşme sürecinin oluşmasında ve şekillenmesinde etkili olmuştur.

Harvey (2000: 26) küreselleşme sürecinde Amerika Birleşik Devletlerinde yaşanan stagflasyon ve bunun sonucunda uygulamaya konulan finansal liberalleşme politikalarının, Bretton Woods sisteminin yıkılmasının, medya ve iletişim alanında yaşanan hızlı gelişmenin ve bunun sonucunda birçok alanda yaşanan değişimin son derece önemli olduğunu vurguluyor.

Başka bir açıdan bakıldığında, bu süreçte kapitalist sistemin iç dinamikleri üzerinde durulurken, küreselleşme sürecinde kapitalist sistemin ürettiklerini satmak ve yeni pazarlara ulaşma ihtiyacının önemli bir etken olduğu vurgulanmaktadır.

Şu örnek 90'lı yıllarda küreselleşmenin geldiği ekonomik boyutu çarpıcı olarak ortaya koymaktadır (Ekinci 2002: 14):

*"Bir Amerikalı; General Motors'tan Pontiac Le Mans satın aldığı anda, farkında olmaksızın uluslararası bir işlemler bütününe girmiş olur. Araba için GM'a ödenen 20.000 doların 6.000 doları, rutin işçilik ve montaj giderleri karşılığı olarak Güney Kore'ye; 3.500 doları gelişmiş parçaların temin edildiği Japonya'ya; 1500 doları tasarım mühendisliği için Almanya'ya; 800 doları küçük parçalar için Tayvan, Singapur ve Japonya'ya; 500 doları reklam için İngiltere'ye; ve 100 doları bilgi işlem için İrlanda ve Barbados'a giderken, kalan 8.000 dolar da Detroit'teki stratejistler, New York'taki banker ve avukatlar, Washington'daki lobi faaliyeti yürütenler, ülke genelindeki sigortacı ve bakımcılar ve çoğu ülke içinde yaşayan ancak artan sayılarda dış ülkelere mensup hisse senedi sahipleri tarafından paylaşılır."*



Sonuç olarak, küreselleşme, yani serbest ticaretin önündeki engellerin kaldırılması ve ulusal ekonomilerin daha fazla bütünleşmesi, iyi yönde kullanılabilir bir güç olabilir ve dünyadaki herkesi, özellikle fakirleri zenginleştirebilecek bir potansiyele sahiptir. Ancak bu durumda, söz konusu engellerin kaldırılmasında büyük bir rol oynayan uluslararası ticari anlaşmalar ve küreselleşme sürecinde gelişmekte olan ülkelere dayatılan politikalar dahil olmak üzere, küreselleşmenin yürütülme şekli baştan sona gözden geçirilmelidir (Stiglitz 2003: 516).

### **1.3. Küresel Sürecin Temel Unsurları**

İkinci Dünya Savaşı 1945 yılında sona erdiğinde ABD, ekonomik, sosyal ve politik bir uluslararası yapılanmayı hedef almıştır. Bu ülkenin öncülüğünde Birleşmiş Milletler Sistemi kurulmuş, IMF (Uluslararası Para Fonu), Dünya Bankası ve GATT (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması), dünya ekonomisinde piyasa kurallarının işlemlerini sağlayacak amaç ve hedeflerle donatılmışlardır.

Aynı dönemde İkinci Dünya Savaşı'ndan tahrip olarak çıkan Batı Avrupa ülkeleri, Marshall Planı çerçevesinde yapılan yardımlarla tekrar toparlanmaya başlamıştır. Bu arada bir taraftan tarım sektöründeki teknolojik devrim (yeşil devrim), diğer taraftan çokuluslu şirketlerin sayılarının ve faaliyetlerinin tüm dünyada artması, üretimin, sermayenin, ticaretin ve işgücünün uluslararası nitelikler taşımalarına yol açmıştır.

Günümüz dünyasında yaygınlık kazanan ekonomik bütünleşmeler, önce uluslararası ticaret alanında etkisini göstermeye başlamıştır. 1970 ve 1980'li yıllarda başlayan mali ve diğer hizmet piyasaları ile yatırımların entegrasyonu süreci ise, yine GATT Uruguay Turu çerçevesinde belirli kurallara bağlanmıştır. Bu gelişmeler, küreselleşmeye yeni bir ivme kazandırmıştır.

Bu bağlamda, küreselleşme sürecinin ortaya çıkışında çok sayıda faktörün etkisi olmuştur. Bunları üç grupta toplamak mümkündür: i) Bilgi ve Teknoloji Devrimi, ii) Finans Devrimi, iii) Ulus Devlet Anlayışında Meydana Gelen Değişim.

### 1.3.1. Bilgi ve Teknoloji Devrimi

İnsanlık tarihi sürecinde bazı önemli olaylar, tarihin gidişatını etkilemiş ve yön vermiştir. Dünyanın yakın tarihine bakıldığında, en önemli olayın bilgisayar ve enformasyon alanında yaşanan yenilikler olduğu görülmektedir. Buradaki temel gelişme, bilgisayar alanında olmuştur. Diğer ilerlemeler ise buna bağlı olarak şekillenmiştir.

Gerçekten günümüzde bilgi oldukça fazla önem kazandı ve aynı zamanda bilgiye ulaşmak kolaylaştı. Kaçınılmaz olarak gelecek yüzyılda bilgi çok daha önemli hale gelecektir. Bilginin tanım ve işlevi radikal biçimde dönüşüme uğramıştır. Bilgi, birçok açıdan toplumlarda meydana gelen değişmelerde anahtar rol oynamaktadır. Bugünkü dünyada bilgi sadece insanlar arası ilişkileri biçimlendiren bir çerçeve değil, bir girdi olarak ekonomide önemli bir üretim unsuru, hatta başlı başına bir üretim alanı, “bilgi ekonomisi” adı altında ulusal ekonomilerin önemli bir sektörü haline gelmiştir (Toprak vd. 2001: 18).

Bu sürecin çeşitli etkileri de oluştu. Yeni ürünlerin geliştirilmesi, pazarlama tekniklerinin geliştirilmesi, yönetim alanında yenilikler gibi faydalar ortaya çıktı. Bilgiye ulaşmanın maliyetinin düşmesi, firmalar açısından verimliliği olumlu etkiledi ( Toprak vd. 2001: 25,26).

Bu sektöre hakim olan devlet ya da firmaların oldukça büyük bir güce sahip olmaları, özellikle uluslararası alanda gelişmekte olan ülkelerin sosyal ve kültürel yapılarını etkilenebilir ve değiştirilebilir kılmıştır. Birçok sektörde ve firmada makinelerin insan gücünün yerini alması nedeniyle, yaşanan teknolojik gelişmelerin diğer bir etkisi de istihdam üzerinde olmaktadır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde daha fazla hissedilmekte ve tüm ülkelerin ortak bir sorunu olan global işsizlik ortaya çıkmaktadır.

Bilgi ekonomisinin bir boyutu olan yeni üretim teknolojilerinin geliştirilmesi, yani teknoloji bilginin işlevi ile ilgilidir. Ancak küreselleşme üzerinde teknolojinin etkisini inkar etmek de mümkün değildir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren enformasyon teknolojilerinin yaygınlık kazanması, dünyada mesafe kavramının eski

anlamını ortadan kaldırmıştır. Bu durum, küreselleşme bağlamında belki de ilk etkisini finans piyasalarında hissettirmekle birlikte, bu etki günümüzde çok daha geniş bir alana yayılmıştır.

Konunun temel noktalarından biri de enformasyon alanında yaşanan gelişmelerin, ekonomik işlemlerin elektronik ortamlarda hızlı bir biçimde yapılmasına imkan vermesidir. Bu yolla dünya üzerinde 24 saat boyunca farklı uluslararası piyasalarda işlemler rahatlıkla yapılabilmektedir.

Teknoloji, küreselleşme sürecinde yeterli koşul değildir; ancak olmazsa olmaz koşuldur. Günümüzde olağanüstü bir hızla ucuzlayarak yaygınlık kazanan enformasyon teknolojileri, uluslararasıdaki değişim/etkileşim sürecinde, küresel dönüşümü hızlandırmaktadır.

Daha somut olarak, internet kullanımının Amerikan ekonomisi üzerinde şu etkileri olmuştur; mal ve hizmet üretim ve dağıtım için gerekli olan işlem maliyeti azalmıştır, firmaların kendi zincirlerini daha iyi yönetmeleri ve müşterilerle daha kolay iletişim kurmaları sonucu yönetimde etkinlik artmıştır. Ayrıca rekabeti artırmış, fiyatları daha şeffaf hale getirmiş ve hem alıcı hem de satıcı için pazarın genişlemesini sağlamıştır. Firmalar maliyetlerde 20 milyar dolara kadar tasarrufa gitmişlerdir (Baily vd. 2001: 308-312; Litan vd. 2001: 313- 317).

### **1.3.2. Finans Devrimi**

Küreselleşmenin ekonomiye yaptığı en önemli etki, şüphesiz sermaye hareketlerine getirdiği müthiş akışkanlıktır. Sermayenin esnek hareketinin önündeki engellerin kaldırılması, uluslararası ekonomik ilişkilerin, dünya ekonomisine dönüşmesine yol açmıştır. Sadece sermayenin değil, diğer üretim faktörlerinin de ulus sınırlarının ötesine taşması, geleneksel ulus-içi ve uluslararası ekonomik ilişkilerin niteliğini dönüştürmüş, bütün ulus ekonomilerini aynı biçimde maliyet hesabı yapan, aynı piyasalardan faktör temin eden ve aynı piyasalara mal satan büyük bir ekonominin küçük birimlerine dönüşmüştür. Sermayenin hızlı bir biçimde el değiştirmesi sonucu reel ekonominin payı da giderek azalmaktadır. Bu durum üretime ayrılan payların azalmasına neden olmaktadır.

Küreselleşmenin iki temel ayağı vardır. Bunlardan ilki özellikle ABD, Batılı sanayileşmiş ülkeler ve Japonya öncülüğünde, ticaret ve sermaye önündeki engelleri kaldırmak amacıyla oluşturulan bölgesel ekonomik birliklerdir. Bu birlikler ticaret hadleri, ölçek ekonomileri ve rekabet gibi geleneksel kazançlar sağlamaktadır. Birlik içerisinde yer alan ülkelerin birbirlerine çeşitli ayrıcalıklar tanıdıkları ve birlik dışında yer alan ülkelerin ise bunlardan yararlanamadıkları görülmektedir. Bu tür birlikler küreselleşme sürecinin ilk ayağı olsalar da, yukarıda ifade edilen nedenden dolayı bu birliklerin küreselleşme süreci ile uyumlu olmadığı söylenebilir.

Küreselleşmenin ikinci ve asıl önemli ayağı, finansal alanda yaşanan gelişmelerdir. Bu alanda yaşanan gelişmelerin küreselleşme olgusunu şekillendirdiği ve ona temel özelliğini verdiğini söylemek mümkündür. Bu süreçte yaşanan temel gelişme finansal liberalleşme politikalarının birçok ülke tarafından uygulamaya konulmuş olmasıdır.

1974 yılında ABD (Amerika Birleşik Devletleri), 1979 ve 1980 yıllarında İngiltere ve Japonya, 1981 yılında ise Almanya uluslararası sermaye akımları önündeki engelleri kaldırdılar ve finansal liberalleşme politikalarını uygulamaya başladılar. Örneğin ABD’de, faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırıldı, bölgesel bankacılıktan ulusal bankacılığa geçildi ve ABD yatırımcılarının yurtdışına yatırım yapmaları için çeşitli kolaylıklar sağlandı (Alp 2000: 100).

Finansal alanda yaşanan değişim ve ilerlemelerin temel nedeni olarak, sermaye ihraç eden gelişmiş ülkelerin yaşadığı ekonomik durgunluk ile birlikte kar haddindeki azalma ve kaynakları yeni yatırım alanlarına kaydırma çabası gösterilebilir (Kazgan 1997: 44).

Uluslararası mali piyasalarda hızlı bir entegrasyon oluşmakla birlikte, bu piyasalar üzerinde gelişmiş ülkelerin mutlak bir hakimiyeti oluşmuştur. Yeni borçlanma araçları ve finansman temin yöntemleri sermayenin hareketliliğini kolaylaştırmış, risk ve diğer maliyetleri görece düşürmüştür, uluslararası menkul kıymet ticaretinin hacmini büyütüştür. Burada dikkati çeken önemli nokta, neredeyse gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin aynı dönemde liberalleşmeye gitmiş olmalarıdır.

Sermayenin uluslararasılaşması, dünyaya kapalı ulus devlet merkezli iktisat politikalarının başarılı olma şansını ortadan kaldırmaktadır. Finans devrimi ile sermayenin uluslararası akışkanlığı ve ülke koşullarına karşı duyarlılığı çok artmıştır. Bu, bir yandan ulus devletlere yeni imkanlar sunarken, bir yandan da zincirleme iktisadi krizlerin ortaya çıkmasına uygun zemin hazırlamıştır.

Finansal alanda yaşanan bu küreselleşme sürecinin en önemli faydası, fonları verimli oldukları alanlara yönlendirerek hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin bundan yararlanmasını sağlamasıdır. Ayrıca ülke içinde bankaların kredi imkanlarında daralma olduğu zaman fon ihtiyacı olanlar bunu uluslararası piyasalardan karşılayabilirler, firmalar için daha uygun koşullarda borç bulabilme imkanı oluşur ve bu da yatırımların artmasına katkıda bulunur. Tam tersine, sermayenin çıkışı durumunda ise finansal istikrarın ciddi biçimde bozulması ve ekonominin ciddi zararlar ile karşılaşması söz konusu olabilmektedir (Huang vd. 2002: 13).

### **1.3.3. Ulus Devlet Anlayışında Meydana Gelen Değişim**

Devlet kavramı, insan topluluğu, bu topluluğun yerleştiği ülkelerde siyasal ve hukuki örgütlenme çerçevesinde düşünülmelidir. Devlet, belirli bir düzeni tesis etmek için normlar oluşturur ve bunu da egemenlik gücü çerçevesinde yapar.

Ulus devletlerin oluşmasında Avrupa'nın önemli bir yeri vardır. 17. yüzyılda Avrupa da ulus devlet anlayışının oluştuğu ve milliyetçilik anlayışı ile birlikte derinleştiği görülmektedir. Yakın tarihe bakıldığında ise özellikle Doğu blokunun yıkılması sonrasında liberal piyasa ekonomisine yönelik güven duygusu artmıştır. Nitekim kısa bir sürede tüm maliyetine rağmen, eski planlı/devletçi ekonomiler, piyasa mekanizması süreci içinde, serbest ticaretin ve yabancı sermayenin imkanlarından yararlanma çabası içine girmişlerdir. Bir diğer ifade ile duvarların yıkılmasının ardından, küreselleşmenin önündeki en büyük engellerden birisi aşılmıştır. Diğer bir önemli gelişme, ABD'de 1929'da yaşanan ve tüm dünyayı etkilemiş olan kriz sonrasında, Keynesyen ekonomi politikalarının ön plana çıkması ve bu politikaların devlete önemli görevler yüklemesi, bununla birlikte kapitalist ülkeler içerisinde de devletin önem kazanmasıdır. Devlet konusundaki anlayışın

değişimi, soğuk savaş döneminin bittiği 1989 yılıydı. Yani devleti ön plana çıkararak ve ona yeni görevler yükleyen, özellikle askeri alanda büyük harcamalara yol açan bir dönem bitmişti (Hirst-Thompson 2003: 208, 209).

Aslında bu değişim 1970'li yıllarda ve 1980'li yılların başında şekillenmeye başlamıştı. Çünkü bu tarihlerde ekonomi politikası ile ilgili olarak ABD'de Reagan, İngiltere'de Thatcher ile piyasa ekonomisini kamu müdahalelerinden arındırmaya yönelik çeşitli uygulamalar başlatılmıştı. Bu akımın doğu bloğuna yansımaları, Gorbaçov'un daha fazla serbestleşme adımları atması ve ülkesinin çökmesi şeklinde olmuştur (Kazgan 1997: 64).

Bu yeni dönemde iktisadi birliklerin önemini artmasıyla birlikte, ulus devletinin ekonomiyi tek başına etkin olarak yönetme imkanı da ortadan kalkmıştır. Para politikası, istihdam düzeyi, ekonomik faaliyetler artık sadece ulus devletler tarafından değil yabancı sermaye tarafından belirlenen bir noktaya ulaşmıştır. Özellikle finansal liberalleşme ile bu durum daha da pekişmiştir. Birçok gelişmekte olan ülke, finansal krizleri yaşamaktan kendini koruyamamıştır.

Bunun yanında küresel ekonominin en karakteristik özelliği uluslararası şirketlere dayanmasıdır. Uluslararası şirketler, küreselleşmenin en önemli ekonomik etkilerinin belirleyicisi olarak görülmektedir. Uluslararası şirketler, küreselleşmenin getirdiği mal ve hizmet üretiminin artmasının en önemli aracıdır. Bu şirketler, üretim faaliyetlerini tüm dünyaya yayarak aynı zamanda işgücü piyasalarını, hammadde piyasalarını ve pazarların hacmini geliştirmektedirler. Ancak bu şirketler izledikleri üretim politikalarıyla ülkelerin toplam gelirlerini ve bu gelirlerin dağılımını da önemli ölçüde etkilemektedir.

Sonuç olarak, yeni dönemde ulus devletlerin egemenliği sınırlandırılmış ve çeşitli bölgesel kuruluşlar ve aktörler uluslararası ekonomi politikalarını yönlendirmede ön plana çıkmışlardır. Dolayısıyla ekonomik alanda ortaya çıkan bu değişim, devletlerin siyasi konularda da karar alması bakımından bir takım sorunlar ve engeller oluşturmaktadır. Ulus devlet anlayışında yaşanan değişim bunu ciddi biçimde yansıtmaktadır.

## 2. KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE AZGELİŞMİŞ ÜLKELERİN YERİ

Küreselleşme olgusu tüm ulusları ve ekonomileri bir araya getiriyor olduğundan, yirmi yılı aşkın bir süredir devam eden küreselleşme süreci sonucunda oluşan durum bu konudaki araştırmacılara oldukça zengin ampirik bilgiler ve bulgular sunmaktadır. İlk çarpıcı bulguları derhal söylemek gerekirse, küreselleşme sonucunda ortaya çıkan tablonun faktör fiyatlarını eşitleyici neo klasik görüşten çok, kutuplaşma görüşünü destekleyici biçimde şekillenmiş olduğunu ifade edilebilir (Şenses 2001: 28).

Küreselleşme sürecinde temel argümanlardan biri olan, ülkelerin ticaretin önündeki engelleri kaldırmaları ve ticaretin serbest bir biçimde yapılması şeklindeki modelin uygulanmasında önemli sorunlar ortaya çıkmaktadır. Çünkü sanayileşmiş ülkeler ticaretin önündeki engelleri kaldırmakta çeşitli zorluklar çıkarmaktadır.

Dolayısıyla burada gelişmiş ülkelerin geliştirmekte olan ülkelere uyguladıkları ticaret politikaları son derece önemli hale gelmektedir. Gelişmiş ülkelerin, geliştirmekte olan ülkelerin üstünlüğe sahip olduğu tekstil, tarım gibi alanlarda yüksek tarife uygulamaları ve kendi üreticilerini aşırı üretim dolayısıyla sübvansetmeleri, buna karşılık geliştirmekte olan ülkelerin dış ticaretlerini önemli derecede liberalleştirmeleri önemli bir sorun ortaya çıkarmaktadır. IMF'in ülkelerin açıklığı ile ilgili olarak yaptığı indeks de bu görüşü desteklemektedir. Bu araştırmada Uganda, Peru, Bolivya gibi ülkeler ilk sırada yer alırken, ABD, Japonya, Avrupa Birliği ülkeleri orta sıralarda yer almaktadır (Watkins 2002: 26).

Ekonomik anlamda küreselleşme olgusu sermayenin gerek üretim faktörleri piyasalarını gerekse tüketim piyasalarını genişletme manevrası olarak algılandığında, ilk bakışta, gelişmiş merkezlerdeki pahalı üretim faktörleri piyasalarından kaçan sermayenin, görece daha ucuz üretim faktörlerine sahip olan geliştirmekte olan ekonomilere doğru kayacağı, böylece bu ekonomilere sermaye ve teknoloji akımı olacağı, istihdam ve dış ticaret sorunlarının çözülebileceği gibi bir görüntü oluşabilir. Ancak, sistemin işleyiş dinamikleri dikkatlice incelendiğinde, ulusal sınırların tam olarak kaldırılmamış olduğu durumlarda da, çok ileride ulusal sınırların tamamıyla kaldırıldığı ve tüm dünyanın tek bir ekonomi olarak çalıştığı durumlarda da, faktör

fiyatlarının eşitlenmesinden çok, kutuplaşma hipotezinin geçerli olacağı görüşüne ulaşılır. Bunun nedeni, sistemin işleyişinin ortaya koyacağı organik sonuçlar yanında, her koşulda merkez sermayenin oluşturacağı hukuksal düzenlemelerdir.

Küreselleşme olgusu farklı teknoloji ve verimlilik düzeyine sahip alanları birbirine açmaktadır. Bu durumda önce emek hareketine bakarsak, kaliteli ve nitelikli emek gelişmiş ülkelere doğru, kalitesiz ve niteliksiz emek ise az gelişmiş ülkelere doğru hareket edecektir. Söz konusu hareketlilik, gelişmiş ülkelerde faktör arzını arttırıyor olacağından, çok büyük bir olasılıkla, reel sermaye hareketlerinin hız kesmesine de neden olacaktır. Sonuçta, görece geri ekonomik alanlara yeterli sermaye gelmiyor olacağı gibi, kaliteli emek gelişmiş ülkelere çekilmiş olacağından, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde verim düşüşü ve maliyetlerde olumsuz gelişmeler görülecektir. Buna karşın, teknoloji yoğun gelişmiş ülke ekonomilerinde ise, artan emek arzı nedeniyle maliyetlerde önemli miktarda tasarruf sağlanmış olacaktır.

Sonuç olarak, az gelişmiş ülkelerin ekonomileri tek yönlü hammadde ve besin maddeleri ihraç eden ekonomiler haline gelmiştir. Bu ülkelerde yabancı sermayenin elde ettiği karlar tekrar bu ülkelerdeki yatırımlar için kullanılmamış, ana sermayelerin geldiği ülkelere dönmüştür. Bu karlar, modern iktisadi kalkınmanın gerçek dinamik etkeni olan herhangi bir büyük çaplı sanayi yatırımı için kullanılmamıştır. Az gelişmiş ülkelerin klasik kapitalist kalkınma yolunu izleyememelerinin temel nedeni budur (Gökdemir 1998: 30).

Gelişmekte olan bir ekonominin gerekli önlemleri almadan gelişmişler dünyasına katılmasının finansal alanda da olumsuz sonuçları ortaya çıkar. Bir yandan hazırlıksız ve denetimsiz dünya rekabetine açılan, diğer yandan da polarizasyonun olumsuz sonuçlarını yaşayan azgelişmiş ekonomiler yoğun kamu desteğine gereksinim gösterirler. Uluslararası sözleşmelerin elverdiği ölçüde vergi avantajları ve ucuz kamu kredisiyle işlerin sürdürülmeye çalışıldığı gelişmekte olan ekonomilerde büyük kamu açıkları ortaya çıkabilir. Söz konusu kamu açıkları da, ikinci aşamada, kısmen dış borçlara kısmen de iç borçlara yansır. Böylece yükselen faiz haddi hem kamu bütçesinin hem de ekonominin yükünü arttırırken, aynı anda



yatırımlar üzerinde de olumsuz bir etki yaratır. Denetlenmediği boyutta finansal hareketleri hızlandıran açık, ekonomileri dış şoklara aşırı duyarlı hale getirir ve ekonominin yönetimini güçleştirir. Diğer taraftan, yükselen kamu borçlarının faizler üzerindeki baskısını hafifletebilmek için reel kamu harcamalarında yapılan kısıntılar da sadece ekonomide gelir dağılımının hızla bozulmasına yol açmakla kalmaz, aynı zamanda temel kamu hizmetlerinin ve kamu alt yapı yatırımlarının aksatılmasına da neden olur. Kamu hizmetlerinin ve alt yapı yatırımlarının çökertilmesi maddi ve beşeri alt yapının eritilmesi anlamına gelir ki, bu durum ekonomideki genel verimlilik düzeyini olumsuz etkiler. Gelişmekte olan bir ekonominin polarizasyon etkisi altında gelişmişler kulübüne girmesinin olumsuz etkileri, sağlanacak yardımlarla giderilmeye çalışılabilir. Ancak bu noktada da, alınan yardımların cari açıkları kapatmaktan çok, ekonominin uzun dönemli atılımını gerçekleştirecek yatırımlara yönlendirilmesine dikkat edilmesi kaçınılmazdır (Akgüç 2002: 235).

### **2.1. Azgelişmiş Ülkelerin Küreselleşme Sürecine Katılma Nedenleri**

Bütün bu hususlara karşın gelişmekte olan ülkeler küreselleşme sürecine katılma çabası içindedirler. W.M. Corden yeni liberalizasyon olarak adlandırdığı gelişmekte olan ülkelerde son yıllardaki küreselleşme eğilimlerinin veya dışa dönük ekonomi politikaları uygulamalarının nedenlerini şu şekilde sıralamaktadır (Yiğidim 1999: 53):

- i) Para sistemindeki gelişmelerin sonucunda sabit döviz kuru uygulamasını terkeden ve/veya yüksek enflasyon yaşayan ve/veya ödemeler dengesi açık veren ülkelerin döviz kurunu ayarlaması ihtimali,
- ii) İthal ikameci sanayileşme modeli izleyen ülkelerin hammadde, ara ve yatırım malları ithalatına aşırı bağımlı kalması sonucunda arzu edilene ulaşamadığı veya büyümenin ve stratejinin sınırlarına ulaştığı görüşünün, özellikle 1980'li yılların başlarında ve bazı ülkeler (Şili, Arjantin, Uruguay, Türkiye gibi) için önceki yıllarda ortaya çıkan krizlerin de etkisiyle hızla yayılması,

- iii) Doğu Asya ülkelerinin özellikle Güney Kore'nin büyümedeki başarısı ile birlikte ihracata yönelik dışa dönük modelin ithal ikameci modelin gözlenen eksik yönlerine zıtlıklar içermesi,
- iv) Krizlerin ülkeleri değişiklik yapmaya hazır hale getirmesi,
- v) IMF ve Dünya Bankası'ndan finansal kaynak/yardım talep eden ülkelerin genelde, dış ticaretin liberalizasyonunu da içeren koşulları (şartlılık ilkesini) kabul etmek zorunda olması,
- vi) Yalnızca şartlılığın değil, aynı zamanda uygulayıcı ülkelerdeki iktisatçıların da IMF ve Dünya Bankası uzmanlarının empoze çabaları ve bu şekilde karar alma/uygulama mekanizmalarında yer alanların yeni gelişmeleri açıklamalarında yardımcı olacak inanişe sahip olmaları,
- vii) Özellikle Latin Amerika örneğinde olduğu gibi, artan sayıda ABD'de eğitim almış teknokratların karar alıcı/uygulayıcı konuma gelmeleri ve doğal olarak serbest piyasa yaklaşımlarına bazen aşırı bazen orta düzeyde yatkın olmalarıdır.

Özetle, yoksulluğun ve eşitsizliğin tek belirleyicisinin büyüme olduğu kabul edilirse, bu durumda küreselleşmenin öneminin ne olduğu sorusu ön plana çıkmaktadır. Bu sorunun cevabı doğru politika ve kurumsal koşullarda entegrasyonun büyümeyi desteklediği şeklindedir. Gerçekten de; küreselleşme, eşitsizlik ve fakirlik arasında bir bağ mevcuttur. Fakat bu ne yeni bir şeydir ne de eleştirildiği gibidir. Küreselleşme ülkeleri fakirleştirmez, aksine onların zengin olmalarına yardımcı olur. Fakat, küreselleşme tüm ülkeleri aynı ölçüde zenginleştirmez. Küreselleşme sonucunda; dünya genelinde gelir dengesizliği artmış ve büyümelerini gerçekleştiremeyen ülkelerde yoksulluk artarak devam etmiştir. Hızlı ekonomik büyümenin eşit bir şekilde yayılmamasının pek çok azgelişmiş ülkedeki nedeni; yetersiz politikalar, politikacılar ve kurumlardır. Zengin ülkeler, yoksul ülkeler daha da yoksullaştığı için zenginleşmemişlerdir. Bu ülkelerin eleştirilebilecek yönü, azgelişmiş ülkelerin çaresiz bir şekilde ihtiyaç duydukları yardım ve fırsatları sağlamalarında başarısız olmalarıdır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALLEŞME VE FİNANSAL KRİZ

#### 1. FİNANSAL LİBERALLEŞME

1980’li yıllardan itibaren gelişme belirtileri gösteren küreselleşme olgusu bir dizi değişim ve dönüşüm ile birlikte gerçekleşmiştir. Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi söz konusu olmuştur. Dünyada oluşmuş ve oluşmakta olan bu büyük sermayenin kısa vadeli karlar ve rantlar elde etmek için ülke ekonomilerine giriş ve çıkışları büyük dalgalanmalar meydana getirmektedir. Bu nedenle dünya ekonomilerinin küreselleşme ile tanıdığı başka bir olgu da kısa vadeli sermaye hareketlerinin anlık atak ve geri çekilmelerinden kaynaklanan finansal kaynaklı ekonomik krizlerdir. Dünya ekonomisi incelendiğinde ortalama her on dokuz aya bir kriz düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler, bu arada Türkiye, küresel sermaye giriş çıkışının yararları ile birlikte zararlarını da yaşamıştır. Bu konu üzerindeki çalışmaların önemli bir kısmı yaşanan krizlerden küreselleşmeyi ve dolayısıyla finansal piyasalarda gerçekleşen liberalleşmeyi sorumlu tutmaktadır.

Genellikle nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskıya son verilerek, faizlerin serbest piyasa koşullarında belirlenmesine olanak sağlayan finansal liberalleşmeye geçilmesi, 1980’lerden itibaren birçok gelişmekte olan ülkede uygulamaya konulan istikrar programlarının hemen hepsinin ayrılmaz bir parçası olmuştur.

#### 1.1. Neo-Klasik Dış Ticaret Teorisi

Neo-klasik teori, sermaye hareketlerinin serbestçe hareket edebilmesi ve önündeki engellerin kaldırılması durumunda, sermayenin bu hareketliliğinden hem gelişmiş ülkelerde yoğun olarak bulunan sermayenin, hem de iktisadi kalkınması için kaynak ihtiyacı duyan gelişmekte olan ülkelerin yararlanabileceğini ileri sürmektedir. Çünkü bu süreç, sermayenin marjinal verimliliğini dünya üzerinde eşitleyecek,

optimal kaynak dağılımını sağlayacak ve dünya refahını artıracaktır. Bu süreçte temel faktör çok uluslu firmalar olacaktır ve bu firmalar uluslararası yatırımlar yoluyla bunu gerçekleştirecektir (Kazgan 2000: 173).

Neo-klasik teori bu sürecin gerçekleşmesi bakımından bir takım varsayımları ortaya koymuştur. Bahsedilen sürecin işleyebilmesi için gerekli görülen varsayımlar şu şekilde özetlenebilir.

Firmalar ve yatırımcılar, giriş ve çıkışın sınırlı olmadığı bir piyasa içerisinde faaliyette bulunmaktadır. Piyasada işlem maliyeti yoktur. Dolayısıyla vergi söz konusu değildir ya da tüm yatırımcılar aynı oranlara tabidirler ve bu vergilerin piyasa üzerinde olumsuz etkisi yoktur. Fiyat hareketleri herhangi bir sınırlamaya tabi değildir. Piyasada yer alan işlemciler, piyasadaki fiyat üzerinde etki edemeyecek kadar küçüktürler. Piyasada, faizler piyasa koşulları tarafından belirlenir. Bilgiye ulaşmanın bir maliyeti yoktur ve dolayısıyla asimetrik bilgi söz konusu değildir. Firmalar, sermaye, işgücü ve mal piyasasında oligopol gücü olmadan faaliyette bulunmaktadır. Yatırımcılar, var olan tüm bilgileri kullanarak uzun dönemli düşünen ve rasyonel davranan ekonomik birimlerdir ve tam rekabet şartlarında çalışırlar. Hükümet ekonomi içerisinde yönlendirici değildir ve devlet bütçesi denktir. Hükümetin, ekonomi içerisindeki regülasyon ya da gözetme fonksiyonu arka plandadır. Piyasanın yapısı ve doğası, devlet faaliyetlerinden bağımsızdır (Aşıkoğlu 1995: 31, 32).

Neo-klasik teori bu şartlar altında, sermaye hareketliliğinin tüm ülkeler için faydalı olacağını ortaya koymaktadır. Ancak buradaki varsayımların tamamıyla gerçekleştirilmesi oldukça zordur. Dolayısıyla bu varsayımlara yaklaşılmaya çalışılması ve buna uygun politikalar izlenmesi oldukça önemlidir. 1980'li yıllarda birçok ülke tarafından uygulamaya konulan finansal liberalleşme politikaları, bu ülkelerin içinde bulunduğu durgunluğun ve buna bağlı olarak karlılığı düşen sermayenin yeni yatırım alanlarına ihtiyaç duymasının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

## 1.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

1980'li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir.

Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır. Bu politikalar McKinnon ve Shaw'ın öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır.

McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen finansal liberalleşme teorisine göre, finansal liberalleşmenin olmadığı bir piyasada hükümet, faiz tavanları, yüksek oranlarda rezervler ve selektif kredi politikaları ile sermaye piyasasının işleyişini engellemektedir. Böyle bir piyasada, hükümet senyoraj yoluyla gelirini artırabilmekte ve faiz politikası ile büyümeyi destekleyebilmektedir.

Bu bağlamda McKinnon-Shaw yaklaşımı, nominal faizler üzerindeki sınırlamanın kaldırılmasının ekonomik büyümeyi artıracak ve enflasyonu aşağı çekeceğini ileri sürerken, yapısalcı yaklaşım, tam tersine, mali liberalleşmenin ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını ve enflasyonu arttıracak diye sürmektedir (Nemli 1990: 51).

McKinnon ve Shaw böyle bir finansal sistemi, finansal baskı olarak adlandırmışlardır. Buradaki temel unsur, negatif reel faiz oranıdır. Finansal liberalleşme ile reel faiz oranlarındaki artış, tasarrufları artıracak bu da yatırımları ve nihai olarak büyümeyi artıracaktır. Faiz oranlarının yükseldiği finansal liberalleşme durumunda temel rol, finansal araçların yatırım ve tasarruf sahipleri arasındaki ilişkilerde daha fazla yer almasıdır. Bu sürecin gelişmesi, tasarruf sahiplerinin daha

fazla getiri sağlamasını ve finansal aracılara böylece ekonomide kullanılacak daha fazla kaynak tahsisine aracılık etmesini sağlayacaktır. Dolayısıyla yatırımda kullanılacak kaynakların artması, yatırımların artışı ve yatırım için kullanılacak fonların reel maliyetlerinin de azalması sonucunu doğuracaktır. Bu durumda yatırımların etkinliği artacaktır. Bankaların ölçek ekonomileri yoluyla, riskin dağıtılması, bilgi maliyetinin azaltılması ve borç vermede daha etkin çalışılması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla varlıklar üzerinden özellikle paradan sağlanan getiri, tasarruf oranı ve yatırımlar üzerinde pozitif bir etki yaratacaktır (Skorski 1996: 65-68).

Bu modele göre etkin bir finansal piyasada, tüketimi azaltma ve tasarrufları artırma kararı, talebi azaltmaktan değil, talep içindeki kalemler arasında bir değişiklik olmasından geçmektedir. Yani tüketim harcamasından yatırım harcamasına bir yönelme söz konusu olmaktadır.

Bütün bunlara karşın, yeni yapısalıcılar, finansal liberalleşmenin, resmi olmayan para piyasasının önemini azalttığını vurgulamaktadır. Resmi olmayan para piyasaları, para otoritelerinin herhangi bir kontrolüne tabi olmayan ve borç alan ile verenlerin serbestçe işlem yapabildikleri piyasalardır. Resmi piyasanın varlığında, kurumlar belirli bir rezerv miktarı şartıyla faaliyette bulunurlar. Dolayısıyla piyasaya daha az kaynak sağlanması söz konusudur. Yani toplam kaynakların ve kredi imkanlarının azalması durumu ortaya çıkacaktır. Bu bakımdan, finansal liberalleşme teorisinin ifade ettiği çıktı ve gelir artışı yaşanmayacak, tam tersine azalacaktır. Diğer bir eleştiri, finansal liberalleşme sonucu, finans ve reel sektör arasındaki ilişkide ortaya çıkabilecek sorunlar ve firmaların işletme sermayesinde ortaya çıkacak maliyet artışı ile ilgilidir. Finansal liberalleşme sonucu faizlerdeki bir artış, az gelişmiş ülkelerdeki firmaların, resmi olmayan para piyasalarından kaynak elde etmelerini zorlaştıracaktır. Faiz oranlarındaki artış, aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde arz bakımından bir sorun yaratacak ve çıktı miktarında bir azalmaya yol açacaktır. Toplam talepte, uyum sürecinde meydana gelecek düşme daha uzun vadeli olacak, işsizlik artacak, enflasyon yükselecek ve reel ücretler azalacaktır. Dolayısıyla uyum sürecinde, gelişmekte olan ülkelerin uygulayacakları sıkı para politikası, stagfasyonist bir ortamın doğmasına yol açabilecektir (Skorski 1996: 92-94).

Post-Keynesyen okulun eleştirisi ise, liberalleşme sonrası gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin çok daha kırılgan hale geldiği ve faizlerin artması ile birlikte, toplam talepte daha fazla tasarruf yapma eğilimi sonucu bir azalmanın olacağı konuları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Böyle bir durumda hem karlılık oranları hem de yatırımları azalması durumu ortaya çıkacaktır. Yani bu durum gelecek ile ilgili karamsarlık yaratacak ve sonuçta çarpan etkisi ile ekonomide yatırımların azalmasına yol açacaktır (Yülek 1998: 3).

Bu fikirlerden etkilenen birçok ülke 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikaları uygulamış ancak birkaç Güney Doğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları bekleneni verememekle kalmamış, uygulandığı ülkelerin birçoğunda finansal krizlere neden olmuştur. Türkiye’de mali liberalleşmenin etkileri konusunda yapılan ekonometrik çalışmalarda (Fry; 1980, 1988 ve Kural, 1989) McKinnon-Shaw yaklaşımını destekleyen açık sonuçlar elde edilmiştir (Nemli 1990: 61).

### **1.3. Gelişmekte Olan Ülkeler**

#### **1.3.1. Finansal Liberalleşmenin Etkileri**

Finansal liberalleşme kavramını iki şekilde algılamak gerekir. İlk olarak, bir ülkenin iç piyasasında, piyasa koşullarının işlemlerini sağlaması ve devletin finansal piyasalar üzerindeki doğrudan kontrollerinin kaldırılmasıdır. Finansal liberalleşmenin diğer anlamı ise, bir ülkenin kendi finansal piyasalarına yabancı sermayenin giriş ve çıkışı önündeki engelleri kaldırması ve uluslararası piyasalarla bütünleşmesidir.

Birçok gelişmekte olan ülke, finansal liberalleşme ile birlikte çeşitli ekonomik etkiler yaşadılar ve yaşamaya devam etmektedirler. Bu etkilerden ilki, faiz hadlerindeki artış olmuştur. Finansal baskı politikasının terk edilmesi ile birlikte negatif olan faiz hadleri yükselmiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye girişi ile birlikte kısa vadeli faiz oranları da azalmıştır. Finansal liberalleşme sürecinde birçok gelişmekte olan ülkenin borçları artış eğilimi göstermiştir (Adams vd. 1998: 11).

Finansal liberalleşmenin diğer bir etkisi finansal derinleşmeye yaptığı katkı olmuştur. Pozitif faiz haddi, finansal varlıkların getirisini arttırmakta ve dolayısıyla bu varlıkları reel varlıklara göre daha cazip hale getirmektedir. Ayrıca finansal sistemin ve araçların gelişmesi, finansal derinleşmeye olumlu katkıda bulunmaktadır. Finansal sistemin derinliği ölçülürken, uzun vadeli kredilerin varlığı ve miktarı ile, hisse senetleri piyasasının göreceli boyutu kullanılabilir göstergelerdir. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerin durumuna bakıldığında kısa vadeli hareketlerin ön plana çıktığı görülmektedir (Adams vd. 1998: 88).

Finansal liberalleşme ile ülkelerin menkul kıymetler piyasasının liberalleştirilmesi, o ülke hükümetinin yabancı yatırımlara menkul değerler piyasasında yatırım yapabilmesine izin vermesini ifade etmektedir. 1980'li yıllarda başlayan finansal liberalleşme akımı ile birlikte, menkul değerler piyasası da bu akımın içerisinde doğal olarak yer almıştır. Liberalleşme ile beklenen temel fayda, sermaye girişi ile birlikte firmaların sermayelerini, daha kolaylıkla arttırabilmeleri ve dolayısıyla özel yatırımların artışının sağlanmasıdır (Henry 2000: 302, 305).

Burada önemli olan nokta, menkul değerler piyasasının ekonomik büyüme içerisindeki rolü ve yatırımların finansmanına sağladığı katkıdır. Örneğin, işlem gören hisse senetlerinin GSMH'ya (Gayri Safi Milli Hasıla) oranı Almanya'da 2000 yılında % 18,7 iken, banka kredilerinin GSMH'ya oranı % 85,7 olarak gerçekleştirilmiştir. ABD'de aynı rakamlar sırasıyla % 34,3 ve % 65,2'dir. Gelişmekte olan ülkelerde menkul değerler piyasasının önemi daha azdır. Aynı oranlar sırasıyla, Meksika için % 6,2 ve % 12,9 olarak gerçekleştirilmiştir. Tayland için ise bu oranlar % 20,3 ve % 51,1'dir (The World Bank 2002: 78).

Menkul kıymetler piyasasının liberalleşmesinin ülkeler üzerindeki etkileri de farklı olmuştur. Latin Amerika ülkelerinde bu piyasanın çok fazla gelişmediği söylenebilir. Bir başka ifade ile, bu piyasaya yeni firmaların girmesi ve dolayısıyla yatırımlar için kaynak sağlanması durumu pek söz konusu olmamıştır. Fakat Asya ülkelerinde piyasaya yeni firmaların girişi oldukça hızlı bir biçimde gerçekleşmiştir (Adams vd. 1998: 90).



Dolayısıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bakımından bankacılık sektörü ön plana çıkmaktadır. Yani banka kredileri ekonomik faaliyetlerde temel niteliktedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde daha fazla önem kazanmaktadır.

Finansal liberalleşme ile ortaya çıkan diğer bir gelişme, daha fazla finansal hizmetin oluşması, rekabetin, yatırım ve tasarrufların buna bağlı olarak ekonomik büyümede bir artış meydana getirmesidir. Ancak gerek Latin Amerika gerekse Asya ülkelerinde yapılan çalışmalar, uzun vadeli krediler de fazla bir artış olmadığını buna karşılık, kısa vadeli kredilerde önemli bir artış olduğunu ortaya koymaktadır. Latin Amerika ülkelerinde, finansal liberalleşme sonucunda kısa dönem faiz hadlerinin yüksekliği, düşük tasarruf ve yatırım oranları, büyümedeki düşüklük gibi çeşitli ekonomik bozukluklar dikkati çekmektedir. Ancak Asya ülkelerinde tasarruf oranlarında önemli artışlar olmuştur. Örneğin, Tayvan'da toplam iç tasarruf oranının GSMH'ya oranı ortalama olarak 1981-88 döneminde % 33,6 olarak gerçekleşmiştir. Doğal olarak tasarruf oranındaki artış, finansal piyasaların büyümesine katkı sağlayacaktır. Finansal liberalleşmenin diğer bir etkisi, firmaların varlıklarının önemli bir kısmını finansal varlıklara yatırmalarına neden olmasıdır. Bir başka ifade ile faaliyet dışı kar oranları artmıştır. (Adams vd. 1998: 91, 94).

Gelişmekte olan ülkelerin, 1990'lı yıllarda yaşadıkları krizler ve bunların merkezinde yer alan bankacılık sektörü dikkate alındığında, ilk anda finansal liberalleşmenin bu sektörün sorunlarına çözüm bulamadığını söyleyebiliriz. Özellikle bu ülkelerde, uluslararası standartların uygulanmaması, sermaye yeterliliğindeki çeşitli sorunlar, yeterli denetimin ve yasaların olmaması ilk anda dikkati çeken konular arasında yer almaktadır.

### **1.3.2. Sermaye Girişleri ve Ekonomik Etkileri**

Sermaye girişindeki artış, finansal liberalleşme sürecini tamamlayan gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen ortak bir özelliktir. İktisadi kalkınma sürecinde, kaynak ihtiyacı duyan bu ülkeler için sermaye girişi oldukça önemlidir. Bu sermaye girişlerinin etkileri, rezervlerin artması, yatırımlar için yeni kaynakların sağlanması, para arzındaki artış, reel döviz kurundaki değerlenme, tüketimde artış

şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ancak bu etkiler ile hükümetlerin izledikleri politikalar arasında da bir uyumsuzluğun ortaya çıkması söz konusu olmaktadır. Fakat bu uyumsuzluğu gidermede, ulusal makro politikaların uygulanması da, uluslararası mali piyasalarla bütünleşen ülkelerde oldukça zor bir hale gelmektedir (Schadler 1994: 20). Sermaye girişi, aslında özel ya da kamu sektörünün belirli bir dönemde uluslararası borçlarındaki artışı ifade eder. Bir başka ifade ile ödemeler bilançosundaki hesabının fazla vermesi söz konusu olmaktadır (Calvo vd. 1994: 2)

Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının seyri ile ilgili olarak ön plana çıkan konulardan biri de 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin artan kısa vadeli borçlarıdır. Kısa vadeli borçlar içerisinde özel sektörün, özellikle finansal kurumların payı önemli miktarda artmıştır. Örneğin, Güneydoğu Asya krizinde özel sektörün uluslararası piyasalardan yaptıkları kısa vadeli borç miktarı temel sorunlardan biri olmuştur.

Bu konuda Dadush, Dasgupta, Ratha (2000: 55) tarafından yapılan 1986-1998 yıllarını ve 33 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmada, söz konusu ülkelerde olumsuz bir ekonomik gelişme olduğunda kısa vadeli borçlardaki azalmanın, pozitif bir ekonomik durumun varlığında bu ülkelere açılan kısa vadeli borç miktarına göre iki kat daha hızlı azaldığını ortaya koymaktadır. Bir başka ifade ile kısa vadeli yabancı sermaye olumsuz ekonomik gelişmelere daha hızlı bir biçimde tepki vermektedir. Dolayısıyla böyle bir durum gelişmekte olan ülkeler bakımından bir vade sorunun ortaya çıkmasına ve eğer sabit kur uygulaması da söz konusu ise kur riskinin de oluşmasına yol açmaktadır.

Burada önemli noktalardan bir diğeri, sermaye girişlerine yol açan nedenlerin neler olduğudur. Bu nedenler, uluslararası faiz oranlarındaki düşmeler ve ulusal faiz oranlarının artması, finansal alanda uygulanan liberalleşme politikaları, makro değişkenlerdeki ve bütçedeki durum olarak özetlenebilir (Calvo vd. 1994: 3, 4). Finansal baskının olduğu bir durumda, sermaye girişi durmakta ve eğer bir sınırlama yok ise dışarı sermaye çıkışı oluşmakta ve dolayısıyla bankaların kaynaklarında ve nihayet Merkez bankası rezervlerinde bir azalma ortaya çıkmaktadır. Gerçekten

1980’li dönemlerde sanayileşmiş ülkelerde yaşanan faiz düşüşü sermaye hareketlerinde belirleyici olmuştur.

Sermaye girişi, ulusal para arzında bir artışa yol açabilir. Yabancı sermaye, iç piyasada çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapabilir. Bu durumda firmalar ya da devlet sağladığı bu kaynak ile çeşitli yatırımlar yapabilir ve dolayısıyla harcama yapabilme imkanı elde eder. Yapılan harcamalar, ekonomide yeni bir gelir akımı doğurarak geliri arttırır ve bu şekilde ortaya çıkan para, yönünü bankacılık sisteminde bulur. Sonuçta hem yatırım hem de tüketim için yeni bir kaynak sağlanmış olur. Buradaki diğer alternatif, yabancı sermayenin doğrudan Bankacılık sektörü aracılığıyla ekonomi içerisinde yer almasıdır. Bankacılık sektörü doğrudan sağladığı bu kaynağı iç piyasada, fon ihtiyacı olanlara plase eder. Dolayısıyla ticari bankalar aracılığıyla ekonomide bir kredi genişlemesi ortaya çıkar. Böyle bir durumda merkez bankalarının izleyecekleri politikalar oldukça önemlidir. Bu politikalarda genellikle izlenen kur politikalarına bağlı olarak şekillenmektedir. Eğer izlenen sabit kur politikası ise, para otoritesine kuru devam ettirmek anlamında önemli görevler düşer. Bilindiği gibi sermaye girişi, para arzı üzerinde arttırıcı bir etki yaratır ve dolayısıyla sabit döviz kurunun sürdürülmesi oldukça zorlaşabilir. Bu durumda merkez bankası iç kredi miktarını daraltıcı çeşitli politikalar uygulayabilir. Ancak sermaye girişi, resmi kaynaklarca verilen resmi krediler ya da borçlar niteliğinde ise para arzında yukarıda açıklandığı gibi bir durum ortaya çıkmayacaktır. Eğer izlenen kur politikası, dalgalı kur niteliğinde ise para otoritesinin döviz kuru üzerinde doğrudan bir müdahalesi söz konusu olmayacaktır. Ancak genel olarak merkez bankasının para arzındaki artışı sınırlamak için iç kredi hacminde daraltıcı politikalar uygulanması, bankaların kredi hacmini daraltarak, küçük firmaların kredi sağlama imkanlarını önemli bir biçimde azaltacaktır (Sikorski 1996: 159-164).

Mevcut maliye ve para politikası araçlarına ek olarak bir takım alternatif politikaların uygulanmaya konulması seçeneği düşünülebilir. Bu politikalardan biri, kısa vadeli sermaye hareketlerinin vadelerini uzatmaya yöneliktir. Uygulanabilecek diğer bir politika ise, ülkenin dış ticaretini desteklemesi şeklinde olabilir. Sermaye girişi sonucunda, ulusal paranın değerlendirilmesi dış ticarete bir takım sorunlar yaratabilir. Bu dengesizliği gidermek amacıyla, ihracat sektörüne yönelik

sübvansiyon uygulanabilir ya da günümüzde çok da kolay olmamasına rağmen ithalat üzerine tarife konulabilir (Calvo vd. 1994: 21, 22).

Tüm bu önlemler aslında sermaye girişlerinin yaratacağı bir takım olumsuzlukları ortadan kaldırmak için uygulanır. Çünkü sermaye girişleri, ulusal paranın değerini arttırarak ihracat sektörünü olumsuz yönde etkileyebilir, cari işlemler açığını arttırabilir, para arzındaki artış dolayısıyla enflasyona yol açabilir ya da kısa vadeli sermaye hareketleri finansal sistemin krize girmesine yol açabilir. İşte bu kaygılardan dolayı çeşitli önlemlerin alınması söz konusu olmaktadır.

Bu etkiler ve önlemlerin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin sık sık karşılaştıkları finansal krizler ve kısa vadeli sermaye hareketleri de oldukça önemlidir. Sermaye hareketleri içerisinde kısa vadeli sermaye miktarının artması hem o ülke için finansal kriz riski yaşama bakımından oldukça önemlidir hem de uygulanacak çeşitli politikaların sınırlandırılmasına yol açmaktadır. Örneğin, merkez bankaları çok daha fazla kaynağı muhtemel bir sermaye çıkışını karşılayabilmek için tutmak zorunda kalmaktadırlar. Bu konu finansal krizler bölümünde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

## **1.4. Bankacılık Sektörü**

### **1.4.1. Rekabet ve Bankacılık Sektörü**

Bankacılık sektörünün bir ekonomi için oldukça büyük bir önemi vardır ve ekonomi içerisinde önemli fonksiyonlar yerine getirmektedir. Bir başka ifade ile 1980'li yıllarda başlayan finansal liberalleşme politikalarının bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkilerinin gözden geçirilmesi ve düzenlenmesi krizlerden sonra dikkati çeken önemli bir konu olmuştur.

Finansal sistem içerisinde, bankaların en kırılgan yapıya sahip kuruluşlar olması, bankalar ile ilgili bir takım düzenlemelerin yapılmasını gerekli kılmaktadır. Devletin oluşturduğu güvenlik ağı, sermaye yeterliliği, bankaların varlıkları ile ilgili çeşitli sınırlamalar, rekabet ile ilgili çeşitli düzenlemeler, bankacılık ve menkul

değerler endüstrilerinin birbirinden ayrılması gibi önlemlerin alınması söz konusu olmaktadır (Mishkin 1995: 296).

Özellikle bankacılık sektöründe asimetrik bilginin varlığı ve devlet tarafından güvenlik ağı uygulaması, bankacılık sektörünün denetimi gibi meseleler oldukça önemli niteliktedir.

Asimetrik bilginin varlığı bir takım sorunlar yaratabilir. Mevduat sahipleri, banka yöneticilerinin aldıkları riskler konusunda tam bilgi sahibi olmayabilir ya da ilgisiz kalabilirler. Mevduat sahiplerinin bankalarının varlıkları hakkında tam bilgiye sahip olmamaları ve sigorta uygulamasının bulunması da başta bankacılık sektörü olmak üzere tüm ekonomi üzerinde olumsuz etkiler doğurabilir. Devlet bankacılık sektöründe güveni tesis etmek ve banka paniklerinin yaşanmasını önlemek amacıyla güvenlik ağı oluşturmaktadır. Buradaki temel araç devletin mevduat sigortası uygulamasıdır (Mishkin 1995: 297). Bu uygulamanın temel amacı banka paniklerinin engellemesi, finansal sektörün istikrarının sağlanması, küçük yatırımcıların korunması ve küçük bankaların rekabet edebilmelerini sağlamaktır. Ancak bu uygulama bankaların daha fazla risk almalarına ve piyasa disiplinin bozulmasına yol açabilir (The World Bank 2002: 81). Ayrıca, mevduat sahipleri, banka iflas etse bile paralarını alabileceklerini bildikleri için, bankalar risk alsın bile paralarını bu bankalardan çekmemekte ve böylece bankalar üzerinde gerekli disiplinin oluşmasına katkı sağlamamaktadırlar.

Bankacılık sektöründeki önemli konulardan biri denetimdir. Denetim, bankaların performanslarını arttırıcı, piyasa disiplini iyileştiren bir etki yaratacaktır. Ancak burada önemli olan nokta, banka denetimleri ve bunları denetleyenlerin durumudur. Çünkü denetçilerin düşük ücretleri, bu alanda yolsuzluğa yol açabilmekte ve denetimden beklenen sonuç elde edilememektedir (The World Bank 2002: 80, 81).

Bilindiği gibi bankalar, kredi riski, ülke ve transfer riski, piyasa riski, faiz riski, likidite riski, faaliyet riski, yasal risk gibi birçok riske maruz kalmaktadırlar. Dolayısıyla bankaların gözetim ve denetimi bu anlamda oldukça büyük önem kazanmaktadır. Bu amaçla bankaların verdikleri kredilerin ve ilgili işlemlerin

bağımsız ve güvenilir prensiplere göre verilir verilmediği, bankaların faiz risklerini ne şekilde kontrol ettikleri, güçlü bir likidite yönetimine sahip olup olmadıkları, faaliyet riski bakımından bankaların etkin bir iç kontrol mekanizmasına sahip olup olmadıkları denetlenmelidir (Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi 1999: 100, 111).

Diğer bir yöntem, bankaların sermaye gerekliliğinde yapılacak artışlardır. Daha önce açıklandığı gibi, devletin güvelik ağı oluşturması sonucu oluşabilecek ahlaki tehlike problemi ve mevduat sahiplerinin bankalar hakkındaki bilgilerinin eksik olması ve bunun sonucunda gerekli disiplinin sağlanamaması bankaları riskli yatırımlar yapmaya yönlendirebilir. Bunu önlemek için bankaların, belirli oranlarda öz sermaye tutmaları sağlanarak, bankaların iflas etmeleri durumunda, banka sahiplerinin de önemli miktarda para kaybetmeleri ve bunun sonucunda bankaların daha az riskli alanlara yönlendirilmesi söz konusu olabilir. (Mishkin 1995: 301, 303)

Bankacılık sektörünün daha sağlıklı çalışmasını sağlamak için başvurulacak yollardan birisi de, bankaların mali yapılarının şeffaflaştırılması, bankalar hakkındaki bilgilerin açıklanması ve insanların bilgilendirilmesidir. Bankaların mali durumu, portföy durumu, risk ve varlık durumunun açıklanması ile hem hisse senedi sahiplerinin, kreditorlerin hem de mevduat sahiplerinin kararlarını daha rasyonel olarak almaları söz konusu olacak ve bu da bankaların risk altına girmelerini önleyici bir rol oynayacaktır (Mishkin 1995: 305).

#### **1.4.2. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Bankacılık Sektörü**

Gelişmekte olan piyasalarda ön plana çıkan gelişme, bu piyasalarda yabancı bankaların payının artması olmuştur. Yabancı bankaların başka piyasalara girmesinin nedenleri, piyasanın yüksek büyüme oranına ve geniş bir bankacılık piyasasına sahip olması olarak gösterilebilir. Bu piyasalarda var olan kar imkanlarından yararlanmak oldukça önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerin bu bankalardan beklediği yararlar ise, yabancı bankaların artıracığı rekabet ile piyasada etkinliği arttıracığı ve yeniliklerin uygulanmasına katkı sağlayacağı ve yabancı sermayenin girişini kolaylaştırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı şeklindedir. Diğer yandan, yabancı

bankaların sermayenin bu ülkelerden çıkışını kolaylaştırabileceği gibi çeşitli kaygılarda söz konusudur (The World Bank 2002:89,90).

Gelişmekte olan ülkelerde diğer bir özellik, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi finansal kurumların konsolidasyona gitmesidir. Konsolidasyon farklı amaçlarla yapılmaktadır. Fazla kapasiteyi ortadan kaldırmak, iflasları önlemek, ölçek ekonomilerinden yararlanmak, büyümenin daha hızlı gerçekleşmesini sağlamak, risklerin azaltılması, rekabetin azaltılması gibi nedenlerle bankacılık sektöründe birleşmeler söz konusu olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, bu nedenlerin yanı sıra bankaların krizlerde önemli bir etken olması dolayısıyla bankaların bu yolla mali güçlerini artırarak finansal krizleri önlemek amaçlanmaktadır. Ancak konsolidasyon ile ilgili sorun, bu sektörde istihdamda meydana gelen azalmadır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumları, özellikle işsizlik sorunu dikkate alındığında, konsolidasyonun bu açıdan önemli bir sorun doğurması söz konusu olabilir (Adams, Mathieson, Schinasi, Chadha 1998:120,125).

Özellikle finansal krizler sonrasında gelişmekte olan ülkelerin banka sayısında önemli değişimler yaşanmıştır. Tablo 1’de görüldüğü gibi, örneğin 1994’ten sonra Brezilya’da 100’den fazla banka konsolidasyon sürecinde yer almış ve yabancı bankaların piyasaya girişine izin verilmiştir. Kriz öncesi dönemde Malezya’da 24 banka faaliyet gösterirken, kriz sonrası dönemde bu bankalar birleştirilerek 6 banka şeklinde faaliyetlerine devam etmişlerdir. Finansal krizler yaşayan Asya ve Latin Amerika ülkelerinde banka sayısındaki azalmanın daha fazla olduğu görülmektedir.

## **2. FİNANSAL KRİZ**

### **2.1. Finansal Piyasalarda Var Olan Piyasa Başarısızlıkları**

Bir ekonominin sağlıklı işleyebilmesi, ekonominin büyümesi, yatırımlar için gerekli kaynakların sağlanabilmesi için güçlü bir finansal sistemin varlığı zorunludur. Özellikle bankaların, firmaların finansman ihtiyacını sağlayan temel kuruluşlar olması ve hisse senedi piyasasının payının oldukça küçük olması konuyu daha da önemli hale getirmektedir. Finansal piyasaların temel fonksiyonu, fon

ihtiyacı olanlar ile fon fazlası olanlar arasında aracılık yapması ve dolayısıyla ekonomik aktivitelerin işlemeleri için gerekli kaynağı sağlamasıdır. Ayrıca finansal kuruluşlar, işlem maliyetlerini azaltıcı etki doğururlar (Mishkin 1995: 195-200).

**Tablo 1: Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Banka Sayısı**

Ülke	Banka Sayısı (1994)	Banka Sayısı (2000)
Asya		
Kore Cumhuriyeti	30	13
Malezya	25	10
Filipin	41	27
Tayland	15	13
Latin Amerika		
Arjantin	206	113
Brezilya	245	193
Şili	37	29
Meksika	36	23
Venezuela	43	42
Orta Avrupa		
Çek Cumhuriyeti	55	42
Macaristan	40	39
Polonya	82	77
Türkiye	72	79

Kaynak : IMF, International Capital Markets, Development, Prospects and Key Policy Issues, 2001



Finansal piyasalarda var olan piyasa başarısızlıkları yukarıda ifade edilen işlevlerin yerine getirilmesini ve sistemin çalışmasını önleyebilir. Piyasa başarısızlıkları tüm ekonomiyi etkileyici çeşitli sorunlar doğurabilir.

### **2.1.1. Asimetrik Bilgi**

Piyasa içerisinde yer alan yatırımcıların aynı bilgiye sahip olmamaları bir eşitsizlik yaratacaktır. Örneğin, bir borçlu aldığı fonu yatıracığı kaynağın sağlayacağı getiriye borcu verenden daha iyi bilmektedir. Bu durum asimetrik bilgi olarak adlandırılır (Mishkin 1995: 35). Böyle bir durum üç sorun yaratır. Ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve sürü davranışı (herding behaviour) (IMF 1998: 13).

Farklı bilgi sahibi olmak aynı zamanda iç piyasa oyuncularını ile yabancı yatırımcılar bakımından da farklı sonuçlar doğuracaktır. Ekonomide olumsuz bir şokun varlığı halinde, iç yatırımcıların daha önce reaksiyon vermesi ve buna göre pozisyon alması söz konusu olmaktadır. Fakat bilgi bakımından bir farklılığın olmaması durumunda hem yerli hem de yabancı yatırımcı benzer şekilde davranmakta ve zaman farkı olmadan fonlarını yönlendirebilmektedir. Asimetrik bilginin varlığında ise, yabancı yatırımcılar daha geç tepki vermektedir (Upper 1999: 10).

Asimetrik bilgi yukarıda açıklandığı gibi sadece iç piyasada değil uluslararası piyasada da ortaya çıkabilir. Çünkü uluslararası piyasalarda kredi verenlerin verdikleri kredileri geri almada daha güvenli olmaları ahlaki tehlikenin oluşmasına yol açabilir. Kredilerin devlet güvencesi altında olduğu bir ortamda kriz öncesi dönemlerde açılan kredi miktarlarında bir artış ortaya çıkmaktadır.

### **2.1.2. Ters Seçim**

Ters seçim, borç verme işlemi olmadan önce, borç veren kişinin borç verdiği kişi yada kurum hakkında tam bilgi sahip olmaması, borçlunun fonu hangi alana yatıracığı konusunda eksik bilgi sahibi olması durumunda ortaya çıkar. Böyle bir durumda, daha fazla risk üstlenenler, kredi alma konusunda en istekli olanlardır.

Piyasa içerisindeki yüksek nitelikli firmalar, eksik bilgi dolayısıyla piyasa değerlerinin altında fiyatlarla borçlanacaklar ve bu da bu firmaların daha az hisse senedi çıkarmalarına yol açacaktır (IMF 1998: 13). Dolayısıyla bilgi eksikliği, yatırımcıların fonlarını yönlendirirken, yatırım yapılan yerin güvenli olup olmadığı konusunda doğru karar vermelerini önlemektedir.

Örneğin faiz hadlerinin reel olarak artması yada finansal piyasalarda var olan belirsizliğin artması yukarıda ifade edilen sorunun artmasına yol açabilir. Faiz oranlarının yükseldiği bir durumda, kredilerin daha riskli yatırımlara gitme olasılığı artacak ve bu durum düşük riskli yatırımlar yerine yüksek riskli yatırımların finansmanına imkan tanıyacak ve tersine seçim sorununu ağırlaştıracaktır (Gür 1999: 29, 30).

### **2.1.3. Ahlaki Tehlike**

Asimetrik bilginin yarattığı diğer sorun ise, işlem yapıldıktan sonra ortaya çıkan ve borç alanın aldığı fonu istenmeyen biçimde kullanarak risk yaratması şeklinde tanımlanabilecek olan ahlaki tehlikedir. Burada borçlu, aldığı fonu getirisi yüksek ancak riskli yatırımlara yatırdığında iki muhtemel sonuç ortaya çıkar. Bunlardan ilki, projenin başarılı olması ve önemli bir getiri sağlamasıdır. İkinci durum ise, projenin başarısız olması ve borç verenin çok büyük bir kayba uğramış olmasıdır. Böyle bir ortamda borç verenler, borç verme konusunda çekingen davranacak ve bu da sonuçta yatırımlar için gerekli olan fonun sağlanmasında oldukça önemli sıkıntılar doğuracaktır (IMF 1998: 13).

### **2.1.4. Sürü Davranışı**

Asimetrik bilginin yarattığı diğer bir durum ise, borç verenlerin birlikte hareket etme eğiliminde olmalarıdır. Yani bir kısım yatırımcının daha iyi bilgi sahibi olduklarını düşündükleri yatırımcı ya da yatırımcılar izleyerek hareket etmeleri söz konusu olmaktadır. Böyle bir durum piyasada ani hareketleri ve dalgalanmaları beraberinde getirmektedir. Sürü halindeki davranış, aynı zamanda paraları yöneten düşük nitelikli yöneticilerin, daha iyi bilgi sahibi olduğunu düşündükleri yöneticilerin davranışlarını takip etmeleri sonucunu da ortaya çıkarabilir. Bu tür

davranışlar, ekonomik değişkenlerle, açıklanamayan dalgalanmalara da temel oluşturabilmektedir (IMF 1998: 14).

Asimetrik bilginin yarattığı etkileri somut bir olayda açıklayabiliriz. 1994 yılında Meksika’da yaşanan ve pesonun dolara bağlanması şeklinde uygulamanın sona ermesine yol açan finansal kriz ile ilgili yapılan araştırmada, asimetrik bilginin yerli yatırımcılar ile yabancı yatırımcıların farklı davranmalarına yol açtığı ortaya konulmuştur. Bu çalışmada, pesonun devalüe edilmesine yerli üreticilerin daha önceden tepki gösterdiklerini ve varlıklarını ABD dolarına çevirdikleri, buna karşılık yabancı yatırımcıların daha geç tepki gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca krizin nedeni olarak, spekülâtif sermaye hareketlerinden ziyade Meksika vatandaşlarının davranışları gösterilmektedir. Bu somut olayın dışında asimetrik bilgi, yabancı sermaye yatırımlarının toplam sermaye stoku içerisindeki payının azalmasına ve buna bağlı olarak tüketicilerin dalgalanmalara karşı kendilerini korumak için tüketim harcamalarını azaltmalarına ve bunun sonucunda bir takım reel etkilerin oluşmasına yol açması söz konusu olabilmektedir (Upper 1999: 18, 19, 27).

Karşılaşılan bu piyasa başarısızlıklarını ortadan kaldırmanın yada en azından etkilerini azaltmanın en iyi yolu, borç verecek kişilere, borç isteyen kişilerin yada firmaların durumları hakkında detaylı bilgi sağlamak ve asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaktır. Bu bilgiler, bu alanda faaliyet gösteren ve uzmanlaşmış kurumlar aracılığıyla sağlanabilir. Ancak bedavacılık sorununun yani bilgi edinmek için herhangi bir maliyete katlanmadan hareket edenlerin varlığı, sorunu çözmeyi zorlaştırabilir. Çünkü belirli bir maliyete katlanıp sağlanan bilgi sonucunda daha düşük fiyattan alınabilecek menkul kıymetlerin değeri artabilir ve karlılık azalabilir. Dolayısıyla ters seçim ve bedavacılık sorununu çözmek konusunda devlet bilgi sağlayarak katkıda bulunabilir. Ya da devlet, firmaların mali durumları hakkında doğru bilgileri açıklamalarını sağlayıcı düzenlemeler yapabilir. Aynı şekilde ahlaki tehlike problemini çözmek için, kısıtlayıcı bir takım sözleşmeler yapılabilir yada borç verenlere daha fazla bilgi sağlanması söz konusu olabilir (Mishkin 1995: 204-208-210).

## 2.2. Finansal Krizler

Günümüz finansal krizleri, finansal liberalleşme politikaları çerçevesinde uluslararası finans alanında yaşanan bütünleşme sonucunda gelişmekte olan ülkelerin kendi iç dinamiklerinden ziyade uluslararası sermaye hareketlerine bağlı olarak yaşadıkları krizleri ifade etmektedir. Spekülatif sermaye hareketlerinin önem kazandığı bir dönemde, gelişmekte olan ülkeler, ekonomileri üzerinde oldukça yıkıcı etkileri olan finansal krizleri yaşamaya başladılar. Örneğin, Şili gibi bazı ülkeler spekülatif sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz sonuçlardan kaçınmak için, bu hareketleri önleyici çeşitli politikalar uygulamaya koydular.

### 2.2.1. Finansal Krizin Tanımı ve Türleri

Finansal liberalleşme politikaları ile birlikte, finansal krizler gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu haline gelmiştir. 1990'lı yıllar ile birlikte 1994 yılında Meksika'da, 1997'de Asya'da, 2000-2001 yıllarında Türkiye'de yaşanan finansal krizler sadece krizleri yaşayan bu ülke ekonomilerine değil diğer ülke ekonomileri üzerinde de önemli etkilerde bulunmuştur.

Sayılgan (2001), belirtilen bu finansal krizlerin ortak noktalarını şu şekilde sıralamaktadır.

Bütün ülkeler;

\* Finansal serbestleşme sürecine katılmış ve küreselleşme sürecine adapte olmaya karar vermiştir.

\* Söz konusu yıllardaki krizlere girerken döviz kurunun sabitlenmesine dayalı bir politika izlenmiştir.

\* Yabancı tasarrufçuların yerel piyasaları terk etmesi nedeniyle döviz krizine girilmiştir.

\* Kriz sonrasında döviz kurlarını dalgalanmaya bırakırken, sıkı para ve maliye politikalarına ağırlık verilmiştir.

\* Enflasyonla mücadeleye devam etmiş, enflasyon hedeflemesine dayalı bir para politikasını devreye sokmuştur.

Mishkin (1995: 215) finansal krizin tanımını şu şekilde yapmaktadır:

*“Finansal krizler, finansal sistemde bozulmalar olduğunda ortaya çıkar. Bu durum, finansal piyasaların fonları tasarruf sahibinden yatırımcıya ulaştırmasını önleyen ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini artırmaktadır. Finansal piyasaların, bu şekilde olması sonucunda, ekonomik aktiviteler keskin biçimde daralmaktadır.”*

Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik altyapılarını tam olarak hazırlamadan uygulamaya koydukları finansal liberalleşme politikaları, bu ülkelerin ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerinin bir takım olumsuz etkilerine maruz kalmalarına yol açmıştır. Buradaki temel sonuç finansal krizlerdir. Bu krizler para krizi, bankacılık krizi, dış borç krizi şeklinde ayrıma tabi tutulabilir.

#### **2.2.1.1. Para Krizi**

Para krizinde temel faktör, yatırımcıların ellerinde tuttıkları paraların değer kaybetmesi korkusu ile bir paradan uzaklaşmaları ve genellikle bunun sonucunda oluşan fon hareketlerinin devalüasyon için bir baskı yaratıyor olmasıdır (Krugman 2000: 1). Para krizi sadece sabit döviz kuru için değil aynı zamanda belirli bir banta göre hareket eden kurlarda da ortaya çıkabilir (Özer 1999: 30).

Para krizi ile ilgili temelde iki tane yaklaşım vardır. Bunlardan birincisi, durumu mekanik bir olay olarak gören yani spekülâtif hareketler sonucu merkez bankalarının rezervlerinin önemli ölçüde azalması ve kurda zorunlu olarak ayarlama yapılmasını öngören yaklaşımdır. Günümüzde üzerinde durulan ikinci yaklaşıma göre ise sorun makro ekonomik problemlerden kaynaklanmaktadır (Krugman 2000: 2). Yani merkez bankasının iç kredi genişlemesi politikası ile sabitlenmiş döviz kuru arasında dengesizliğin artması, bütçe açıklarının para basarak finansmanı, dış ticaret açığını artırıcı sabit döviz kuru gibi uygulamalar, ülke parasına yönelik spekülâtif hareketler para krizine yol açmaktadır (Özer 1999: 30).

Mulder (2002: 9), para krizlerinin oluşmasında likiditenin önemi üzerinde durmaktadır. Bu bakımdan merkez bankalarının rezervleri oldukça büyük bir önem kazanmaktadır. Bir ülkenin kısa vadeli borçlarının yüksekliği olumsuz bir ekonomik ya da siyasal sürecin sonunda yabancı yatırımcıların risk almak istememeleri, ülkeden sermaye çıkışının hızlanmasına yol açabilir. Böyle bir durum likidite sorunu doğurarak kurun sürdürülmesini zorlaştırabilir.

Tuncer (2001: 47, 48), para krizlerinde cari işlemler açığının, ulusal paranın reel olarak değerinde meydana gelen artışın ve kamu kesimi açıklarının önemli göstergeler olduğunu ifade etmektedir.

Para krizinde, hükümetin kuru devam ettirme konusundaki kararlılığı da oldukça önemlidir. Kurun devamının sağlanması için faiz oranları artırılabilir fakat bunun yaratacağı maliyet büyük olabilir. Bu durumda kurun dalgalanmaya bırakılması seçeneği düşünülebilir. Para krizi ile ilgili diğer bir önemli konu da, krizin yayılması ihtimalinin varlığıdır. Asimetrik olarak bilgilenen yatırımcıların kendinden öncekileri izleyerek hareket etmesi söz konusu olabilir. Ayrıca para krizi yaşayan bir ülkedeki gelişmelerin benzer makro ekonomik koşulları taşıyan ülkelere spekülasyon hareketlerinin oluşmasına yol açarak istenmeyen sonuçların olmasına neden olabilir (Drazen 2000 48, 50, 51).

### **2.2.1.2. Bankacılık Krizi**

Bankacılık krizi, piyasada bulunan bazı bankaların başarısız olması ve yükümlülüklerini yerine getirememesi ve bunun sonucunda oluşan banka panikleri şeklinde tanımlanabilir. Bu krize, çeşitli etkenler yol açabilir. Örneğin, mevduat sahiplerinin büyük oranlarda mevduatlarını bankalardan çekmeleri, bankaların kötü yönetimi ve risk altında faaliyetlerine devam etmeleri, varlık yönetimi ve borçlarındaki bozulmalar bankacılık krizinin oluşmasına yol açabilir (Özer 1999: 33). Bankacılık sektöründe ortaya çıkacak bu kriz, bir başka ifade ile yatırımlar için kaynak sağlayan ve bir bakıma ekonomik büyümenin ve ekonomik aktivitelerin temelini oluşturan bankaların piyasadaki elenmeleri sadece sektörü değil yatırımları ve tüm ekonomiyi olumsuz yönde etkileyecektir. Dolayısıyla sağlam bir yapıya sahip bir bankacılık sektörü oldukça önemlidir (Mishkin 1995: 217).

Bankacılık alanında yaşanan bu krizlerde, bankaların yeterli denetime tabi olmaması, mali durumlarının şeffaf olmaması, gereğinden fazla risk üstlenilmesi, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi çeşitli piyasa başarısızlıklarının önemli rolü vardır.

### **2.2.1.3. Ödemeler Dengesi Krizi**

Ödemeler dengesi krizleri de ülkelerin dış ödemelerini yapamamaları yada zorlanmaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Diğer kriz türlerinde olduğu gibi burada da finansal piyasaların küreselleşmesinin büyük bir etkisi vardır. Buna 1980'li yıllarda yaşanan borç krizi örnek olarak verilebilir. Bu örneğe bakıldığı zaman global ekonomide yaşanan daralmalar şeklinde oluşan dış şokların yanı sıra, o dönemde hızlı biçimde akan yabancı sermayenin arkasına gizlenen makro ekonomideki bozulmalar, Meksika ile başlayan ve bir çok ülkeye yansıyan dış ödeme güçlükleri yaratmıştır (IMF 1999: 5).

### **2.2.2. Finansal Kriz Modelleri**

Finansal krizler ile ilgili çeşitli teoriler ve görüşler vardır. Bunlardan ilki Krugman'ın öncülük ettiği ve para krizlerini açıklamaya yönelik oluşturulan teoridir. Sabit döviz kuru geçerli iken, iç kredi hacminin para talebinden daha fazla artması, ulusal rezervlerin azalmasına yol açar. Bir başka ifade ile, ekonomideki temel değişkenler arasındaki bozukluk, rezervlerin önemli biçimde azalmasına yol açar. Bunun etkisi de sürdürülmesi hedeflenen döviz kurunun sürdürülmesinin imkansız hale gelmesi ve devalüasyondur (Drazen 2000: 48). Kriz öncesi göstergeler, kriz öncesi dönemde uluslararası rezervlerin hızlı ve ani biçimde değil fakat sürekli azalması, devletin borç yükünün artması, iç kredi hacminin genişlemesi, spekülasyon hareketlerinin başlaması şeklinde ifade edilebilir (Özer 1999: 56, 57).

Krugman'ın bu modelinde, politikacıların kuru devam ettirme konusundaki kararlılıklarını da dikkate almaktadır. Genellikle politikacılar, rezervler belirli bir noktaya indikten sonra kuru dalgalanmasına izin vermektedirler. Yani politikacılar pasiftir ve dolayısıyla dış ve iç genişlemelere karşı tepki vermede ve kuru koruma bakımından kararlı adımlar atma konusunda pasif kalabilirler. Dolayısıyla kuru devam ettirme konusundaki kararlılık ekonomi içerisinde oldukça önemlidir. Aksi bir

durum spekülâtif hareketlerin başlamasına zemin oluşturabilir (Drazen 2000: 48). Devletin bu yönde kararlılığının olmaması, yatırımcılar üzerinde psikolojik bir etki yaratacaktır. Bu konudaki olumsuz bir görüş, devletin daha fazla faiz ödeyerek borçlanması sonucunu doğuracaktır. Çünkü fon sahiplerini durumlarını devalüasyon beklentisine göre belirleyeceklerdir.

Kriz modellerinden bir başkası da bulaşıcı kriz modelleridir. Buradaki temel nokta, kapitalist sisteme uyum sürecinde, finansal liberalleşme politikaları uygulayan ve spekülâtif sermaye hareketlerine maruz kalan gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları finansal krizlerin diğer ülkeleri etkilemesidir (Toprak 2001: 98). Gerçekten 1990'lı yıllarda yaşanan Latin Amerika ve Asya krizi bulaşıcı nitelikte olan krizlerdir. Özellikle birbirleri ile güçlü ticaret bağları olan ülkeler arasında bu tür krizlerin olumsuz etkilerinin daha fazla olması söz konusu olmaktadır. Yada krizler belirli bir bölgede yoğun olumsuz etkiler yaratabilir.

Krizlerin bulaşma kanallarından biri, ülkelerden birinin döviz kuruna yönelik spekülâtif bir saldırının devalüasyona yol açması ve o ülkenin parasının değerinin düşmesi ve bunun sonucunda iki ülke arasında bir ticaret açığının oluşmasıdır. Bu açık merkez bankası rezervleri üzerinde olumsuz etki yaratacak derecede büyük olursa, spekülâtif hareketlere bağlı olarak krizin bu ülkeye de yansması da söz konusu olabilir (Özer 1999: 73, 74).

Finansal krizler ile ilgili olarak Dornbush (2001: 56), krizleri eski ve yeni tip krizler olarak ikiye ayırmaktadır. Eski tip krizlerde, kamu harcamalarındaki hızlı artış ve cari açık sonucunda ortaya çıkan bir devalüasyon söz konusudur. Yeni tip krizlerde ise gerek kamu sektörünün gerekse özel sektörün bilançolarında var olan dengesizlikler, ekonomideki şüpheleri artırarak ülkeden sermaye çıkışına yol açarak krizlerin oluşmasına yol açmakta ve yarattığı maliyetlerde daha ağır olmaktadır.

Krizler ile ilgili olarak Dadush, Dasgupta ve Ratha (2000: 54) ise gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yıllarda kısa vadeli borçlarının sahip oldukları rezervlerin çok üzerinde olduğunu ve bu durumun önemli bir risk yarattığı görüşü üzerinde durmaktadırlar.



Benzer bir yaklaşımla Keller, Rosenberg, Roubini ve Setser (2002: 15) finansal krizlerin oluşmasında kamu ve özel sektörün bilançolarındaki dengesizliklerin ve zayıflıkların önemli bir etken olduğu üzerinde durmaktadır. Özellikle merkez bankasının, kamu kesiminin, özel sektörde bankacılık kesiminin durumları oldukça önemli hale gelmektedir. Çünkü bunlardan birinde var olacak bir olumsuzluk diğerlerini de etkileyebilecek bir durum yaratabilir.

Finansal krizler ile ilgili diğer bir yaklaşım ise konuyu iki bakımdan ele almaktadır. Finansal zayıflık yaklaşımı ve parasal yaklaşım.

Finansal zayıflık yaklaşımı şu şekilde özetlenebilir; ekonomide ve siyasi yapıda var olan olumlu durum, ekonomik aktörlerin iyimser olmalarına ve kararlarını bu yönde almalarına yol açar. Ekonomideki olumlu gidişat, yatırımların artmasına ve artan talebe bağlı olarak nihai ürünlerin fiyatlarının yükselmesine, borçlanma imkanlarının artmasına yol açar. Enflasyon ile birlikte borçlarının reel değeri azalanlar, daha fazla borçlanırlar. Bu durum bir vade sorunu yaratır. Bir başka ifade ile artan faizler ile birlikte vadesi gelen borçlar daha yüksek miktarda kısa vadeli borçlarla karşılanır. Piyasadaki bazı firmalar bu durumda likidite sorunu yaşarlar. Durumun piyasa oyuncuları tarafından fark edilmesi, herkesin likitlerini aktif hale getirmelerine ve bankalarında kredi arzında bir daralmaya gitmeleri sonucunu doğurarak sistematik bir krizin oluşmasına yol açar ve tüm ekonomiyi etkiler (Alp 2000: 265, 266).

Parasal yaklaşım ise bankacılık krizinden ve banka paniklerinden yola çıkmaktadır. Piyasadaki bazı bankaların mali yapılarının bozulması, mevduat sahiplerinin paralarını bankalardan çekmelerine ve sonuçta tüm ekonomiyi etkileyecek finansal krizin oluşmasına yol açabilir. Bankaların ödedikleri mevduatların miktarlarının büyümesi bankaların işlevlerini yerine getirmelerini önleyecektir. Örneğin, kredi arzı daralacak, firmaların ihtiyacı olan fonlar yeterli düzeyde sağlanamayacak yada yüksek maliyetlerde sağlanabilecektir. Dolayısıyla bankacılık sektöründen başlayıp tüm ekonomiyi etkileyecek finansal krizler oluşacaktır (Alp 2000: 266). Özellikle bankacılık sektöründe oluşacak bir krizi önlemek amacıyla çeşitli önlemlerin alınması gerekir. Bu önlemlerin başında sigorta

uygulanması gelmektedir. Ayrıca bu sektörde var olan kriz riskini ortadan kaldırmak için denetimin çok özenli biçimde yapılması da gerekmektedir.

### **2.2.3. Finansal Krizin Öncü Göstergeleri**

Finansal piyasaların hızlı biçimde entegrasyonu nedeniyle, sermaye hareketliliğinin ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin hız kazandığı ve ülkelerin ulusal ekonomi politikalarını tek taraflı olarak uygulayamadıkları bir uluslararası ekonomik sistemde finansal krizlerin önceden belirlenebilmeleri oldukça zor hale gelmiştir.

Dornbush (2001: 58), yerli paranın % 25'in üzerinde reel olarak değerinin artmasının ve cari işlem açıklarının GSYİH'nın (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) % 4'ünü aşması durumunda finansal bir krizin oluşması bakımından oldukça riskli bir durumun olduğunu ve bu rakamların önemli göstergeler olduğunu ifade etmektedir.

Para krizi belirlenirken öncü göstergeler olarak, reel döviz kurundaki aşırı yükselmeler, iç kredi hacmindeki hızlı artış, kamu sektörü borçlanmasının artışı, enflasyon oranındaki artış, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki azalış, faiz oranlarındaki değişimler, dış ticaret açığının artması, reel GSMH'daki azalış dikkate alınabilir. Bankacılık krizinde ise, kısa dönem sermaye hareketlerindeki hızlı artışlar, iç kredi hacminin hızlı biçimde artışı, reel faaliyetlerdeki azalmalar, hisse senedi ve diğer varlık fiyatlarındaki azalmalar öncü göstergeler olarak ele alınabilir (Adams vd. 1998: 173, 174).

Eğer mali sorunlar ön plana çıkıyorsa, bütçe açıkları, kamu cari harcamaları, kamu kesimine açılan krediler temel göstergeler olarak değerlendirilebilir. Ya da finans sektörünün sorunları ve zayıf mali yapısı ön plana çıkıyor ise, bankacılık sisteminin kısa vadeli borçları, özel sektör kredi artış oranı, faiz durumu gibi değişkenler temel göstergeler olarak değerlendirilebilir. Ya da sorun dış ticaretten kaynaklanıyor ise cari hesap açıkları, reel döviz kuru, dış ticaret hadlerinde değişimler dikkate alınabilir (Özer 1999: 48). Böylece ekonominin sorunları, bölümleri ve bunlarla ilgili göstergeler dikkate alınarak krizin önceden belirlenmesi,

kriz öncesi ve sonrası uygulanacak politika ve önlemlerin belirlenmesi kolaylaşacaktır.

Finansal krizler ile ilgili ön plana çıkan konulardan biri de, sermaye çıkışlarıdır. Yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkelerin makro ekonomik durumlarına ve yapısal sorunlarına bakarak yatırımlarını o ülkeden çıkarma kararı vermektedirler. Dolayısıyla yabancı sermayenin çıkışına yol açan nedenler de oldukça önemlidir. Bu konuda Latin Amerika ve Türkiye'ye bakıldığı zaman sorunun kamu sektörü, Asya krizinde ise temel sorunun özel sektörden kaynaklandığı ifade edilmektedir (IMF 2002: 3-4).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN FİNANSAL KRİZ DENEYİMLERİ

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin yaşamış oldukları ikiz krizlerde, bir dönemden diğerine net sermaye girişinden net sermaye çıkışına beklenmedik ve önemli büyüklükte kaymalar gözlenmektedir. Söz konusu krizlerde, bir ekonomiye geniş çaplı sermaye girişi olurken, bu sermaye girişi durmakta ve ülke, birikmiş kredilerin geri ödenmesi yönünde ani bir taleple karşı karşıya kalmaktadır. Bu ani ve keskin geri dönüş, krediler geri ödenemediği veya en azından geri ödeyememe durumunun eşğine gelindiği için, finansal sıkıntılara yol açmaktadır. Sermaye girişlerinin geri dönüşü; geri ödeyememe, borçların yeniden yapılandırılması ya da geçmiş kredilerin geri ödenmesini finanse etmek amacıyla bir kreditörün yeni bir kredi sağlaması gibi sonuçlar doğurabilmektedir (Radalet vd. 1998: 4). Bu deneyimlerde finansal sermaye akımlarında beklenmeyen ani geri dönüşler sonrasında, büyük ekonomik daralmalar görülmektedir.

Gerçekten de gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler, daha önceki tipik para ve bankacılık krizlerinin çoğu belirtilerini paylaşmaktadır. Bu ortak belirtiler arasında en önemlileri; geniş sermaye girişleri, aktif fiyatlarında ve kredilerde görülen genişlemeler, yerli paranın aşırı değerlenmesi ve geniş cari işlem açıklarıdır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin paylaşmadığı özellikler genellikle krizin ortaya çıkışını izleyen dönemde göze çarpmaktadır. Avrupa'da para ve bankacılık krizleri ile başa çıkmak için kurtarma paketleri gerekmemiştir. Oysa Meksika ve Asya krizleri, eşi görülmemiş büyüklükte kurtarma paketlerine eşlik etmiştir. Söz konusu kurtarma paketlerine rağmen, Meksika ve Asya ülkeleri, büyük çıktı kayıplarına maruz kalmışlardır.

Üstelik kısa vadeli borç finansmanının yüksek olduğu durumlarda hükümetin ve özel kesimin kısa vadede mevcut borçlarını geri ödemesi istenmektedir. Geniş ölçekli kurtarma paketleri bile bu sıkıntının sadece bir kısmını karşılayabilmektedir. Sermaye girişlerindeki bu ani geri dönüş yada negatif sallantının tahrip edici etkileri

vardır. Geniş cari işlem açıkları, eğer kısa vadeli borç ile finanse edilmişse özellikle tehlikelidir. Sermaye girişinin yavaşlaması veya geri dönüşü, ülkeyi geri ödeyememe durumuna düşürebilir ya da mevcut sermaye stokunun verimliliğini büyük oranda azaltabilir(Calvo vd. 2000: 176).

Gelişmekte olan ülkeler genellikle, yüksek derecede serbestleşmiş bankacılık işlemlerine ilişkin gerekli düzenleyici ve yasal altyapıdan yoksundur. Ayrıca bu ülkeler, mevduat sahiplerinin ani güven kayıplarını durdurmak için kullanabileceği en son kredi mercii kapasitesine sahip değildir. Bu yüzden özellikle yerli bankacılık sisteminin aracılık ettiği kısa vadeli sermaye akımları önemli tehlikeler yaratabilmektedir (Radalet vd. 1998: 17)

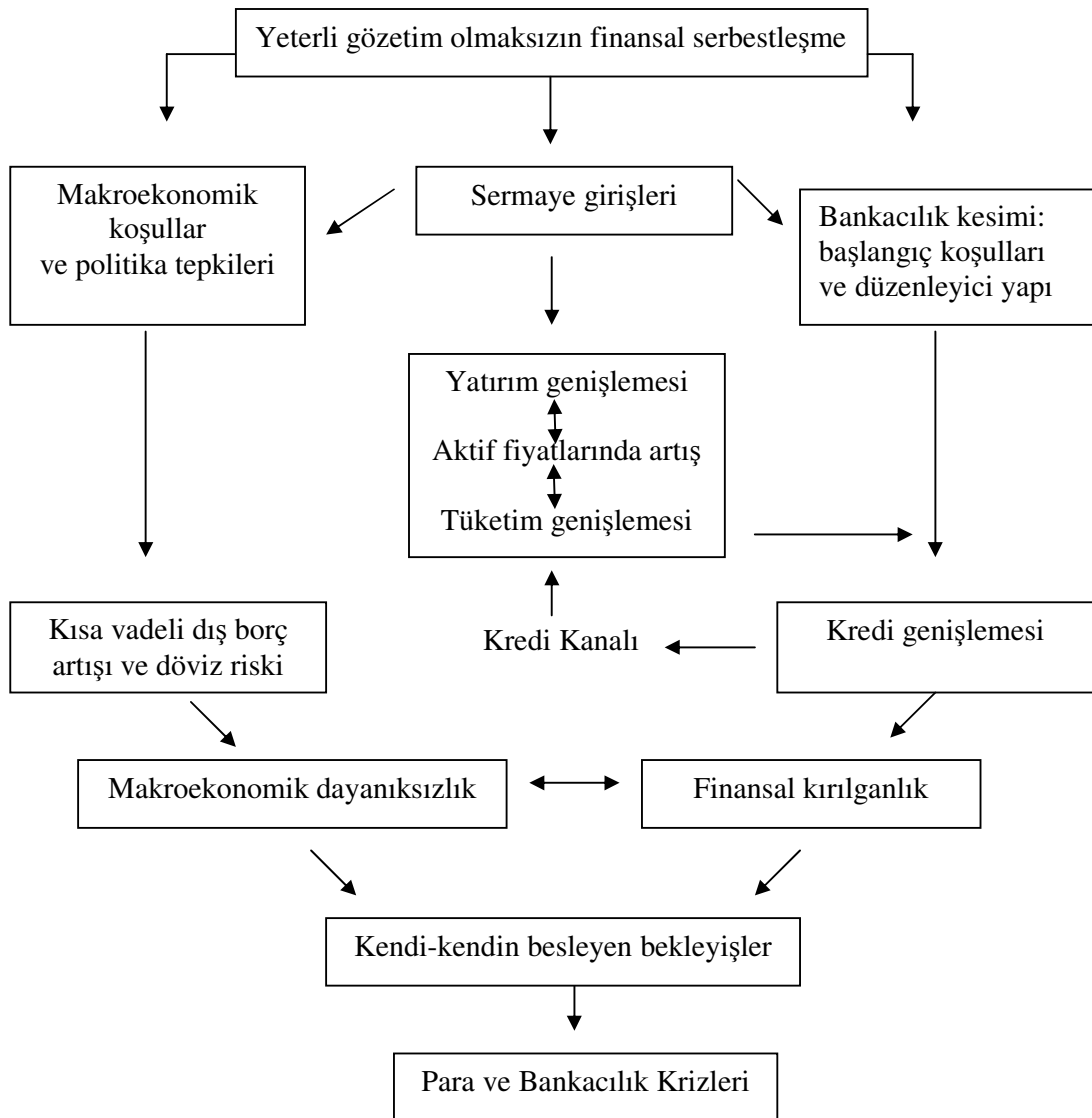
1990'lı yıllarda hızlı büyümeye ulaştıkları zaman, Doğu Asya ekonomilerinde önemli zayıflıklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu zayıflıkların en önemlisi, finansal sistemin kısa vadeli dış borç stokunun hızla yükselmesidir. Bu durum, hem başarılı ekonomik performansın yabancı sermayeyi çekmesinin hem de kısmi finansal piyasa serbestleşmesinin yabancı sermaye girişleri için yeni kanallar açmasının bir sonucu olmuştur. Sermaye girişleri; yerli para da hızlı bir değer kazancı, banka kredilerinde hızlı bir genişleme ve özellikle sermaye akımlarında muhtemel bir geri dönüşe karşı dayanıksızlığın artmasına yol açmıştır.

Böyle bir serbestleşme süreci içerisinde, ekonomiler yoğun sermaye girişleriyle karşılaşmaktadır. Söz konusu sermaye girişleri, özellikle kısa vadeli olduğu zaman ekonomilerde önemli dayanıksızlar yaratmaktadır.

Birincisi, geniş hacimli sermaye girişleri, bu girişlere aracılık eden finansal sistemlerde kırılmalara yol açmaktadır. Yetersiz denetim ve gözetim altında geniş hacimli yabancı fonları elde eden finansal kurumlar, yurtdışında verdikleri kredileri hızla arttırmakta ve finansal genişlemeyi başlatmaktadır. Böyle olunca yatırım ve tüketimde bir genişleme yaşanırken, aktif fiyatlarında da büyük artışlar ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle genişleme safhasında, finansal sistemlerin maruz kaldıkları riskler yükselmektedir.

İkincisi, geniş hacimli sermaye girişlerinin ekonomiler üzerindeki etkileri, makroekonomik koşullar ile politika tepkilerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde uygulanan sabit ya da bağlanmış döviz kuru rejimleri, ekonomilerin kısa vadeli borçlarını ve üstlendikleri döviz risklerini artırmaktadır. Böyle olunca ekonomilerin hem makroekonomik hem de finansal dayanıksızlıkları artmaktadır. Üstelik makroekonomik ve finansal dayanıksızlıklar, birbirlerini karşılıklı olarak etkilemektedir.

**Şekil 1: Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıkların Ortaya Çıkışı**



Yukarıdaki özelliklere sahip olan ekonomi, dış şoklara ve bekleyişlerdeki ani kötüleşmelere karşı oldukça duyarlı hale gelmektedir. Bu koşullar altında yabancı yatırımcıların bekleyişlerindeki kaymalar, kendi kendini besleyerek, bir panik ortamı yaratabilmektedir. Söz konusu panik ortamında yabancı sermayenin ani geri dönüşleri, ağır para ve bankacılık krizlerinin yaşanmasına yol açmaktadır. Makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların ortaya çıkışına ilişkin bu görüşler, Şekil 1'den izlenebilir.

## **1. 1994-1995 MEKSİKA KRİZLERİ**

### **1.1. Meksika'da Kriz Öncesi Dönem**

Meksika'da yaklaşık olarak 1985 yılından itibaren yapısal reformlar başlatılmıştır. Bu dönemde ithalat üzerindeki tarife dışı engellerde ve tarifelerde gerçekleştirilen indirimler ile birlikte ticaretin serbestleştirilmesi amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra önemli bir özelleştirme hamlesiyle, 1984-1994 yılları arasında kamu kesiminin sahibi olduğu işletmelerin yaklaşık % 80'i özelleştirilmiştir. Ayrıca 1985 yılındaki vergi reformuyla başlayan mali reformlar sayesinde, bütçe açıklarından bütçe fazlalıklarına ulaşılması sağlanmıştır. Reformların bir başka ayağı da, finans ve bankacılık kesimlerini içeriyordu. Söz konusu reformlar çerçevesinde, 1988 yılında faiz oranları serbest bırakılmış; 1990 yılından itibaren kamu bankaları yavaş yavaş özelleştirilmiş ve yerli para (peso) mevduatları üzerindeki rezerv zorunlulukları tamamen kaldırılmıştır. Adı geçen reformlar gerçekleştirilirken, finansal kesim üzerindeki düzenleme ve gözetim kapasitesinin oldukça zayıf olduğunu belirtmek gerekir (Edwards vd. 1997: 22).

Meksika reform programının temel özellikleri şunlardır: (i) ekonominin uluslararası rekabete açılması; (ii) sert bir özelleştirme ve deregülasyon süreci; (iii) önceden belirlenmiş nominal döviz kuru çapasına dayanan ve kısıtlayıcı maliyet ve para politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı; ve (iv) fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını yönlendirmesi amaçlanan, hükümet, özel kesim ve işçi birlikleri arasındaki geniş sosyal ve ekonomik uzlaşma (Edwards 1997: 3).

### 1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

Nominal döviz kuru, anti-enflasyonist politikaların çapası olarak, 1988'in başında sabitlenmiştir. Ancak 1988-1994 yılları arasında döviz kuru sistemi birkaç kez değiştirilmiştir. Önce tamamen sabit bir sistemden, devalüasyon oranının önceden açıklandığı bir sisteme; daha sonra bir band sistemine geçilmiştir. Bu değişikliklere rağmen, 1994 yılına kadar döviz kuru kontrollü olarak yönetilmiştir.

Bu dönemde ekonomi, döviz kuruna dayalı bir istikrar programının tipik özelliklerini sergilemiştir. Buna göre, ekonomik faaliyetlerde bir genişleme ortaya çıkmış ve yasal toplamlar GSYİH'dan daha hızlı büyümüştür. Ayrıca reel döviz kuru önemli ölçüde değer kazanmış ve dış dengesizlikler genişlemiştir.

Döviz kuru çapasına dayalı enflasyonla mücadele programı, yerli paranın reel olarak değer kazanmasına yol açmıştır. Diğer yandan finansal piyasalarda dışa açılması ve bankaların özelleştirilmeye başlamasıyla, uluslararası sermaye piyasalarından ülkeye yönelik yatırımlar hızlanmıştır.

**Tablo 2: Meksika'nın Ödemeler Bilançosu (GSYİH'ya Oran %)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
CARİ İŞLEMLER	-2.8	-3.0	-5.1	-7.3	-6.4	-7.6
SERMAYE HESABI						
Toplam	0.5	3.4	8.7	8.1	9.2	3.4
FDI	1.5	1.1	1.6	1.3	1.2	2.1
Portföy Yat.	0.1	-1.6	4.2	5.7	7.7	2.0
Diğer kısa vadeli	-0.4	-0.4	-0.1	1.8	-0.5	-1.4
Diğer	-0.7	4.4	2.8	-0.8	0.7	0.6
Net hata	2.2	0.5	-0.8	-0.3	-0.9	-0.4
Toplam+Hata	2.7	3.9	7.9	7.8	8.3	2.9

Kaynak: Sachs vd. (1996a).

Toplam sermaye girişleri, 1989 yılından itibaren sürekli bir artış göstermiş; 1993 yılında GSYİH'nın % 9.2'sine karşılık gelen bir büyüklüğe ulaşmıştır (Tablo 2). Portföy yatırımlarının toplam sermaye girişleri içindeki payı 1993 yılında



yaklaşık % 83'e ulaşmıştır. Buna karşın doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülke içine çekme konusunda belirgin bir başarı sağlanamamıştır. Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı 1989-1993 yılları arasında istikrarlı bir görüntü sergilemiştir. Kısacası, bu dönemde sermaye girişlerinin toplam hacminde önemli bir artış ortaya çıkarken, bunların bileşimi portföy yatırımları lehine değişmiştir. Bu yoğun sermaye girişi, çok geniş cari işlem açıklarının finanse edilmesine imkan sağlamıştır.

Cari işlem açıkları 1989 yılından itibaren giderek artan bir trend izlemiştir. 1989 yılında GSYİH'nın % 2.8'ine karşılık gelen cari işlem açığı, 1992-94 yılları arasında GSYİH'nın yaklaşık % 7'si gibi çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Özel yatırımdaki artışın önemli kısmı karlı olmayan alanlara gitmiş; bu da cari işlem açıklarının sürdürülebilirliğinin sorgulanmasına yol açmıştır.

Ekonomik reformların doğru sırası konusunda süregelen tartışmanın, Meksika açısından önemli bir yönü, sermaye kontrollerindeki gevşemenin ve sermaye hesabındaki dışa açılmanın doğru zamanına ilişkindir. Buna göre, sermaye hesabını serbestleştirmek, bazı koşullar altında, sermaye girişlerinde hedefi-aşma ve yerli parada reel olarak aşırı değerlendirme ile sonuçlanmaktadır. Öyleyse sermaye hesabının yavaş yavaş ve yerli paradaki reel değer kazancını önleyecek biçimde açılması savunulabilir.

Bu görüşün tersine Meksika, reform süreci içerisinde sermaye hesabını çok erken açmayı yeğlemiştir (Edwards 1997: 10). Sermaye kontrollerinin neredeyse tamamı 1989 yılı sonunda kaldırılmıştır. Sermaye kontrollerinin olmadığı durumda, uluslararası finans yöneticileri, büyük hacimli fonları Meksika sınırları içine veya dışına taşıma konusunda serbestçe hareket etme imkanına kavuşmuştur. Sadece 1993 yılında net sermaye girişleri, GSYİH'nın % 9.2'sine ulaşmıştır. Üstelik giriş yapan sermayenin çoğu kısa vadeli olmuş ve menkul kıymet piyasasına, özel kesim borç araçlarına ve hükümet kağıtlarına yatırılmıştır. Sermaye girişlerinin kısa vade lehine gelişen bu kompozisyonu, makroekonomik dayanıksızlığa katkıda bulunmuştur. Öte yandan yoğun sermaye girişi karşısında, yerleşikler harcamalarını artırma imkanına kavuşmuşlardır. Böyle olunca yerli paranın reel değer kazancı daha da artmış ve

geniş cari işlem açıkları ortaya çıkmıştır. Böyle bir durumda ekonomi, kısa vadeli sermaye girişlerinin oynaklığı riski ile karşı karşıya kalmıştır. Kısacası artan cari işlem açıklarının kısa vadeli sermaye girişleri tarafından finanse edilmesi ve pesonun reel olarak değer kazanması sonucunda, kriz öncesi dönemde Meksika ekonomisinde makroekonomik dayanıksızlığın arttığını söyleyebiliriz.

Yine de Meksika krizinin geniş cari işlem açıklarına ve pesonun reel değer kazancına dayanan açıklamaları ikna edici değildir. Çünkü döviz kurunu dalgalanmaya bırakma kararı, ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanmıştır. Öyleyse Meksika krizinin ortaya çıkışında finansal faktörlerin de önemli rol oynadıklarını söylemek mümkündür. Gerçekte Meksika'da yetersiz denetim ve gözetim altında yürütülen finansal serbestleşme süreci, ekonomide finansal kırılganlık yaratmıştır.

### **1.1.2. İç Borç Yönetimi**

Meksika'da sterilizasyon, iç borç yönetiminde de problemler yaratmıştır. Burada sterilizasyon için kullanılan araçların para cinsi ve vadesi önemlidir. Meksika'da 1993 yılına kadar sterilizasyon için, peso cinsinden fakat kısa vadeli Cetes bonoları kullanılmıştır. 1993 yılı sonunda iç borcun ortalama vadesi 290 gün olmuş; kısa vadeli borcun toplam iç borca oranı ise % 60'a ulaşmıştır (Velasco vd. 1998: 143).

Fakat 1994 yılında koşullar oldukça değişmiştir. Meksika hükümetinin kısa vadeli iç borcu, hem mutlak büyüklük hem de rezervlere göre oranı göreceli olarak büyümüştür. Dolar cinsinden iç borç 1993 Aralık ayında rezervlerin 1.7 katı; 1994 Eylül ayında ise 2.6 katı olmuştur. Diğer yandan Meksika iç borcunun ortalama vadesi 1994'te hızla düşmüştür. Kısa vadeli borçlanma tercih edilmiştir. Bu kısa vadeli borçlanma iki çeşit zayıflık yaratmıştır. Birincisi, şoklar karşısında yüksek faiz ödemelerinin yükünü kompanse etmek için reel mali intibak gerekmiştir. İkincisi, kısa vadeli borç, yatırımcıların hükümet bonolarını çevirmeyi reddetmesi karşısında hükümeti büyük ölçüde savunmasız kılmıştır.

Meksika hükümeti 1994 yılında kısa vadeli peso borçlarını kısa vadeli dolar borçlarına dönüştürmeye başlamıştır. Eylül ayında dolar cinsinden Tesebonos stoku, uluslararası rezervlere eşit hale gelmiş; Aralık ayında ise 18 milyar dolara yükselmiştir. Bu kadar geniş kısa vadeli hükümet borç stoku, makroekonomik dayanıksızlığın önemli bir kaynağı olmuştur.

Nihayet 20 Aralık devalüasyonu, bir yatırımcı paniğini başlatmıştır. Tesebonoların vadesi gelince, yatırımcılar borçları çevirmeye isteksiz davranmışlar ve Meksika hükümeti, borcunu geri ödeyememe durumunun eşğine gelmiştir.

Meksika krizinden, iç borç yönetimine ilişkin de bazı dersler çıkarmak mümkündür. Hükümetlerin kısa vadeli borçlanması; faiz yükümlülüklerinden tasarruf sağlamasına rağmen, aynı zamanda ülkeyi kreditorlerin bekleyişlerindeki ani değişimlere maruz bırakır. Üstelik döviz riskinin varlığı, uluslararası en son kredi merciinin ve uluslar arası iflas prosedürlerinin olmaması, kolayca kreditor paniğine yol açabilir.

### **1.1.3. Sermaye Kontrolleri**

Meksika'da para otoriteleri sermaye hesabının serbestleşmesi sürecinde kontrollere çok fazla itibar etmemiştir. Sermaye hareketliliği esas olarak engelsiz işlemiştir. Sermaye kontrollerinin üç amacı olabilir. Birincisi, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki bağı koparıp, yurtiçi para politikasının bağımsızlığına katkıda bulunmak amaçlanabilir. İkincisi, sermaye girişimlerinin toplam hacmini azaltıp, paranın reel olarak aşırı değerlenme miktarını azaltmak hedeflenebilir. Üçüncüsü, toplam sermaye girişi hacmini değiştirmeden kısa vadeli sermaye girişlerini (sıcak para) azaltıp daha uzun vadeli girişleri teşvik etmek istenebilir. Bu sayede kreditor paniklerine karşı dayanıksızlık da azaltılabilir (Velasco vd. 1998: 154). Meksika'da bu amaçlara yönelik sermaye kontrollerinin uygulanması tercih edilmemiştir.

### **1.2. Temel Yapı Dayanıksızlıkları**

Meksika ekonomisinde temel yapı dayanıksızlıkları, iç ve dış finansal serbestlik ortamında su yüzüne çıkmaya başlamıştır. Böyle bir ortamda sermaye

girişleri tarafından beslenen kredi genişlemesi, bankacılık kesiminin bilançolarının kötüleşmesine ve bankacılık kesiminin kırılganlığının artmasına yol açmıştır. Diğer yandan finansal serbestlik ortamında yürütülen sabit döviz kuru rejimi, tüketim ve yatırımda sermaye girişleri ile beslenen bir genişleme yaratmış ve böyle olunca yerli para değer kazanmıştır. Sonuçta, kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari işlem açıklarının artması, ekonomiyi ani sermaye çıkışı riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Bu makroekonomik dayanıksızlıkların yanında, kriz öncesinde kısa vadeli dış borçlardaki artış ve parasal toplamlardaki genişleme, ekonomide finansal dayanıksızlığı yükseltmiştir.

### **1.2.1. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı**

Yetersiz düzenleme altında bankalar, kaynaklarını etkin şekilde kullanmak için gerekli kredi değerlendirme kabiliyetlerini kaybedebilmektedir. Uygun şekilde denetlenmediği takdirde, finansal serbestleşme banka aktiflerinde çok hızlı bir büyümeye, aşırı borçluluğa ve aktif fiyatlarında şişmelere yol açabilir.

Meksika krizine yol açan temel yapı zayıflıklarından biri, hızlı kredi genişlemesine eşlik eden sabit kur rejimidir. Bu politika bileşimi, kredi kalitesinde bir kötüleşmeye yol açmış ve bankaların kırılganlığını arttırmıştır. Sabit kur rejiminin döviz kurlarını istikrarlı kılması nedeniyle, bankalar, bilançoları üzerine yüklenen döviz risklerini düşük algılamışlardır.

Krize giden süreçte döviz kuru politikası ve finansal reformların bankalar üzerinde yarattığı ters etkiler ve güdüler, önemli bir rol oynamıştır. Finansal reformlar ve yabancı sermaye girişleri, ödünç verilebilir fonların arzından büyük bir artış yaratmıştır. Sabit kura yakın bir sistem, bu fonları para ve vade risklerine bakmaksızın dağıtma güdüsü yaratmıştır. Bankalar zayıfladığı zaman da, döviz kuru bağlanması daha az güvenilir hale gelmiştir; çünkü ajanlar, sabit kur taahhüdünün, merkez bankasının en son kredi mercii olarak faaliyet gösterme kabiliyetini tehlikeye soktuğunu anlamışlardır. Bu baskı altında, merkez bankası ya sterilize edilen müdahaleyi kullanarak bankacılık sistemini korumayı, ya da daraltıcı para politikası yoluyla sabit kuru sürdürmeyi tercih edebilirdi. Bu tercihlerden birincisi yerli paranın devalüasyonu riskini, ikincisi ise mevduat bankalarının batması riskini taşımaktaydı.

Meksika'da 1994'te makroekonomik koşullar değişince ve faiz oranları artınca, banka portföylerindeki kötüleşme su yüzüne çıkmış, Aralık devalüasyonu ve finansal çöküş sonrasında bu problem daha da artmıştır.

Öte yandan bankaların zayıflığı, 1994'te politika yapıcıların sert bir para politikası uygulama kabiliyetini ciddi şekilde azaltmıştır. Mart şokuyla birlikte faiz oranları yükselmiş, fakat bu yükseliş yabancı yatırımcıları çekmeye ya da cari işlemler açığını düşürmeye yetecek kadar olmamıştır. Bu durum, bankacılık kesiminin sıkıntılarında kaynaklanmıştır. Uluslararası rezerv kaybı, para piyasasında telafi edici işlemleri yapmayı gerekli kılmıştır. Eğer bu işlemler aracılığıyla likidite artırılmasaydı, faiz oranı daha yüksek düzeylere çıkabilir, bu da finansal araçları ve borçluları arzulanmayan yönde etkileyebilirdi. Fakat faiz oranlarının yeterince yükselmemesi, ülkeden sermaye kaçışına sebep olmuş ve bu da merkez bankasının birincil kredilerinde nihai bir genişlemeyi zorunlu kılmıştır (Velasco vd. 1998: 153).

Dayanaksızlık, bir bankacılık sisteminin iki temel özelliğine bağlıdır. Birincisi, likidite desteğinin büyüklüğüdür. Rezervlerin ve banka sermayesinin mevduatlara oranı arttıkça, bir bankanın bir şoka direnebilme olasılığı artacaktır. İkincisi, banka portföylerinin kalitesidir. Borçluların zayıf olması, bankaların da zayıf olması demektir, çünkü faiz oranlarında küçük bir değişim, geri dönmeyen kredilerin payının artmasına yol açabilecektir. Gerçekte bu iki unsur birbiriyle ilişkilidir. Şüpheli kredilerin payının artması, sermayeyi hasara uğratar ve ilave şoklardan korunmada kullanılacak destekleri düşürür.

Kısacası 1994 krizi öncesinde Meksika bankalarının bilançoları üzerinde önemli riskler söz konusuydu. Hızlı kredi genişlemesi döneminde bilançoların kredi risklerinde büyük artışlar ortaya çıkmıştır. Böyle olunca makroekonomik koşullardaki değişmelerin, bankaların batık kredilerini artırması olası hale gelmiştir. Diğer yandan aynı dönemde artan kısa vadeli sermaye girişlerine aracılık eden bankacılık sistemi, bu yolla önemli bir *likidite riski* üstlenmiştir. Bu durum, sermaye girişlerindeki ani bir geri dönüş karşısında bankaların likidite sıkıntısı içine düşebileceklerine işaret etmekteydi. Ayrıca genişleme döneminde, sabit kur rejiminin

örtük garantisi altında bankaların, döviz cinsinden borçlanmalarını önemli derecede artırmaları, bunların *döviz risklerini* yükseltmiştir. Bu risk, olası bir devalüasyonun, bankaların bilançolarını olumsuz etkileyeceğini gösteriyordu.

**Tablo 3: Temel Yapı Dayanaksızlık Göstergeleri**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Reel Döviz Kuru*	95.1	110.6	101.7	100.0	103.8	111.6	120.8	97.7	77.2
M2/Rezervler					4.60	5.16	4.43	19.90	5.20
Batık Krediler**					7.26	9.02	12.26	11.98	

Kaynak: Chang ve Velasco (1998b): 52

\* 1990=100, yıl sonu

\*\* Toplam krediler içindeki % payı.

### 1.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar

Artan sermaye girişimleri, uygulanan tedbirli maliye ve para politikalarına rağmen, ekonomide talep yönlü baskılara yol açmıştır. Böyle olunca enflasyon oranında hızlı bir düşüş gerçekleşmemiş ve sabit kur rejimine yakın bir döviz kuru sistemi altında yerli para reel olarak değer kazanmıştır. Yerli paranın değer kazanması, cari işlem açıklarının artmasına neden olmuştur. Bu dönemde sabit kur rejimi altında kısa vadeli dış borçlanmanın artması, cari işlem açıklarının finansmanına katkıda bulunmuştur. Fakat bir taraftan da ekonomide döviz riskinin yükselmesine sebep olmuş ve ülkeyi yabancı yatırımcıların bekleyişlerindeki kötüleşmelere dayanaksız hale getirmiştir. Nitekim 1994 yılında sermaye girişlerinde geri dönüş yaşandığı zaman, ekonomi bir tersine intibak sürecine girmiştir.

Ancak para krizleri yalnızca cari işlemler ve bütçe açıkları gibi akım dengesizliklerine değil, aynı zamanda finansal dayanaksızlıklara da bağlı olabilmektedir. Meksika'da 1994-95 krizlerinden önce, yerli-para aktiflerine karşı bir hücumun yönlendireceği bir para krizi olasılığına işaret eden iki finansal dayanaksızlık göstergesi vardı. Birincisi, dolar cinsinden M2 ile brüt uluslararası rezervler arasındaki açıktır. İkincisi ise, özel kesimin elinde bulunan döviz cinsinden kısa vadeli kamu borcu ile brüt uluslararası rezervler arasındaki açıktır.

Meksika’da 1994 sonundaki devalüasyondan önce M2 büyüklüğü, uluslararası rezervlerin çok üzerine çıkarak 110 milyar dolara ulaşmıştır. Tehlike bu açığın büyük hacmine değil, yüksek derecede likit olan M2 üzerindeki ani ve büyük şokların, uluslararası rezervler ve dolayısıyla bağlanmış döviz kuru rejimi üzerine getirebileceği külfetteydi. Zira muhtemel bir spekülasyon saldırı durumunda M2’nin uluslararası rezervleri tüketmesi söz konusu olabilirdi.

Meksika’da M2’deki genişleme üç nedene dayandırılabilir. Birincisi, 1988’de başlayan finansal serbestleşmedir. Sıkı kredi kontrollerinin, faiz oranı tavanlarının ve rezerv zorunluluklarının kaldırılmasıyla, 1988’de 4.2 olan M2 çoğaltanı, 1994’te 8.0 değerine ulaşmıştır. İkincisi, 1989’da başlayan bir kısmı banka yükümlülüklerinden oluşan geniş sermaye girişleridir. Yoğun sermaye girişlerinin bir kısmının banka hesaplarına girmesi, parasal toplamın artışına katkıda bulunmuştur. Üçüncüsü, ekonomik faaliyet hacminin ve özel harcamaların genişlemesidir. Sonuçta parasal toplam, uluslararası rezervlerden daha hızlı artmış; böylece (M2/brüt uluslararası rezervler) oranının artışı ekonomide finansal dayanıksızlık yaratmıştır. Yukarıdaki son iki koşulun 1993 sonunda keskin şekilde geri dönmeye başlaması, M2 ile rezervler arasındaki dengesizlik konusundaki kaygıları haklı çıkarmıştır.

Eğer sermaye akımlarının belirlenmesinde dış faktörler baskın rol oynuyorsa, sermaye akımlarındaki oynaklığın, parasal toplamda istikrarsızlık yaratması muhtemeldir. Zira bu durumda, dış faiz oranları düşünce sermaye girişi artacak; tersine dış faiz oranı yükselince sermaye çıkışı olacaktır. Meksika’da olduğu gibi sermaye girişlerindeki artış yurtiçi harcamalarda bir genişlemeye eşlik ediyorsa ve parasal toplam talebi toplam harcamaların artan bir fonksiyonu ise, parasal toplamda bir genişleme olacaktır. Buna karşılık, sermaye çıkışları da, parasal toplamda bir daralma eğilimi yaratacaktır.

1994 yılında ABD faiz oranlarının artışı, Meksika’da reel M2 üzerinde düşürücü yönde etkiye yol açmıştır. Böyle olunca yurtiçi faiz oranlarında yukarı yönde bir baskı oluşmuştur. Zira sabit döviz kuru veri iken, M2’deki bir düşme, Meksika’daki ciddi bir likidite sıkıntısı yaratmıştır. Meksika para otoritesi, likidite sıkıntısından kaynaklanan faiz oranı artışlarına seyirci kalmamış ve müdahale yoluna

gitmiştir. Merkez Bankası 1994 yılında mevduat geri çekişlerini telafi etmek için, aktif bir kredi genişlemesi politikası izlemiş ve yurtiçi kredileri artırmıştır. Bu politika M2'deki düşmeyi önlemede başarılı olmuş, fakat aynı zamanda tedrici bir uluslararası rezerv kaybı yaratmış ve dolar cinsinden Tesebonolar üzerine bir hücumu karşı dayanıksızlığı arttırmıştır.<sup>1</sup>

Meksika'da kriz öncesinde kısa vadeli kamu borcu, peso cinsinden belirlenmiş bonolar ile dolar cinsinden belirlenmiş (Tesobonos) bonolardan oluşuyordu. Fakat 1993 yılına kadar Tesobonoların toplam kamu borcu içindeki payı, oldukça düşüktü. 1993 yılında yurtiçi politik gelişmeler karşısında bankalar ve özel kesim, Cetes bonoları üzerine yoğunlaşan bir hücumu girişmiştir. Bu süreçte yatırımcılar, hükümet bonolarını elden çıkarıp, döviz alımına yönelmiştir. Böyle olunca piyasada likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış ve faiz oranları üzerinde yukarı yönde baskı oluşmuştur. Hükümet bu gelişmelere, yurtiçi kredileri artırarak tepki vermiş ve rezerv kaybının parasal taban üzerindeki etkilerini sterilize etmeye çalışmıştır.<sup>2</sup> Sonuçta uluslararası rezervler 10 milyar dolar azalmış ve yapılan devalüasyon sayesinde borç-rezerv uyumsuzluğu, Cetes bonolarının dolar değerindeki düşüş ile hafiflemiştir.

Ayrıca hükümet bundan sonra Tesobonos ihraç ederek borcun dolarizasyonuna girişmiştir. Toplam kamu borcu içindeki Tesobono payı 1993 sonunda % 4 iken, 1994 yılında % 75'e yükselmiştir. Bu borcun büyük bir kısmını yabancı yatırımcılar elde etmişler ve yerleşik olanların elinde bulunan kamu borcunun payı % 43'ten % 34'e düşmüştür.

Sabit kura yakın bir sistemde, para otoritesinin, bütün kısa vadeli kamu borcunu döviz rezervleri ile desteklemesi beklenebilir. Ancak burada üç nokta önemlidir. Birincisi, dolar borcunun değeri, devalüasyon aracılığıyla düşürülemeyeceği için bunun ilave bir olumsuzluğu vardır. İkincisi, borcun yabancılar ya da yerleşikler tarafından tutulması farklı sonuçlar yaratabilir. Borcun

<sup>1</sup> Eğer merkez bankası müdahale etmeseydi, mevduat faiz oranı daha çok artar, reel M2 daha az düşer; bu da krizin önlenmesine, en azından ertelenmesine yardımcı olabilirdi.

<sup>2</sup> Bu politikaların, bankacılık kesiminin kırılabilirliği veri iken, likidite sıkışıklığı sırasında mevduat bankalarını desteklemeyi amaçladığı söylenebilir.



yabancılar tarafından tutulması, bir likidite motifi gerektirmez. Üçüncüsü, borcun vadesi kısaldıkça, bu borcun yenilenmesi reddedildiği zaman bir likidite krizinin ortaya çıkma olasılığı artacaktır. 1994 yılında peso cinsinden belirlenmiş olan bonoların büyük bir kısmının, dolar cinsinden belirlenmiş olan bonolar ile değiş-tokuş edilmesi, yukarıda sayılan üç olumsuzluğun da işlemesine neden olmuştur.

Meksika’da döviz cinsinden belirlenmiş olan kısa vadeli kamu borcu, vadesi geldiğinde yenilenmeyince, paranın çöküşü ile sonuçlanmıştır. Kriz patladığı zaman, kısa vadeli kamu borcu, uluslararası rezervlerin yaklaşık üç misli kadardı. Yalnızca Tesobono’lar mevduat bankalarının elinde olanlar dahil, Aralık 1994’te 22 milyar doları aşmıştı. Buna karşılık Aralık ayı başında 13 milyar dolar olan brüt rezervler, ay sonunda 6 milyar dolara düşmüştü (Tablo 4).

**Tablo 4: Meksika’da Kamu İç Borcu ve Ortalama Vadesi**

		Peso Cinsinden Bonolar (Milyar ABD \$)	Rezervler (Milyar ABD \$)	Tesobonos (Milyar ABD \$)	Ortalama Vade (Gün)	Kısa Vadeli İç Borç/Rezervler (%)
1993	Aralık	42.43	25.11	1.24	-	-
1994	Ocak	39.68	26.28	2.05	293.2	104
	Şubat	42.10	29.16	2.06	295.2	93
	Mart	37.09	24.43	3.75	297.2	106
	Nisan	28.88	17.30	6.89	305.8	141
	Mayıs	24.11	17.14	11.35	291.1	157
	Haziran	22.11	16.00	12.92	281.4	173
	Temmuz	19.38	16.16	15.82	277.6	182
	Ağustos	16.91	16.48	19.57	260.7	180
	Eylül	17.04	16.14	18.91	254.4	183
	Ekim	17.24	16.87	17.77	253.6	172
	Kasım	13.49	12.48	19.23	248.7	280
	Aralık	7.55	6.15	22.02	205.7	410

Kaynak: Cole ve Kehoe 1996: 324-325; Velasco ve Cabezas 1998: 145.

### 1.3. Krizin Ortaya Çıkışı

#### 1.3.1. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik

Meksika’da panik ortaya çıktığında göze çarpan bazı temel yapı zayıflıkları söz konusuydu. Temel yapı zayıflıklarından bir tanesi, sermaye girişi dönemi boyunca döviz kurumun reel olarak değer kazanmış olmasıdır. Bir başka temel yapı zayıflığı, finansal kesimin ve özellikle bankacılık kesiminin kırılganlığı ile ilgilidir. Bankacılık sistemi, iç ve dış finansal serbestleşme sürecinde daha kırılgan hale gelmiştir. Finansal genişleme döneminde mevduat bankalarının özel kesime açmış olduğu kredilerde çok hızlı bir artış yaşanmıştır. Banka kredilerindeki bu genişleme, banka bilançolarının kötüleşmesine ve risklerinin artmasına yol açmıştır.

Meksika’da finansal genişlemeyi çok tehlikeli hale getiren birinci faktör, aktifler ile yükümlülükler arasındaki para uyumsuzluğudur. Yurtiçi bankalar yurtdışından ve döviz cinsinden borçlanırken, aynı zamanda yurtiçinde de dolar mevduat stoku artış göstermiştir. Bunun anlamı, bankaların döviz riskine maruz kalmalarıdır. Bu durum, aynı zamanda merkez bankasının yurtiçi finansal sisteme en son kredi mercii olarak hizmet verme yeteneğinin engellenmesi anlamına gelir. Zira para otoriteleri yerli para basabilir fakat döviz ihraç edemez ve bu yüzden ellerinde bulunan döviz rezervleri ile yetinmek durumundadır. Finansal genişlemeyi tehlikeli hale getiren ikinci faktör, vade uyumsuzluğudur. Bu dönemde yurt dışından alınan krediler içinde kısa vadeli krediler, büyük ve giderek artan bir orana sahip olmuştur (Chang vd. 1998b: 8).

Ayrıca Meksika’da kısa vadeli borçlanma hükümet için de önemli bir problem olmuştur. Eğer hükümet bankalara en son kredi mercii olarak hizmet vermeye kalkışırsa bu amaç için kullanılacak kaynak, kısa vadeli hükümet yükümlülükleri düşüldükten sonra kalan uluslararası rezervlerdir. Meksika’daki hükümet borcu, bütçe açıkları yüzünden değil merkez bankasının 1990 yılından başlayarak sermaye girişlerini sterilize etme çabası yüzünden artmıştır. Bu yüzden 1994 yılında dünya faiz oranları arttığı zaman, hükümetin geniş kısa vadeli borç stokunu çevirememesi, krizin tetiğini çeken temel faktör olmuştur.

Yukarıda sayılan faktörler, Meksika'da finansal sistemi uluslararası (döviz) likidite sıkıntısı içine düşürmüştür. Likidite sıkıntısının ölçütü olarak, dövize çevrilebilir parasal aktifler, döviz rezervleri ile karşılaştırılabilir (M2/Uluslararası rezervler) oranı, bu konuda anlamlı olabilecek bir değerdir. Bu oran yüksek ise, banka mevduat sahipleri arasında bir paniğin ortaya çıkması daha olasıdır (Sachs vd. 1996a: 3).

Meksika'da 1994 krizi öncesinde merkez bankası dahil toplulaştırılmış finansal sisteminin kısa vadeli yükümlülükleri, kullanılabilir likit kaynaklarını oldukça aşmıştır. M2/Uluslararası rezerv oranı krizden önce (1)'in üzerinde olması yanında hızla artmaktaydı (Tablo 3). Öte yandan finansal kesimdeki genişleme, temel yapıdaki kötüleşmelere rağmen, bekleyişlerde keskin geri dönüşe kadar devam etmiştir (Chang vd. 1998b: 9).

Meksika'da olduğu gibi, sermaye girişlerinde bir geri dönüş olduğu zaman, döviz likidite sıkıntısı daha da artmaktadır. Zira bir taraftan yabancılar fonlarını geri çekmeye çalışırken diğer taraftan yerli likit yükümlülük sahipleri, bunları dövize çevirip ülke dışında çıkarmaya çabalayacaklardır. Böyle bir durumda, ülkenin döviz yükümlülükleri içinde kısa vadeli olanların payı ne kadar yüksekse ve yerleşik olanların döviz alımı için kullanabilecekleri yerli para miktarı ne kadar büyükse, likidite sıkıntısının o kadar şiddetli olmasını beklemek gerekir. Öte yandan hem yabancıların hem de yerleşik olanların döviz taleplerinin karşılanması için yeterli döviz miktarının bulunması gereklidir. Kısa vadede kullanılabilir olan döviz ve döviz cinsinden aktifler yetersiz olduğu zaman likidite sıkıntısı ortaya çıkabilecektir. O halde kullanılabilir döviz rezervlerinin düşük olması ülkenin panikler karşısında dayanıksızlığını arttıracaktır.

Bekleyişlerin kötümser hale gelmesi ve spekülasyon saldırı karşısında Meksika hükümeti, sabit kuru terk etme konusunda isteksiz davranmış ve bu yüzden bir taraftan uluslararası rezervler azalırken bir taraftan da faiz oranları yükselmiştir. Sabit kuru terk etme konusundaki isteksizlik, bir devalüasyonun kırılmalı bankacılık kesimi üzerine getireceği maliyetlerden kaynaklanmıştır. Bu yüzden sermaye çıkışları, merkez bankasının yurtiçi kredilerinde artışlarla sterilize edilmiş ve bu

sayede faiz oranlarındaki yükselme engellenmek istenmiştir, ancak başarı sağlanamamıştır.

### **1.3.2. Mali Kriz**

Meksika’da likidite sıkıntısının en önemli göstergesi, Meksika hükümetinin vadesi gelen kısa vadeli döviz borçlarını yenileyememiş olmasıdır. Gerçekte sabit kur rejimini çöküşe götüren dövize yönelik spekülasyon saldırısı, hükümet bonolarını hedef almıştır. Bu yüzden Meksika hükümetinin Aralık 1994 ve Ocak 1995 döneminde borcunu yenileyememesi, bir mali kriz (borç krizi) olarak değerlendirilebilir. Bir mali kriz, piyasalar, ödeyebilirliği bulunan fakat likiditesini kaybetmiş olan bir hükümetin, borçlarını ödeyemeyeceğini rasyonel olarak beklediği zaman ortaya çıkmaktadır.

Meksika’nın borç krizinde; yatırımcılar, Meksika hükümetinin vadesi gelen bonolar üzerindeki yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğinden korkmuşlardır. Böyle olunca yatırımcılar, yeni bonolar satın almaya isteksiz davranmışlardır. Meksika hükümeti yeni bonolar satamayınca borcunu ödememenin kaçınılmaz görüldüğü bir duruma düşmüş ve yatırımcıların, Meksika’nın taahhütlerini yerine getiremeyeceği yönündeki beklentileri haklı çıkmıştır. O halde hükümetin borcunu çevirme ihtiyacı nedeniyle yeni bonolar satamamasından kaynaklanan likidite sıkıntısı, Meksika’da bir borç krizine yol açmıştır.

Kriz ortaya çıktığı zaman, Meksika hükümetinin borç/GSYİH oranı (% 10) uluslararası standartlara göre çok yüksek değildi. Fakat borcun ortalama vadesi oldukça kısaydı. Borcun bu büyüklüğü ve vade yapısı, Meksika’nın kriz aralığı içinde olması için yeterliydi. Hükümetin borcunu yenileyemeyeceği yönündeki bir inanış, hükümet için borcu ödememeyi optimal kılacak ve bu yüzden hiçbir kreditor hükümete yeni fonlar vermeye istekli olmayacaktır (Cole vd. 1996: 309-310).

Ülkede yaşanan politik çalkantı karşısında, yerli ve yabancı yatırımcılar portföy yatırımlarını ülke dışına taşımaya başlamıştır. Bu durum, sermaye çıkışını sterilize etme politikası nedeniyle, hükümetin yabancı rezervlerinde önemli bir düşmeye yol açmıştır. Sonuçta yapılan devalüasyon sonrasında, yatırımcı paniği

kendi kendini besleyerek daha da genişlemiştir. Devalüasyonun hemen sonrasında yabancı ve yerli yatırımcılar, gelecek birkaç ay içinde hükümetin 28 milyar dolarlık Tesebonos borcunu geri ödemesi gerektiğini, fakat rezervlerinin 6 milyar dolar düzeyinde olduğunu anlamışlardır. Böyle olunca hükümet vadesi gelen borçları yenilemeyi başaramamış ve birdenbire kendisini likidite sıkıntısı içinde bulmuştur.<sup>3</sup> Böyle olunca Meksika hükümeti 1995 başında ödeyebilirliğini yitirmenin eşiğine gelmiştir. Sabit kur çöktükten sonra yatırımcıların bekleyişleri daha da kötüleşmiş ve finansal panik ortaya çıkmıştır (Chang vd. 1998b: 10).

Meksika ekonomisinin kötü dengeye kayması, uluslararası sermaye piyasalarında şaşkınlık yaratmıştır. Fakat yatırımcılar, çabuk öğrendiklerini göstermişler ve benzer temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu diğer gelişen piyasalarda da aynı olayın ortaya çıkabileceğini düşünmüşlerdir. Bu düşüncenin sonucunda yatırımcıların diğer gelişmekte olan ülkelere fonlarını hızla geri çekmesi, Tekila etkisini doğurmuştur. Böylece Meksika'daki kriz, başka ülkelere de bulaşmıştır.

## 2. 1997 GÜNEY DOĞU ASYA KRİZLERİ

Asya ülkelerinde krizden önce iki çeşit temel yapı zayıflığının bulunduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, bağlanmış döviz kuru rejiminin eşliğinde yürütülen finansal serbestleşmenin yarattığı para krizine karşı dayanıksızlıktır. İkincisi ise, banklara yönelik örtük garantilerin bulunduğu bir finansal sistemin serbestleşmesinden kaynaklanan finansal kırılmalardır. Birinci politika bileşimi, sermaye girişlerini teşvik etmiş; bu da yatırım ve tüketim genişlemesini beslemiştir. İkinci politika bileşimi ise, yetersiz düzenleme ve gözetim altında bankaların kredilerinde genişlemeye yol açmış ve bunların bilançoları üzerindeki riskleri yükseltmiştir. Böylece ekonomiler bir yandan para krizine karşı, bir yandan da bankacılık krizine karşı dayanıksız hale gelmiştir. Üstelik bu iki temel yapı zayıflığı karşılıklı olarak birbirini beslemiştir.

---

<sup>3</sup> Meksika hükümeti likidite sıkıntısı içinde olmasına rağmen, ödeyebilirliğini kaybetmemiştir. Hükümetin ödeyebilirliğini kaybetmediği, borcunun GSYİH'nın sadece %10'una karşılık gelmesinden ve bütçenin fazla vermesinden anlaşılabilir.

## 2.1. Kriz Öncesi Dönem

### 2.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

Doğu Asya krizinden en fazla etkilenen beş ülke, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland olmuştur. Söz konusu ülkeler, 1990 yılından kriz ortaya çıkıncaya kadar yoğun sermaye girişlerine maruz kalmışlardır.

Geniş hacimli özel sermaye girişleri, özellikle Tayland, Malezya ve Kore'de göze çarpmaktadır. Adı geçen üç ülkede toplam özel sermaye girişlerinin GSYİH içindeki payı 1991-96 döneminde sırasıyla, yıllık ortalama % 11,5, % 10,2, % 11,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Endonezya ve Filipinler'de ise bu oran sırasıyla, yıllık ortalama % 5,1 ve % 4,1 olmuştur.

Tablo 5'den görüleceği gibi, Malezya hariç diğer dört ülkede sermaye girişlerinin önemli bir bölümü, diğer yatırım bileşeni altında toplanmıştır. Tayland'da özel sermaye girişlerinin % 70'i diğer yatırım bileşeninden oluşmaktadır. Diğer yatırımlar, aynı zamanda Endonezya ve Malezya'da da en geniş bileşendir. Bu kategori, kısa ve uzun vadeli kredileri, alınabilir ve ödenebilir döviz, mevduat ve diğer hesapları kapsamaktadır. Sermaye girişlerinin bu bileşeni, en oynak olanıdır (Bird vd. 2000: 891). Öyleyse kriz öncesi dönemde Asya ülkelerinin büyük oranda kısa vadeli ve istikrarsız sermaye akımlarını elde ettiğini söyleyebiliriz.

Bu yoğun sermaye girişleri sırasında, en geniş ve sürekli cari işlem açıklarına sahip olan Asya ülkeleri, Tayland ve Malezya'dır (Tablo 6). Tayland'da cari işlem açıkları, 1990-1996 döneminde GSYİH'ya oran olarak ortalama % 6'nın üzerinde seyretmiştir. Üstelik kriz ortaya çıkmadan önceki iki yılda % 8'in üzerinde cari işlem açıkları vermiştir. Cari işlemler hesabında geniş ve sürekli açıklar veren bir başka ülke de Malezya'dır. Malezya'da 1990-1996 dönemi içinde, cari işlem açıklarının en yüksek olduğu yıllar 1991 ve 1995'tir. Söz konusu yıllarda cari işlem açıkları GSYİH'nın % 8'inden daha yüksek gerçekleşmiştir.

**Tablo 5 : Asya'da Net Sermaye Akımları (GSYİH'ya Oran%)**

Endonezya	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Ort.	1997
Özel Sermaye Akımları	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3	5,1	1,6
Doğrudan Yatırım	1,2	1,2	1,2	1,4	2,3	2,8	1,7	2,0
Portföy Yatırımı	0,0	0,0	1,1	0,6	0,7	0,8	0,5	-0,4
Diğer Yatırım	3,5	1,4	0,7	1,9	3,1	2,7	3,0	0,1
Resmi Akımlar	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,2	-0,7	0,7	1,0
Rezerv Değişmesi	-2,5	-3,0	-1,3	0,4	-0,7	2,3	-1,7	1,8
<b>Malezya</b>								
Özel Sermaye Akımları	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	9,6	10,2	4,7
Doğrudan Yatırım	8,3	8,9	7,8	5,7	4,8	5,1	7,2	5,3
Portföy Yatırımı	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer Yatırım	2,9	6,2	9,7	-4,2	4,1	4,5	2,9	-0,6
Resmi Akımlar	0,4	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Rezerv Değişmesi	-2,6	-11,3	-17,7	4,3	2,0	-2,5	-5,1	3,6
<b>Filipinler</b>								
Özel Sermaye Akımları	1,6	2,0	2,6	5,0	4,6	9,8	4,1	0,5
Doğrudan Yatırım	2,0	1,3	1,6	2,0	1,8	1,6	1,8	1,4
Portföy Yatırımı	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	-0,2	0,2	-5,3
Diğer Yatırım	0,2	0,6	1,1	2,5	2,4	8,5	2,1	4,5
Resmi Akımlar	3,3	1,9	2,3	0,8	1,4	0,2	2,0	0,8
Rezerv Değişmesi	-2,3	-1,5	-1,1	-1,9	-0,9	-4,8	-1,8	2,1
<b>Tayland</b>								
Özel Sermaye Akımları	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	11,5	-10,9
Doğrudan Yatırım	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3
Portföy Yatırımı	0,0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	1,4	0,4
Diğer Yatırım	9,2	6,8	4,1	7,0	10,0	7,7	8,5	-12,6
Resmi Akımlar	1,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	4,9
Rezerv Değişmesi	-4,3	-2,8	-3,2	-3,0	-4,4	-1,2	-4,3	9,7
<b>Kore</b>								
Özel Sermaye Akımları	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	11,5	-10,9
Doğrudan Yatırım	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3
Portföy Yatırımı	0,0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	1,4	0,4
Diğer Yatırım	9,2	6,8	4,1	7,0	10,0	7,7	8,5	-12,6
Resmi Akımlar	1,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	4,9
Rezerv Değişmesi	-4,3	-2,8	-3,2	-3,0	-4,4	-1,2	-4,3	9,7

Kaynak: Bird ve Rajan (2001): 89

**Tablo 6 : Asya'da Cari İşlemler Hesabı (GSYİH'ya Oran %)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	-2.82	-0.69	-2.03	-6.08	-8.50
1991	-3.65	-2.83	-8.69	-2.28	-7.71
1992	-2.17	-1.28	-3.74	-1.89	-5.66
1993	-1.33	0.30	-4.66	-5.55	-5.08
1994	-1.58	-1.02	-6.24	-4.60	-5.60
1995	-3.18	-1.86	-8.43	-267	-8.06
1996	-3.37	-4.75	-4.89	-4.77	-8.10
1997	-2.24	-1.85	-4.85	-5.23	-1.90

Kaynak: Corsetti vd. (1998b).

Diğer yandan Filipinler'de, 1991 ve 1992 yıllarında görece düşük olsa bile, dönem boyunca sürekli cari işlem açıklarına maruz kalmıştır. Endonezya'da ise 1995 yılına kadar görece düşük gerçekleşen açıklar, 1995 ve 1996 yıllarında % 3'ün üzerine çıkmıştır. Son olarak Kore'de cari işlem açıkları 1996 yılına kadar oldukça düşük seyretmiş; hatta 1993 yılında küçük de olsa bir fazlalık vermiştir. Buna rağmen 1994 yılından itibaren açıklar büyümeye başlamış, 1996 yılında % 5'e yaklaşmıştır. Kısacası Asya krizinden en çok etkilenen beş ülkede, değişik oranlarda olsa bile 1990-96 dönemi boyunca cari işlem açıkları görülmüştür.

1990 yılından 1997 yılının baharına kadar yerli paraların reel değer kazancı Tayland, Malezya, Filipinler ve Endonezya'da sırasıyla % 12, % 19, % 23, ve % 8 oranında olmuştur. Diğer yandan bu dönemde Kore'de yerli para reel olarak % 14 oranında değer kaybetmiştir.

Buna rağmen 1997 yılında spekülasyon saldırısına uğraşan beş ülkede yerli paralar önemli ölçüde değer kaybına uğramıştır. 1997 yılında yerli paranın ABD Doları karşısındaki değer kaybı oranları Tayland, Malezya, Filipinler, Kore ve Endonezya'da sırasıyla % 78, % 52, % 52, % 107, % 151 olmuştur.

Artan cari işlem açıkları ve sermaye girişleri, Asya ülkelerinin dış borç stoklarında yükselmelere yol açmıştır. Dış borç stokundaki artış, özellikle Kore, Tayland ve Malezya'da yüksek oranda gerçekleşmiştir. Adı geçen üç ülkede toplam



dış borçların GSYİH'ya oranı, 1990-1996 yılları arasında önemli ölçüde büyümüştür. Söz konusu dönemde dış borç/GSYİH oranı, Kore'de % 13,75'ten % 28,4'e çıkmıştır. Bu oran, aynı dönemde Tayland'da % 32,8'den % 50,5'e; Malezya'da ise % 35,8'den % 40,06'ya yükselmiştir. Endonezya ve Filipinler'de, 1990-1996 döneminde dış borçların GSYİH'ya oranı azalmıştır (Tablo 7).

**Tablo 7: Asya'da Dış Borçlar (GSYİH'ya Oran %)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	65.89	13.75	35.80	69.02	32.80
1991	68.21	13.51	35.48	71.45	38.38
1992	68.74	14.34	34.51	62.29	37.51
1993	56.44	14.18	40.74	66.09	34.10
1994	60.96	14.32	40.40	62.42	33.31
1995	61.54	23.80	39.31	53.21	33.78
1996	56.74	28.40	40.06	49.75	50.05

Kaynak: Corsetti vd. (1998).

Diğer taraftan 1990-1996 arasında kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı beş Asya ülkesinde de artış kaydetmiştir (Tablo 8). Öyleyse kriz öncesi dönemde krizden en çok etkilenen beş Asya ülkesinde, dış borçların bileşiminin kısa vadeli borçlar lehine değiştiği söylenebilir. Kısa vadeli borçların toplam içindeki payında en yüksek oranlı artış, Malezya'da gerçekleşmiştir. Bu ülkede 1990 yılında % 12,43 olan kısa vadeli borç/toplam borç oranı, 1996 yılı sonunda % 27,83'e ulaşmış ve % 124 oranında büyümüştür. Aynı dönemde söz konusu orandaki artış oranı; Endonezya % 56,6, Kore'de % 63, Filipinler'de % 33,5 ve Tayland'da % 39,7 olmuştur.

Kısacası kriz öncesi dönemde Asya ülkeleri, yüksek büyüme hızlarına ulaşmışlar ve büyük miktarlarda yabancı sermaye elde etmişlerdir. Diğer yandan söz konusu dönemde krizden en çok etkilenen ülkelerde; geniş cari işlem açıkları, yerli paraların reel değer kazancı ve kısa vadeli dış borçlarda artışlar gibi temel yapı zayıflıkları göze çarpmaktadır.

**Tablo 8: Asya'da Kısa Vadeli Borçların Toplam İçindeki Payı (%)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	15.92	30.87	12.43	14.48	29.63
1991	18.00	28.19	12.14	15.24	33.13
1992	20.52	26.99	18.18	15.93	35.22
1993	20.17	25.85	26.58	14.01	53.01
1994	18.05	25.47	21.13	14.29	60.67
1995	20.87	51.60	21.19	13.38	72.36
1996	24.98	50.20	27.83	19.34	41.41

Kaynak: Corsetti vd. (1998).

### 2.1.2. İç ve Dış Finansal Serbestleşme

Asya ülkelerinde krizden önceki dönemde yürütülen iç ve dış finansal serbestleşme süreci, bu ülke ekonomilerinde bazı dayanıksızlıkların ortaya çıkmasına katkıda bulunmuştur. Daha önce belirtildiği gibi, Neo-klasik teori, dış finansal serbestleşme sonrasında gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi faiz oranlarının, dünya faiz oranı düzeyine düşeceğini öngörmektedir. Oysa iç ve dış finansal serbestleşme sürecinde Asya ülkelerinde yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki fark ortadan kalkmamıştır. Böyle olunca söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişleri teşvik edilmiştir. Bu durum, bankaların dış yükümlülük ya da döviz cinsinden belirlenmiş yurtiçi yükümlülük biriktirme kabiliyetlerini arttırmıştır.

Finansal serbestleşme sonrasında süregelen yüksek faiz oranlarının, uluslararası sermayenin eksik hareketliliğini yansıttığı düşünülebilir. Ancak Asya ülkelerinde yabancı sermaye akımlarının önündeki engellerin hızlı bir şekilde önemli ölçüde kaldırıldığı düşünülürse, bu görüşün tek başına faiz farklarını açıklaması olası görünmektedir. Diğer yandan faiz paritesi teoremine göre, faiz farklarının kaynağı, döviz kurunun beklenen değer kaybı ve/veya risk primi olabilmektedir. Oysa başta Tayland olmak üzere Asya ülkeleri, yüksek bir risk primi taşımamış ve bu ülkelerde yüksek bir devalüasyon beklentisi de söz konusu olmamıştır (Bird vd. 2001: 895).

Oysa Asya ülkelerinde bankacılık kesiminin uluslararası rekabete kapalı olması, yerli bankaların yüksek karlılığa ve yüksek maliyet yapısına sahip olmalarına yol açmıştır. Diğer yandan faiz oranlarının yüksek kalmasının bir başka nedeni de, firmaların banka kredilerine yönelik taleplerini artırmış olmalarıdır. Firmalar, olumlu beklentiler altında ekonominin uzun süre hızlı büyüyeceğini tahmin etmişler ve bu yüzden yatırımlarını ve finansman taleplerini artırmışlardır. Böyle olunca sermaye girişleri sayesinde artan banka kredilerine yönelik talep de yükselince, yurtiçi faiz oranları yüksek kalmaya devam etmiştir.

Bu koşullar altında yabancı sermaye girişlerine aracılık etmek, yerli bankalar için kazançlı bir iş haline gelmiştir. Bankalar düşük yabancı faiz oranları üzerinden kısa vadeli borçlanıp, yüksek yurtiçi faiz oranları üzerinden kredi vermeyi sürdürmüşlerdir. Bankalar, döviz cinsinden borçlanmalarına rağmen, otoritelerin güvenilir sabit kur taahhütleri veri iken, döviz risklerini çok düşük algılamışlardır. Aynı zamanda olumsuz durumlarda örtük güvenlik ağının devreye gireceği inancının olması, sistemde ahlaki riziko yaratmıştır. Yüksek karlar ve düşük algılanan riskler karşısında tedbirli düzenleme ve gözetimin olmayışı, uluslararası finansal aracılığı bankalar için tamamen rasyonel bir iş haline getirmiştir. Bankalar, yüksek döviz borçları ve aktifleri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu nedeniyle bir devalüasyona karşı dayanıksız hale gelmişlerdir. Ayrıca sermayenin azalan marjinal verimliliği ve ekonominin performansının firmaların performansına duyarlılığı da bankacılık kesimini zayıflatmıştır. Bu koşullar altında bankalar expost aşırı borçlanmışlar ve aşırı kredi vermişlerdir.

Asya ülkelerinde 1990'lı yıllarda bir kredi genişlemesi gözlenmiştir. Bu kredi genişlemesinin bulguları, özel kesime verilen banka kredilerinin artış hızına ve özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ya oranına ilişkin verilerden çıkarılabilir.

Asya'da genişleme safhasında özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ya oranı, krizden etkilenen bütün ülkelerde yukarı yönde bir hareket sergilemiştir (Tablo 9). 1990-96 döneminde, özel kesime mevduat bankalarının verdikleri kredilerin GSYİH'ya oranı, Filipinler'de % 151, Tayland'da % 58 ve Malezya'da % 31

oranında artış göstermiştir. Ayrıca Endonezya (% 10) ve Kore’de (% 11) daha ılımlı olsa da, söz konusu oranın bu dönemde arttığı görülmektedir (Tablo 10).

**Tablo 9: Asya’da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri Artış Hızı (%)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1991	17.82	20.78	20.58	7.33	20.45
1992	12.29	12.55	10.79	24.66	20.52
1993	25.48	12.94	10.80	40.74	24.03
1994	22.97	20.08	16.04	26.52	30.26
1995	22.57	15.45	30.65	45.39	23.76
1996	21.45	20.01	25.77	48.72	14.63
1997	46.42	21.95	26.96	28.79	19.80

Kaynak: Corsetti vd. (1998b).

**Tablo 10: Asya’da Özel Kesime Verilen Banka Kredileri (GSYİH’ya Oran %)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	49.67	52.54	71.36	19.17	64.30
1991	50.32	52.81	75.29	17.76	67.70
1992	49.45	53.34	74.72	20.44	72.24
1993	48.90	54.24	74.06	26.34	80.01
1994	51.88	56.84	74.61	29.06	91.00
1995	53.48	57.04	84.80	37.52	97.62
1996	55.42	61.81	93.39	48.98	10.19
1997	69.23	69.79	106.9	56.53	11.63

Kaynak: Corsetti vd. (1998b).

Daha önce belirtildiği gibi, Asya ekonomilerinde finansal serbestleşme eşliğinde uygulanan hükümet garantileri, ahlaki riziko problemlerine yol açmak suretiyle kredi genişlemesine ve finansal kırılganlığa katkıda bulunmuştur. Asya’da ahlaki riziko problemi, şirketler, finans ve uluslararası düzeyde kendini göstermiştir. Şirketler düzeyinde ahlaki riziko, özel projelere hükümet tarafından sağlanan

garantiler yüzünden ortaya çıkmıştır. Hükümet destekleri, çoğu durumda doğrudan sübvansiyon ya da seçilmiş firmalar ve/veya sektörler kredilerin yönlendirilmesi biçiminde gerçekleştirilmiştir. Açık bir kurtarma vaadinin olmadığı durumda bile, şirketler kesiminin üretim planları ve stratejileri, büyük ölçüde yatırım projelerinin maliyetlerine ve riskliliğine bakılmaksızın yapılmıştır. Hükümetin sıkıntıya düşen firmaları desteklemeye istekli görüldüğü bir ortamda, piyasalar, yatırım getirisinin ters yönde karşısında sigorta edildiğine inanmışlardır. Bu inanışlar, sürekli sermaye birikimi yanında, sürekli ve geniş cari işlem açıklarına yol açmıştır. Finansal ahlaki riziko, yerli bankaların yurtdışından aşırı şekilde borçlanmalarına ve yurt içinde aşırı kredi vermelerine yol açmıştır.

Asya'da kriz öncesinde finans ve bankacılık kesiminde bazı çarpıklıklar göze çarpmaktadır. Bu çarpıklıklar; gevşek gözetim ve zayıf düzenleme, düşük sermaye yeterlilik oranları, düzenleyici kurumların yeterli uzmanlığa sahip olmayışı, proje seçiminde ve gözetiminde çarpık güdümler ve kredi dağıtımında piyasa-dışı kriterler (ilişkili bankacılık) biçiminde kendini göstermiştir.

Ahlaki rizikonun uluslararası yönü, krize yol açan dönem boyunca bölgenin yurtiçi araçlarına, risk değerlendirme standartlarını ihmal ederek, büyük miktarlarda kredi veren uluslararası bankaların davranışlarından kaynaklanmıştır. Bu aşırı kredi verme sendromu, kısa vadeli dış yükümlülüklerin, ya finansal borçlular lehine hükümet müdahalesi yoluyla ya da dolaylı olarak IMF kurtarmaları yoluyla garanti edileceği öngörüsüne dayanmıştır. Asya bölgesinde dış borç birikiminin çok büyük bir kısmı, kısa vadeli, korunmasız ve döviz cinsinden banka yükümlülükleri biçiminde gerçekleşmiştir. 1996 yılı sonuna kadar bölgede kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payı % 50'nin üzerinde olmuştur. Üstelik kısa vadeli dış yükümlülüklerin uluslararası rezervlere oranı, Kore, Endonezya ve Tayland'da % 100'ü aşmıştır.

## **2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar**

Bu konuda üç temel gelişme ortaya çıkmıştır. Birincisi, kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilen geniş cari işlem açıkları, Asya ekonomilerini sermaye akımlarının ani geri dönüşü riskine maruz bırakmıştır. İkincisi, yurtiçi finansal

piyasaların yeterli düzenlemenin ve gözetimin olmadığı bir ortamda serbestleştirilmesi, bankaların vade ve para uyumsuzluğu ile korunmasız dış borç pozisyonlarının artmasına fırsat tanımıştır. Böyle olunca söz konusu ülkeler ani para dalgalanmalarına karşı daha dayanıksız hale gelmişler ve döviz risklerine maruz kalmışlardır. Üçüncüsü, bankalarla yakın ilişki içinde bulunan ve sermayeyi etkinsiz kullanma eğiliminde olan şirketler, tam olarak gelişmemiş tahvil ve hisse senedi piyasalarının bulunduğu bir ortamda, hızlı genişlemelerini finanse etmek amacıyla bankalardan aşırı borçlanmışlardır. Böyle olunca firmalar, faiz oranı dalgalanmalarına dayanıksız hale gelmişlerdir. Sermaye piyasasının yeterince gelişmediği ve bankacılık kesiminin baskın olduğu bir ortamda, şirketler kesimi hızla büyümüştür. Bu süreçte şirketlerin borçluluk oranları oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Böyle olunca kriz ortaya çıktığı zaman, otoritelerin karşı karşıya kaldığı bir açmaz söz konusu olmuştur.

Sonuçta piyasalar Tayland'da döviz kurunun sürdürülebilirliği konusunda kaygı duymaya başlayınca, sermaye girişleri çıkışa dönüşmüş ve aktif fiyatlarında düşüş ortaya çıkmıştır. Düşen aktif fiyatları, serveti azaltmış ve finansal kurumların bilançolarına kayıplar yüklemiştir. Böyle olunca talep düşmüş ve daralan piyasalar nedeniyle daha büyük sermaye çıkışları olmuştur (The World Bank 1998: 31).

Bazı Asya ülkelerinin –özellikle Tayland, Kore ve Endonezya- dış şoklara karşı dayanıksız hale gelmesinde özellikle üç faktör etkili olmuştur. Bunlar; özellikle kısa vadeli özel sermayenin kolay elde edilebilirliği, sermaye girişinin bir kredi genişlemesine dönüşmesinde etkili olan makroekonomik politikalar ve yeni serbestleştirilmiş fakat yeterince düzenlenmemiş finansal piyasalardır. Uluslararası sermaye piyasalarından gelen itiş, yeterince düzenlenmemiş yurtiçi finansal sistemle karşılıklı etkileşim içinde, bir kredi genişlemesini beslemiştir. Bu durum kendisini aktif fiyatlarında şişkinlik biçiminde göstermiştir. Böyle olunca özellikle Tayland'da, halihazırda sermayeye göre borçluluk oranı yüksek olan firmaların dış borcu daha da artmıştır. Bu da ülkeleri yatırımcı beklentilerindeki kayma riskine karşı dayanıksız kılmıştır.

Asya ülkeleri sermaye akımlarının en hareketli biçimlerini -mevduat bankalarının aldığı borçlar ile portföy yatırımları- yüksek oranda çekmiştir. Öyle ki Doğu Asya, gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam kısa vadeli sermayenin yaklaşık % 60'ını elde etmiştir. Bu akımlar, bölge genelinde yurtiçi kredi genişlemesini finanse etmiştir. Bunun sonucunda 1996 ve 1997 yıllarında beş Asya ülkesinde M2, yaklaşık % 20 oranında büyümüştür. Söz konusu kredi genişlemesi aktif fiyatlarında artışa yol açmış ve böylece yüksek getiriler ortaya çıkmıştır. Artan aktif fiyatları bankaları daha çok kredi vermeye yöneltmiştir.

Gerçekte eğer yabancı yatırımcıların geri dönmeyen kredilerin farkında olmadığı asimetrik bilgi ortamı söz konusu ise ve sonuçta ülkenin para risk primi değişmiyorsa, paradoksal bir sonuçla karşılaşırız: Bu durumda artan yurtiçi finansal kırılganlık, kısa ve orta vadede ilave sermaye girişlerine neden olabilir. Bu sonuç, geri dönmeyen kredilerin artışı biçiminde yurtiçi finansal kırılganlığa sahip olmalarına rağmen, sermaye girişlerinde artış yaşayan Asya ülkelerinin deneyimleriyle tutarlıdır (Bird vd. 2001: 898).

### **2.2.1. Finansal Dayanıksızlık**

Asya'da finansal sistem, başlangıçta yurtiçi tasarrufları büyük oranda bankacılık sistemi aracılığıyla yatırım ve büyümeye kanalize edecek şekilde dizayn edilmiştir. Bu sistem içinde yatırımların büyük bir kısmı, örtük ya da açık hükümet garantileriyle korunmuştur. Kredi dağılım süreci, genelde kamu kesiminin yönlendirmesiyle banka kredilerinde bir genişlemeyi içermiştir.

Finansal serbestleşme, getirisi artan ve riski düşen yatırım fırsatlarının dışarıdan finanse edilmesini mümkün kılarak, bir yatırım genişlemesini hızlandırmıştır. Finansal sisteme yönelik örtük garantilerin çok kayda değer şekilde artmış olmasıdır. Bu süreçte finansal araçlar, bilançolarındaki genişlemeye eşlik eden riskleri sistematik olarak küçümsemişlerdir.

Asya ülkelerinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların, birbirlerini karşılıklı olarak etkilediklerini söyleyebiliriz. Tutarsız makroekonomik politikalar, ekonominin para krizine olduğu kadar finansal krize karşı da dayanıksızlığını

artırmıştır. Sabit döviz kuru rejimi, yabancı para üzerinden borçlanmayı sabit döviz kurunun örtük garantisiyle mümkün kılmıştır. Bu para politikası, sabit döviz kuru ile yüksek yurtiçi faiz oranını birleştirmeye çabaladığı zaman özellikle cazip hale gelmiştir. Böyle olunca yabancı para cinsinden belirlenmiş borç stoku çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu yüzden yurtiçi firmalar bilançolarındaki aktif tarafın riskini küçümsemekle kalmayıp, aynı zamanda yurtdışından borçlanma ile yükümlülük yönüne gelen riskleri de önemsememişlerdir. Bu firmalar adı geçen risklerin her ikisine karşı da büyük ölçüde garanti edilmiş olduklarını düşünmüşlerdir. Buna ilave olarak, yeterince gelişmemiş finansal sistem, ekonominin finansal kriz yanında para krizine de dayanıksızlığını artırmıştır. Finansal sisteme getirilen garantiler, yatırım üzerindeki risk primini düşürerek, yatırım genişlemesini teşvik etmiş ve sonuçta aşırı yatırım ortaya çıkmıştır. Böylece ekonominin para krizine dayanıksızlığı daha da artmıştır.

### **2.2.2. Uluslararası Likidite Sıkıntısı**

Asya'da sermaye girişleri ve kredi genişlemesi, dayanıksızlığı iki yönde artırmıştır. Bir yandan ülkenin mevcut yükümlülüklerini kendi likit kaynaklarından ödeme kabiliyetinin göstergesi olan kısa vadeli borcun uluslararası rezervlere oranı, 1994-1997 arasında hızla artmıştır. Haziran 1997'de Kore, Tayland ve Endonezya'da kısa vadeli borç, uluslararası rezervleri önemli ölçüde aşmıştır. Kısa vadeli yükümlülüklerin likit döviz aktiflerine oranının yüksek olması, bu ülkeleri yatırımcıların güven kaybından kaynaklanan bir spekülasyon saldırısına karşı dayanıksız kılmıştır. Diğer yandan M2'nin uluslararası rezervlere oranı, dayanıksızlığın daha geniş bir göstergesidir. Bu oran, sabit kura sahip olan bir ülkenin bir güven kaybı karşısında döviz rezervlerine hücum potansiyelini gösterir. Sermaye hesabı açık olan ve döviz kontrolleri daha düşük olan ülkeler, böyle bir hücum karşısında fonların ülke dışına kaydırılmasının kolaylığı nedeniyle daha dayanıksız olacaktır.

Yukarıda sözü edilen iki oran, uluslararası (döviz) likidite eksikliğinin göstergesidir. Krizden önce Asya'da finansal dayanıksızlığın esas kaynağı, uluslararası likidite eksikliği olmuştur. Uluslararası likidite eksikliği, finansal sistemin uluslararası aktifleri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu ifade



etmektedir. Eğer bir finansal sistemin yabancı para cinsinden kısa vadeli yükümlülükleri, kısa vadede kullanabileceği yabancı para miktarını aşarsa, bu finansal sistemin uluslararası likidite sıkıntısına sahip olduğunu düşünmek gerekir. Uluslararası likidite sıkıntısı, finansal çöküşler ve/veya para krizleri için gerekli ve yeterli bir koşuldur (Chang vd. 1998b: 18).

Beş Asya ülkesinde finansal sistemlerin uluslararası likidite pozisyonu krizden önce kötüleşmiş durumdaydı (Tablo 11)'den de anlaşılacağı üzere, uluslararası bankalardan alınan kısa vadeli kredilerin rezervlere oranı, Kore, Tayland ve Malezya'da 1990-97 arasında, Filipinler'de ise 1994-97 arasında artmıştır.

**Tablo 11: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Uluslararası Rezervler**

Uluslararası Bankalardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
Haz-1994	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
Haz-1997	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971
Uluslararası Rezervler (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	4,693	14,642	8,114	0,948	11,882	40,279
Haz-1994	10,915	21,684	32,608	6,527	27,375	99,109
Haz-1997	20,336	34,069	26,586	9,781	31,361	122,133
Kısa Vadeli Borç/Uluslararası Rezerv Oranı						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	2,208	1,061	0,217	3,185	0,591	0,936
Haz-1994	1,730	1,610	0,525	0,405	0,992	0,926
Haz-1997	1,704	2,060	0,612	0,848	1,453	1,433

Kaynak: Chang vd. (1998b): 57

**Tablo 12: Asya’da Kısa Vadeli Borçlar/Uluslararası Rezervler (%)**

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	149.28	72.13	1.954	479.11	62.55
1991	154.62	81.75	1.905	152.31	71.31
1992	172.81	69.62	2.112	119.37	72.34
1993	159.70	60.31	2.551	107.68	92.49
1994	160.36	54.06	2.434	95.00	99.48
1995	189.42	171.45	3.060	82.85	114.21
1996	176.59	203.23	4.098	79.45	99.69

Kaynak: Cosetti vd. (1998b).

Tablo 12’de görüldüğü üzere, kısa vadeli borç düzeyinin rezervlere oranı 1997 yılının ortasında Kore, Endonezya ve Tayland’da 1’in çok üzerindedir. Bu, finansal kırılganlığı göstermektedir ve yabancı bankaların kısa vadeli borçları yenilemeyi reddetmeleri durumunda, uluslararası rezervlerin bunları geri ödemeye yetmeyeceği anlamına gelmektedir. Malezya ve Filipinler’de bu oran 1’in altında olmasına rağmen, 1994-97 yılları arasında ikiye katlanmıştır.

Görüldüğü gibi Asya ülkelerinde kriz öncesinde finansal sistemin kısa vadeli dış yükümlülükleri, likit uluslararası aktiflerden daha hızlı bir artış göstermiştir. Buna göre beş Asya ülkesinin uluslararası likidite pozisyonu, yabancı kreditorlerin güven kaybının finansal sistemi kriz içine düşürebileceği bir noktaya ulaşmıştır.

### **2.2.2.1. Uluslararası Likidite Eksikliğinin Ardındaki Faktörler**

Söz konusu ülkelerin uluslararası likidite pozisyonlarının kötüleşmesinde üç faktör önemli rol oynamıştır. Birincisi, kriz öncesinde gerçekleştirilen finansal serbestleşmedir. Beş Asya ülkesinde uluslararası likidite pozisyonundaki kötüleşmeye katkıda bulunan ikinci faktör, kısa vadeli yükümlülüklerdeki hızlı artıştır. Asya’da kriz patlak verinceye kadar yabancı yatırımcılar Asya ülkelerine verdikleri kredileri sürekli olarak artırmışlardır. 1990 sonunda Asya’ya yabancı bankaların vermiş olduğu krediler 150 milyar dolar iken, 1997 ortasında 390 milyar dolara yükselmiştir.

Üstelik yabancı bankalardan sağlanan kredilerin çoğu kısa vadeli. Vadesi bir yıldan uzun olan kredilerin toplam krediler içindeki payı, 1990'da % 38 iken, 1997 ortasında % 30'a düşmüştür. Tam kriz zamanında ise toplam dış yükümlülükler içinde kısa vadeli kredilerin payı Kore'de % 68, Tayland'da % 66, Endonezya'da % 59, Malezya'da % 56 ve Filipinler'de % 59' idi (Tablo 13).

**Tablo 13: Asya'da Kısa Vadeli Borçlar ve Toplam Borç**

Toplam Borç (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	20,076	23,369	6,864	9,055	11,675	71,039
Haz-1994	30,902	48,132	13,874	5,990	36,545	135,443
Haz-1997	58,726	103,432	28,820	14,115	69,382	274,475
Kısa Vadeli Borç (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
Haz-1994	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
Haz-1997	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971
Kısa Vadeli Borçların Toplam Borç İçindeki Payı (%)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	51,60	66,45	25,66	33,34	60,18	53,06
Haz-1994	61,10	72,53	59,12	44,12	74,29	67,77
Haz-1997	59,02	67,85	56,45	58,75	65,68	63,75

Kaynak: Chang vd. (1998b): 58

Asya ülkelerinin çok fazla kısa vadeli borçlanmasına, finansal serbestleşmenin katkıda bulunduğunu söyleyebiliriz. Deregülasyon ve sermaye hesabındaki serbestleşme, sermaye girişlerinin önündeki engelleri düşürmek suretiyle toplam sermaye girişinin artmasına yol açmıştır. Serbestleşme öncesinde hükümet doğrudan yabancı sermayeyi teşvik etmek istemişse de, düşürülen engeller esas olarak kısa vadeli akımları etkilemiştir. Böyle olunca finansal serbestleşme, kısa vadeli borçların payının artmasına yol açmıştır.

Beş Asya ülkesinde uluslararası likidite pozisyonundaki kötüleşmeye katkıda bulunan üçüncü faktör döviz borçlarındaki artıştır. 1990'lı yıllarda Asya ülkelerinde finansal sistemin yükümlülüklerinin sadece vadesi değil, ayın zamanda para kompozisyonu da finansal kırılganlığa katkıda bulunmuştur. Söz konusu dönemde yurtdışından yapılan borçlanmaların büyük bir kısmı yabancı para cinsinden olmuştur.

Yurtiçi finansal kurumların yabancı para cinsinden borçlanmasının iki temel nedeni vardır. Birincisi, yasal düzenlemelerin dış borçlanmayı özendirici olmasıdır. Yabancı para ödünçlerinin daha düşük vergi oranlarına tabi olması, yabancı para mevduatlarına görece çok düşük rezerv zorlukları uygulanması ve kendine özgü düzenleme ve vergi avantajlarına sahip olan finansal merkezlerin ortaya çıkması, yabancı para cinsinden yapılan borçlanmanın hızla artmasına yol açmıştır. İkincisi, yüksek yurtiçi faiz oranları ile sabit döviz kuru taahhüdü bileşimidir. Yurtiçi ve yabancı borçlanma maliyetleri arasındaki fark, bankaları ve firmaları dış finansman yönünde bir tercihe yöneltmiştir. Efektif olarak dolara bağlanmış olan döviz kurlarının istikrarlı ve tahmin edilebilir bir seyir sergilemesi, yatırımcıların riskleri göz ardı etmelerine sebep olmuştur. Bu yüzden söz konusu dış yükümlülüklerin büyük bir kısmı korunmasız kalmıştır.

Yukarıda anlatılanların ışığında, 1997 yılının ortasında Tayland Bahtının devalüasyonu ile başlayan Asya krizinin hemen öncesinde, başta Tayland olmak üzere beş Asya ülkesinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların mevcut olduğu söylenebilir. Ayrıca söz konusu ekonomilerde ortaya çıkan cari işlem açıkları, büyük oranda kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmiş ve ülkelerin paraları reel olarak değer kazancına uğramıştı. Öte yandan sermaye girişleri, parasal toplamlarda artışlara yol açmış; bu da ekonomilerin döviz likidite pozisyonlarının kötüleşmesine yol açmıştı. Bütün bu faktörler, Asya ekonomilerinin 1996 yılı sonunda hem bir para krizine hem de bir finansal krize karşı dayanıksız olduğunu göstermektedir. Bu koşullar altında, ekonomilerin dış şoklara ve bekleyişlerdeki ani kaymalara karşı oldukça duyarlı hale geldikleri söylenebilir.

### 2.3. Dış Şoklar ve Tetikleyici Faktörler

Asya bölgesinde para ve finans krizlerini tetikleyen şoklardan biri, yatırımın azalan getirisi olmuştur. Doğu Asya’da aşırı yatırım olduğu doğru ise ve büyüme birincil olarak yatırım tarafından yönlendiriliyorsa, sermaye birikimi sırasında sermayenin azalan getirisi söz konusu olacaktır. Getiri oranındaki bu azalma tek başına krizi açıklamasa da, ekonomiler üzerinde olumsuz bir şok etkisi yaratmıştır.

Krizleri tetikleyen bir başka şok da, kötüleşen dış pozisyonudur. Reel döviz kuru ile ölçülen rekabetçilik, kriz öncesi dönemde bütün Doğu Asya ülkelerinde kötüleşmiştir. Bu kötüleşmenin birçok sebebi olabilir. Bağlanmış döviz kuru varken, nominal döviz kurundaki değişimler ve özellikle Doların Yen karşısında değer kazanması rekabetçilik kaybında etkili olmuştur (The World Bank 1998: 21).

#### 2.3.1. Tayland’da Para Krizi

1997 yılının ortasına gelindiğinde makroekonomik ve finansal dayanaksızlıklar, en çok Tayland’da göze çarpıyordu. Bu ülkede kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari işlem açıkları, GSYİH’nın % 8’ine ulaşmıştır (Tablo 6). Yoğun sermaye girişi ve kredi genişlemesi, yatırımları gayrimenkul kesimine doğru yöneltmiş ve bu da aktif fiyatlarında şişkinlik yaratmıştır. Özel kesim, yurtdışından büyük miktarlarda borçlanmış ve sabit kurun avantajlarını kullanarak döviz risklerine karşı korunmamıştır (The World Bank 1998: 22).

Ekonomide giderek su yüzüne çıkmaya başlayan dayanaksızlıklar karşısında önce hisse senedi yatırımcıları bölgeden fonlarını geri çekmiştir. Tayland’da menkul kıymetler piyasası, Şubat ayından yıl ortasına kadar % 30 oranında düşüş yaşamıştır. Piyasalarda aktif fiyatlarının çok yükseldiği ve döviz kurunun yanlış değerlendirildiği görüşü hakim olmaya başlamıştır. 1997 başından itibaren toplam özel sermaye girişi azalma eğilimi göstermiştir. 1997’nin ilk çeyreğinde tahvil ihracı ve sendikasyon kredileri, önceki yılın aynı dönemine göre % 30 oranında azalmıştır. Şubat 1997’de baht saldırı altına girdiğinde, hükümet sabit kuru desteklemek üzere müdahalede bulunmuştur. Merkez bankası vadeli piyasada 23 milyar dolar sözleşmesi ihraç etmiştir. Yatırımcıların güven kaybı devam ettikçe finans kurumlarının sıkıntıları

artarken, hükümet bunlara yüksek düzeylerde likidite desteği vermek zorunda kalmıştır. Söz konusu gelişmeler sonucunda finansal piyasalardaki baskı azalmamış, aksine artmıştır. Yüksek faiz oranları ve azalan uluslararası rezervler nedeniyle 2 Temmuz 1997 tarihinde hükümet sabit kurdan vazgeçmiştir.

Tayland ekonomisi, ihracattaki bir daralmaya bağlı olarak olumsuz bir talep şokuna maruz kalmış görünmektedir. Ayrıca yerli para Bahtın bağlanmış olduğu Doların değer artışı, Japonya'daki durgunluk nedeniyle Tayland'ın mallarına olan talebin düşmesi ve Çin'in devalüasyonundan kaynaklanan rekabetçilik kaybı bütün bölgeyi etkilemiştir. Fakat Tayland'da özellikle maliyet ve fiyat artışından kaynaklanan olumsuz bir şok vardır. Bu şok, reel ücretlerin artmasına ve yerli paranın reel değer kazancına yol açmıştır.

Tayland'da genişletici para politikasının yokluğunda, böyle bir şok bir resesyona sebep olmuştur. Zira hükümetin sabit bir döviz kuru taahhüdü söz konusuydu. Bu taahhütten genişletici bir para politikası aracılığıyla ayrılmak, kredibilite kaybına yol açabilirdi. Yine de ekonominin olumsuz şoklarla gelen daralması, bir devalüasyon beklentisi yaratmıştır. Ekonominin dayanıksızlığı, ihracat kesimindeki rekabetçilik kaybı nedeniyle sabit kuru sürdürmenin maliyetinin çok yüksek hale geldiği anlamını taşımaktadır. 1997 yazında kriz patladığı zaman, değer kaybı beklentileri, açık faiz paritesi ile tutarlı faiz oranını artırmış ve sabit kurun savunulması daha maliyetli hale getirmiştir. Ekonominin dayanıksızlığı, artan faiz maliyetlerine dayanma kabiliyetinin yetersiz olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda devalüasyon yapmamak çok maliyetli olabilirdi. Hükümetin bu maliyetleri halihazırda dayanıksız ihracat kesimine ve yurtiçi ekonomiye yükleme istekliliği sınırlı olduğu sürece, paranın devalüasyonuna izin vermesinin rasyonel bir tercih olduğu savunulabilir. Belirsizlik nedeniyle Tayland bahtının 1997 yazındaki ilk değer kaybı beklenenden daha büyük olmuş ve tıpkı Meksika krizinde olduğu gibi, döviz kuru hedefi aşmıştır.

### **2.3.2. Bulaşma**

Tayland bahtının devalüasyonu, bölgede finansal panik yaratmış ve sermayenin geri çekilmesini tetiklemiştir. Tayland'daki gelişmeler, yatırımcıların

önceden ihmal ettikleri zayıflıkları daha ciddi şekilde değerlendirmelerine yol açmıştır. Yatırımcılar, zamanla finansal sistemin sağlığına ve kısa vadeli borcun büyüklüğüne ilişkin kaygılarını doğrulayan yeni bilgiler elde etmişlerdir. Piyasa şüpheleri, finans ve şirketler kesiminin şeffaflığının olmayışı ile daha da artmıştır. Rezervlerin kısa vadeli borçları karşılamayacağı düşüncesiyle yatırımcı güveni kaybolunca, yerli ve yabancı yatırımcılar ülke dışına kaçmak için birbirleriyle yarışmaya başlamışlardır.

Bulaşma, aktif fiyatlarında düşüş ile sermaye çıkışlarında eşanlı bir hareket yaratmıştır. Kriz öncesinde bölgeye yönelik net sermaye girişi, altı ay içinde 12 milyar dolar çıkışa dönüşmüştür. Gayrimenkul piyasalarında düşüş, Tekila krizinden de şiddetli olmuştur (The World Bank 1998: 28). Böyle olunca Endonezya, Malezya, Filipinler ve Kore'nin finansal piyasalarındaki baskı artmaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerde dövize yönelik spekülasyon saldırı, yurtiçi faiz oranlarının yükselmesine ve uluslararası rezervlerin erimesine yol açmıştır, sonuçta adı geçen dört ülkede yerli paralar devalüe edilmiştir.

### **2.3.3. Finansal Panikten Çöküşe**

Tayland'da para krizine yol açan olumsuz şoklar, aynı zamanda finansal sistem içinde bir probleme neden olmuştur. Halihazırda yurtiçi maliyetlere ve fiyatlara bağlı olarak dayanıksız olan ekonomiye maliyet getiren olumsuz şok, bankacılık sisteminin aktiflerinin değerini düşürmüştür. Böyle olunca hükümetin finansal sistemi kurtarması gerekmiş ve bu da finansal krize yol açmıştır. Ayrıca yerli paranın değer kaybetmesi, hükümetin garanti altına aldığı özel kesimin dış yükümlülüklerin değerinin artmasına yol açmış ve hükümetin vaat ettiği kurtarmaları yapamama olasılığı ortaya çıkmıştır. Böyle olunca yabancı kreditorler paniğe kapılmış ve finansal çöküş hızlanmıştır.

Hükümetin örtük garantileri karşılamak için vergileme aracılığıyla fonları arttırdığı durumda, eğer hükümet garantileri karşılamak için borçlanabilirse çöküş önlenebilir. Fakat garantiler uzun vadeli olsa bile, finansal sistemin kısa vadeli kreditorleri, kredilerini aniden geri çektiği zaman panik olasıdır. Finansal sistemin kısa vadeli borçları, hükümetin garantileri ödemek üzere derhal harekete

geçirebileceği kısa vadeli aktiflerini aştığı ve hükümete likidite sağlayacak bir en son kredi mercii olmadığı zaman problem ortaya çıkacaktır.

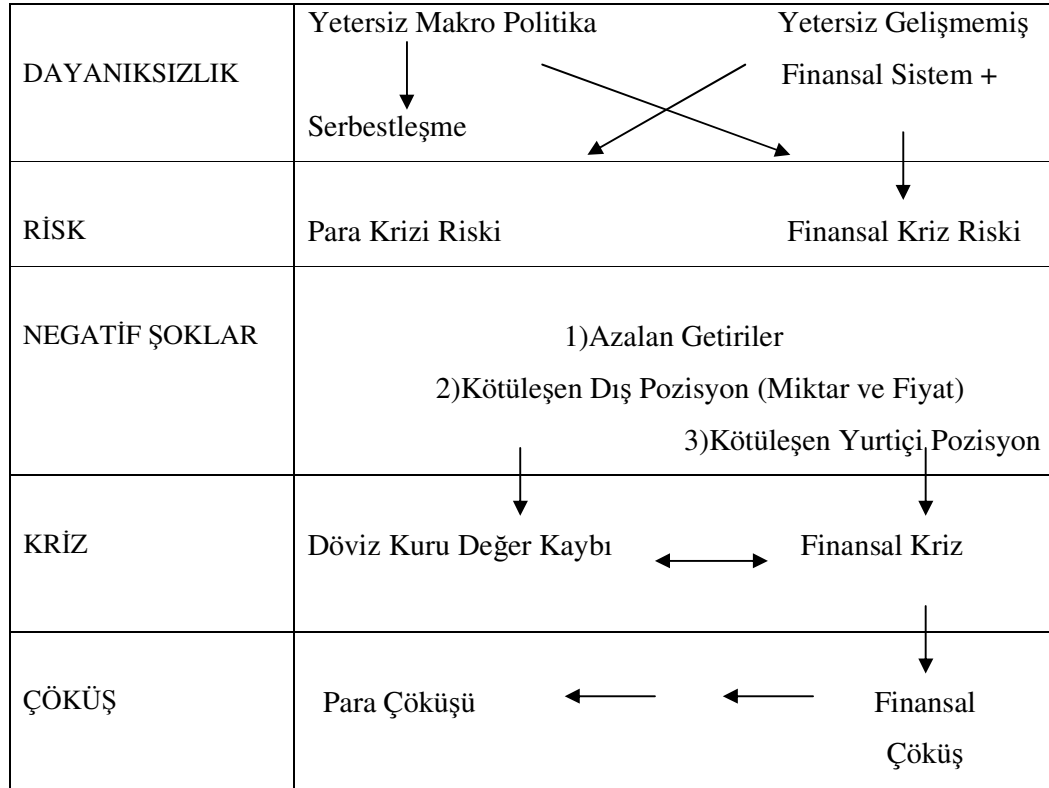
Asya ülkelerinde paranın değer kaybı da, finansal çöküşe katkıda bulunmuştur. Bu ülkelerde sabit döviz kuru rejimi altında, korumasız döviz yükümlülüklerinde hızlı artışlar olmuştur. Tayland bahtının devalüasyonu, söz konusu yükümlülüklerin değerini arttırmıştır. Paranın devalüasyonu, finansal sisteme kredi verenlerin sistem üzerindeki hükümet garantilerini yerine getirilemeyeceğini düşünür hale gelmelerine yetecek kadar büyük olduğu zaman, finansal çöküşle sonuçlanmış; bu da, hükümetin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği korkusunu tetiklemiştir. Bu noktada panik ortaya çıkmış ve bundan sonra finansal çöküş hızlanmıştır.

Tayland bahtının devalüasyonundan önce uluslararası kredi derecelendirme kurumları, Kore bankalarının finansal güçlük içinde olduklarını bilmelerine rağmen, hala hükümetin bankaları kurtarma taahhüdünü göz önüne aldıkları için kredi notlarını düşürmemişlerdir. Bununla birlikte bu hükmü verirken büyüyen kurtarma maliyetlerini, sadece bankalara yeterli sermaye enjekte etme maliyetiyle ilişkili olduğu ölçüde hesaba katmışlardır. Bunlar hükümetin bütçe kapasitesi içinde dikkate alınmıştır. Eğer derecelendirme kurumları büyük bir değer kaybı olasılığının farkında olsalardı ve bankaların değer kaybeden paralar cinsinden dış yükümlülüklerinin garantisinin tümünü yerine getirmenin hükümete yükleyeceği maliyeti göz önüne alsalardı, bütçe açığının buna dayanamayacağını hesaplamaları gerekirdi. Bu bütçe kısıtı, bankalara verilecek desteklere ilişkin tahminlerini revize etmelerine ve notlarını düşürmelerine yol açabilirdi. Öyleyse Asya ülkelerinde para krizi, finansal çöküşü beslemiş ve hızlandırmıştır.

Kısacası Asya'da ekonominin para krizine dayanıksız olduğu bir ortamda ortaya çıkan olumsuz şoklar, yerli paranın devalüasyonunu hızlandırmıştır. Bu devalüasyon, para krizi diye adlandırılabilir fakat bunun bir çöküşe yol açması gerekli değildir. Aynı olumsuz şoklar, finansal sistem üzerine de önemli kayıplar getirmişlerdir. Bu şoklar, ekonominin finansal krize dayanıksız olduğu bir ortamda, hükümetin finansal kesimi kurtarma yükümlülüklerini tetiklemiştir.



**Şekil 2: Asya'da Krizler, Para Çöküşü ve Finansal Çöküş**



Kaynak: Corbett vd. (1999): 157

Asya'da çöküşe yol açan faktörlerden birincisi, bekleyişlerin finansal paniği hızlandırmasıdır. Çöküşe neden olan ikinci faktör, finansal kesimin olumsuz dış şokların etkilerini genişletmiş olmasıdır. Üçüncü önemli faktör ise, para krizi ile finansal kriz arasındaki karşılıklı etkileşimdir. Yerli paranın değer kaybı, finansal krizin kötüleşmesine yol açmıştır. Bu durum, sabit döviz kuru rejiminin kendine özgü özelliğinden kaynaklanmaktadır. Sabit kur, döviz cinsinden büyük miktarda korunmasız borçlanmaya yol açmıştır. Yerli paranın devalüasyonu, finansal sisteme kredi vermiş olanların hükümet garantilerinin yerine getirilemeyeceğine inanmalarına yetecek kadar geniş olunca, finansal çöküş ortaya çıkmıştır. Finansal çöküş, hükümetin ödeyebilirliğini kaybedeceği yönündeki korkuları tetiklemiş ve bu korku da para çöküşüne yol açmıştır. Böyle olunca finansal çöküş daha da ağırlaşmıştır (Şekil 2).

### 3. 1994 VE 2000-2001 TÜRKİYE KRİZLERİ

1990'lı yıllarda bir çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de 1994 ve 2000-2001 yıllarında ikiz krizler yaşanmıştır. Türkiye'nin yaşamış olduğu bu krizlerin ortak özelliklerinden biri, her iki krizin de dış finansal serbestlik ortamında ortaya çıkmış olmasıdır.

Diğer yandan her iki kriz öncesinde de, ekonomide bir taraftan makroekonomik dayanıksızlık bir taraftan da finansal kırılganlık göstergeleri göze çarpmaktadır. Gerçekten de söz konusu iki kriz, zayıf makroekonomik temel yapı ile kırılgan bankacılık sistemi bileşiminin riskli ve tehlikeli olabileceğini açıkça göstermiştir. Gerek kriz öncesi dönemlerde gerekse krizler sırasında, makroekonomik dayanıksızlık ile finansal kırılganlığın karşılıklı etkileşiminin, krizlerin şiddetini artırdığını söylemek mümkündür.

Her iki kriz de geniş çaplı sermaye girişlerinin yaşandığı bir dönemin ardından, bir finansal panik ortamında yoğun sermaye çıkışı eşliğinde ortaya çıkmış ve derinleşmiştir. Bu nedenle gerek 1994 gerekse 2000-2001 krizlerinin, birer sermaye hesabı krizi özelliği taşıdıkları ileri sürülebilir.

#### 3.1. 1994 Krizi

Meksika ve Asya krizlerinde olduğu gibi Türkiye'deki 1994 ikiz krizlerinin hemen öncesinde Türkiye ekonomisinin para ve bankacılık krizlerine karşı dayanıksız olduğu söylenebilir. Öncelikle yetersiz denetim ve gözetim altında yürütülen finansal serbestleşme süreci, bilançolarında yüksek riskler taşıyan ve kırılgan bir bankacılık sistemi yaratmıştır. Diğer yandan 1990 yılından itibaren başlayan genişleme döneminde tohumları atılan makroekonomik zayıflıklar, ekonominin bir para krizine karşı dayanıksızlığını artırmıştır.

##### 3.1.1. Kriz Öncesi Dönem

Türkiye ekonomisi 1970'li yılların sonlarına kadar yaşamış olduğu finansal baskı döneminin ardından, 1980'lerin başından itibaren ekonomik reform ve serbestleşme yönünden alınan tedbirlere sahne olmuştur. Söz konusu tedbirlerin bir

ayağını oluşturan finansal kesime ilişkin reformlar, artan rekabet sayesinde kaynak dağılımını iyileştirmeyi ve finansal kesimdeki zayıf düzenleyici yapıyı güçlendirmeyi amaçlamıştır. Finansal kesime ilişkin reformlar, 1980’li ve 1990’lı yıllar boyunca devam etmiştir. Bu çerçevede 1985 yılında sermaye yeterliliği, rezerv zorunluluğu, muhasebe ve kamuya açıklama kuralları ve mevduat sigortası ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. 1989 yılında Basel Komitesinin sermaye yeterlilik oranı kabul edilmiş, batık kredilerin uluslararası standartlara yakın bir şekilde sınıflandırılması yönünde adımlar atılmıştır. Buna karşın sermaye hesabının serbestleştirilmesini amaçlayan tedbirlerin hız kazandığı bu dönemde, bankaların döviz işlemleriyle ilgili düzenlemelerin yetersiz kaldığı söylenebilir.

Türkiye’de sermaye hesabının serbestleşmesi, sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir adım olmuştur. Bu çerçevede ilk olarak 1988 yılının Temmuz ayında yabancı yatırımcılar ile yabancı fonların Türk sermaye piyasasına girişlerine, yerli şirketlerin menkul kıymetlerini alıp satmalarına ve bunlara ortak olmalarına izin verilmiştir. 1989 yılının Ağustos ayında yerleşiklerin belirli limitler dahilinde yurt dışında doğrudan yatırım yapmalarına ve yerleşik olmayanların borsada kayıtlı olan menkul kıymetleri alıp satmalarına ve bunlardan kazanılan gelirlerin yurt dışına transfer edilmesine müsaade edilmiştir. 1990 yılında ise bankaların veya özel finans kurumlarının aracı olarak kullanılması şartıyla yerleşiklerin yurt dışında yabancı kredi alabilmelerine imkan tanınmıştır. 1991 yılına yerleşik olmayanların döviz alımları ve bunların yurt dışına transferi üzerindeki limitler kaldırılmış ve yerleşiklerin Türk şirketleri tarafından ihraç edilmiş olan menkul kıymetleri yurt dışında serbestçe satabilmelerine olanak sağlanmıştır (Ishii vd. 2002: 82).

Dış finansal serbestleşmeye yönelik bu tedbirlerin ardından Türkiye ekonomisi, sermaye girişleri tarafından beslenecek ve 1994 yılına kadar sürecek olan bir genişleme sürecine girmiştir. Bu dönemde sermaye girişleri ve cari işlem açıkları artarken, yerli para reel olarak değer kazanmıştır.

### **3.1.1.1. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler**

Sermaye hesabının serbestleşmesinin ardından Türkiye ekonomisine yönelik sermaye girişlerinde önemli bir yükseliş gözlenmiştir. Öyle ki, 1991 yılındaki Körfez

Krizinin etkisi göz ardı edilirse, ödemeler bilançosunun sermaye hesabı 1994 yılının ikinci çeyreğine kadar sürekli fazla vermiştir. Sermaye hesabındaki fazlalık yaklaşık olarak, 1992 yılında 3,7 milyar dolara ve 1993 yılında 8,7 milyar dolara ulaşmıştır.

Söz konusu iki yılda toplam sermaye girişleri ortalama olarak GSHM'nin % 3,72'si kadar olmuştur. Üstelik sermaye hesabındaki bu yükseliş büyük bir kısmı portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye girişlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 1992 ve 1993 yıllarında sırasıyla yaklaşık 3,1 milyar dolar net kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Sermaye girişlerindeki bu artışlar bir taraftan yurtiçi talepte genişleme yaratırken, diğer taraftan da yerli paranın değer kazanmasına ve cari işlem açıklarının yükselmesine yol açmıştır (Tablo 14).

Türkiye ekonomisi yoğun sermaye girişi eşliğinde özellikle 1990 yılından itibaren yurtiçi talepte bir genişleme yaşamıştır. Bu genişleme özellikle 1992 ve 1993 yıllarında hız kazanmıştır. Söz konusu dönemde ülkeye yönelik sermaye girişlerindeki yükseliş, yurtiçi tüketim ve yatırım talebinin artmasına olanak sağlamıştır.

Sermaye girişlerinin yoğunlaştığı ve yurtiçi talepte genişlemenin olduğu dönem, Türk Lirasının reel olarak değer kazandığı dönem olmuştur. Bu durum, özellikle 1992 yılının ikinci yarısı ile 1993 yılının son çeyreği arasında kendini hissettirmiştir. Reel efektif döviz kuru endeksi, 1992 Haziran ayında 1993 Ekim ayına kadar yaklaşık olarak % 9,6 oranında artış göstermiştir. Yerli paranın reel değer kazancı, rekabet gücünün azalması sonucunu yaratmıştır (Tablo 15).

**Tablo 14:Türkiye’de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları)**

	Cari İşlemler Hesabı	Sermaye Hesabı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Ser.Har.	Kısa Vadeli Ser.Har.	Net hata ve Noksan	Rezerv Hareketleri
1990 IV	-905	1060	123	197	-169	939	124	-263
II	-590	1193	275	260	-290	948	121	-765
III	-520	754	174	84	-18	514	225	-662
IV	-596	959	141	36	183	599	-881	382
1991 I	-215	-1710	129	28	-614	-1253	0	2246
II	208	413	133	214	187	-121	0	-1323
III	605	-932	260	76	-70	-1198	0	41
IV	-348	-168	261	305	-286	-448	0	65
1992 I	-155	28	165	224	106	-467	-768	895
II	-590	1603	194	930	-575	1054	-575	-438
III	-32	938	254	569	-236	351	200	-1106
IV	-166	1079	166	688	-233	458	-78	-835
1993 I	-925	2827	94	1028	198	1507	-927	-975
II	-2332	2215	200	367	471	1177	-89	206
III	-1569	2095	135	741	466	751	-583	59
IV	-1554	1828	193	1784	235	-381	-676	402
1994 I	-1133	835	51	1410	75	-701	-2682	2980
II	1403	-2463	119	-58	-224	-2300	1853	-798
III	2014	-2374	132	-290	-576	-1640	2503	-2143
IV	342	-192	257	96	-59	-486	95	-245
1995 I	428	2874	126	-844	-360	3952	355	-3657
II	-443	1693	123	-324	373	1521	548	-1798
III	25	1932	159	1377	-162	558	937	-2894
IV	-2349	-1856	364	28	70	-2318	514	3691

Kaynak: TCMB.

**Tablo 15: Türkiye’de TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)**

Aylar	1991	1992	1993	1994	1995
1	121,2	117,8	113,7	109,1	96,0
2	120,5	118,4	114,5	101,1	99,1
3	116,8	116,2	114,9	93,7	99,2
4	115,4	111,8	114,2	76,7	100,9
5	112,7	108,1	113,4	79,3	101,2
6	112,7	105,8	112,5	86,7	101,7
7	112,7	103,7	113,7	87,9	100,5
8	112,7	105,4	113,0	87,8	100,2
9	112,5	107,8	113,3	86,7	103,6
10	111,9	110,7	111,6	89,6	100,9
11	110,7	111,0	112,7	91,9	99,6
12	111,5	111,8	111,5	97,5	96,9

Kaynak: TCMB.

Türk Lirasının reel değer kazancının sonucu, görel olarak ithalat daha ucuz, ihracat ise daha pahalı hale gelmiştir. Böyle olunca ülkenin cari işlem açıklarında hızlı bir artış gözlenmiştir. Ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabı 1991 yılında 250 milyon dolar fazla vermişken, 1992 yılında 974 milyon dolar ve 1993 yılında 6433 milyon dolar açık sergilemiştir. Cari işlem açıklarının GSMH’ya oranı 1993 yılının birinci çeyreğinde % 2,7, ikinci çeyreğinde % 5,7, üçüncü çeyreğinde % 2,7 ve son çeyreğinde % 3,4 olarak gerçekleşmiştir. Üstelik bu açıkların finansmanında, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları önemli yer tutmuştur. Öyleyse Türkiye ekonomisinin 1994 krizinden önce cari işlem açıklarını, sermaye hareketlerinin en oynak ve istikrarsız kalemleri ile finanse ettiği söylenebilir.

**Tablo 16:Türkiye’de Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler**

	Toplam Dış Borç (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borç (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	Toplam Borç/IR	Kısa Vadeli Borç/IR	Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)
1990-IV	49035	9500	0,19374	8,21082	1,59076	5972
1991-I	45529	9179	0,20161	1,22522	2,47013	3716
II	43752	8822	0,20164	8,66205	1,74658	5051
III	45733	8641	0,18894	9,19626	1,73758	4973
IV	50489	9117	0,18057	10,26620	1,85380	4918
1992-I	50951	10203	0,20025	13,64515	2,73246	3734
II	46330	8819	0,19035	10,65057	2,02736	4350
III	56075	11701	0,20867	9,95473	2,07722	5633
IV	55592	12660	0,22773	9,08960	2,06998	6116
1993-I	56800	12596	0,22176	8,00338	1,77483	7097
II	59381	14485	0,24393	8,72736	2,12889	6804
III	65875	16543	0,25113	9,45122	2,37346	6970
IV	67356	18533	0,27515	10,84115	2,98294	6213
1994-I	67247	15891	0,23631	20,41500	4,82423	3294
II	66581	13221	0,19857	15,64036	3,10571	4257
III	66779	12154	0,18762	9,60970	1,80299	6741
IV	65601	11310	0,17241	9,22399	1,59027	7112
1995-I	71581	13166	0,18393	6,33909	1,16596	11292
II	73779	14227	0,19283	5,52693	1,06577	11349
III	73171	15586	0,21301	4,52399	0,96364	16174
IV	73278	15701	0,21426	5,91428	1,26723	12390

Kaynak: HM, TCMB.

Böyle olunca ekonomi sermaye akımlarında ani bir geri dönüşe karşı dayanıksız hale gelmiştir. Nitekim 1994 yılı içinde yatırımcıların bekleyişlerindeki ani kötüleşme sonucunda yaklaşık 4,5 milyar dolar değerindeki yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir. Artan sermaye girişleri ve cari işlem açıkları karşısında ülkenin dış borç stokunda da hızlı bir yükseliş olmuştur. 1990 yılının sonunda yaklaşık 49 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 1991 sonunda 50, 1992 sonunda 55,5 ve 1993 sonunda 67,3 milyar dolara çıkmıştır. Buna göre 1990-1993 döneminde toplam dış borç stoku % 37,3 oranında artış kaydetmiştir (Tablo 16).

Diğer yandan kısa vadeli borç stokundaki yükseliş çok daha çarpıcıdır: 1990 yılının sonunda 9,5 milyar dolar olan kısa vadeli dış borçlar, 1993 yılının sonunda 18,5 milyar dolara sıçramıştır. Söz konusu sıçrama, yaklaşık % 100'lük bir artışa karşılık gelmektedir. Böyle olunca kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı da keskin bir yükseliş yaşamıştır: 1990 yılı sonunda % 19,3 iken, 1992 sonunda % 22,7 ve 1993 sonunda % 27,5 olmuştur. Dış borçların kısa vadeli borçlar lehine gösterdiği bu gelişim, ülke ekonomisinin bekleyişlerdeki bir kötüleşmeye karşı oldukça dayanıksız hale geldiğini göstermektedir. Zira kısa vadeli dış borçlar, yatırımcıların güven kaybı karşısında çabucak geri çekilmesi muhtemel olan borç stokunu göstermektedir.

### **3.1.1.2. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı**

Dış finansal serbestleşme sürecinde bankaların döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerin yetersiz kalması ve bankaların zayıf risk yönetimleri, bankacılık sisteminin döviz risklerini oldukça yükseltmiştir. Genişleme döneminde yüksek enflasyon ve oynak faiz oranları nedeniyle yerli paraya duyulan güvenin sarsılması sonucunda banka bilançolarının önemli bir kısmı dolarize olmuştur.

Aynı dönemde yurt dışından sağlanan fonların maliyetinin görece olarak düşük seyretmesi, döviz cinsinden bankacılık kesiminin kullandığı kredilerin hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Sonuçta bankaların dış yükümlülükleri birkaç yıl boyunca karlı bir şekilde artmıştır.



Mevduat bankalarının dış yükümlülükleri 1991 yılının sonunda 3639 milyon dolar iken, 1992 yılında 6472 milyon dolara ve 1993 yılında 9589 milyon dolara yükselmiştir. Böylece mevduat bankalarının dış yükümlülükleri sabit fiyatlarla 1992 yılında % 82,5 ve % 55,3 oranında büyümüştür. Bütün bu gelişmeler bankacılık kesiminin döviz pozisyonu açığını yükseltmiştir. 1993 yılı sonunda bankaların döviz pozisyonu açıkları 4,6 milyar dolara ulaşmıştır (TCMB 1993: 58).

Türk bankacılık kesiminin döviz pozisyonunun öz kaynaklara oranı 1992 yılının sonunda 80,7 iken, 1993 yılının sonunda 104,8 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 17). Böyle olunca bankaların döviz riski çok yükselmiş ve yerli paranın muhtemel değer kaybına karşı bankaların dayanıksızlığı artmıştır.

Ayrıca yurt dışından nispeten kısa vadelerle toplanan fonlar, gerek döviz gerekse yerli para cinsinden kredilere yöneltilmiş, böyle olunca bankaların likidite riski yükselme eğilimi göstermiştir.

Diğer yandan finansal genişleme döneminde bankacılık kesiminin yurtiçi kredi arzı reel olarak süratli bir büyüme göstermiştir. Mevduat bankalarının yurtiçi kredileri sabit fiyatlarla 1992 yılında % 19,6 ve 1993 yılında % 15,8 oranında büyümüştür. Reel kredilerdeki bu genişleme sonrasında 1992 Kasım ayında % 72 olan kredi/mevduat oranı 1993 Kasım ayında % 88,8'e, 1992 Kasım ayında % 39,8 olan kredi/aktif oranı 1993 Kasım ayında % 42,6'ya yükselmiştir (TCMB 1993: 63).

Banka kredilerindeki reel büyüme, görece daha riskli alanlara yönelik kredilerin toplam krediler içindeki payının artmasına eşlik etmiştir. 1992 ve 1993 yıllarında toplam banka kredilerinin içinde ihracat ve yatırım kredilerinin payı gerilerken, tüketici ve finans kesimi kredilerinin payı yükselmiştir (TCMB 1993: 63). Bunun sonucunda bankaların kredi ve faiz riskleri yükselmiş, bankacılık kesimi faiz oranlarındaki değişmelere ve muhtemel bir ekonomik durgunluğa karşı daha hassas ve dayanıksız hale gelmiştir.

**Tablo 17:Türk Bankacılık Kesiminin Riskleri (1994 Krizi)**

	1992	1993				1994			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Toplam Krediler/ Toplam Aktifler	41.8	41.2	42.0	41.8	41.4	39.1	35.6	33.9	39.1
YP Likit Aktifler/ YP Yükümlülükler	49.6	42.0	45.4	42.3	51.6	44.6	49.3	52.2	51.9
Döviz Pozisyonu/ Öz kaynaklar	80.7				104.8				26.6
Takipteki Krediler/ Toplam Krediler	3.4	3.2	2.9	3.0	3.1	3.3	4.7	4.9	4.1
YP Aktifler/ YP Yükümlülükler	86.8	81.0	83.2	82.8	84.6	84.8	95.0	96.5	96.5

Kaynak: TBB.

Not: YP, yabancı parasının kısaltmasıdır. Döviz pozisyonu, yabancı para yükümlülükler eksi yabancı para aktifler farkını ifade etmektedir.

### 3.1.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar

Söz konusu dayanıksızlıkların başında, artan sermaye girişlerinin tüketim ve yatırım harcamalarını yükseltmesi ve ekonomi de talep yönlü baskılara yol açması gelmektedir. Artan talep baskıları Türk Lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanmasına ve cari işlem açıklarının genişlemesine sebep olmuştur. Genişleyen cari işlem açıklarının büyük oranda kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmesi, ekonominin sermaye akımlarında ortaya çıkabilecek ani bir geri dönüş karşısında hasar görebileceğine işaret etmekteydi.

1994 krizinin hemen öncesinde göze çarpan en önemli finansal dayanıksızlık göstergesi, kısa vadeli dış borçların uluslararası rezervlere oranındaki yükseliştir. Söz konusu oran 1993 yılının birinci çeyreğinde 1,77 iken, aynı yılın ikinci çeyreğinde 2,13, üçüncü çeyreğinde 2,37 ve dördüncü çeyreğinde 2,98 düzeyine yükselmiştir (Tablo 16). Kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı, uluslararası likiditenin bir ölçüsüdür ve bir ekonomide bu oranın yükselmesi, o ekonomide döviz likidite sıkıntısının arttığını gösterir. O halde 1993 yılında Türkiye ekonomisinde döviz likidite sıkıntısı sorununun ağırlaştığını söylemek mümkündür. Uluslararası likidite

sıkıntısının artması, bir finansal panik sırasında sermaye akımlarında ortaya çıkması muhtemel bir geri dönüş karşısında ekonomilerin dayanıksızlığını arttırmaktadır.

Öyleyse yukarıda adı geçen oranın yükselmesi, likit döviz varlıklarının likit döviz yükümlülüklerini karşılamada giderek daha yetersiz hale geldiği anlamını taşıyacaktır. Bu da yatırımcı paniğine katkıda bulunabilecek bir zayıflıktır. Bir yatırımcı paniği başladıktan sonra, uluslararası likidite sıkıntısının daha da artması, paniği daha da körüklemesine yol açabilmektedir. 1994 yılının ilk çeyreğinde kısa vadeli borçların rezervlere oranının 4,82'ye yükselmesi, bu görüşü doğrulamaktadır.

### **3.1.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı ve Finansal Panik**

1994 krizinin başlangıcında bekleyişlerin kötüleşmesine katkıda bulunan faktörlerden biri, Ocak ayının ortasında kredi derecelendirme kurumları tarafından Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi olmuştur. Ülkenin kredi notunun düşürülmesi, yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapma konusundaki düşüncelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Böyle olunca bir taraftan sermaye girişlerinde keskin bir geri dönüş yaşanmış, bir taraftan da döviz mevduatları geri çekilmeye başlamıştır. Bu durum karşısında bankalar mevduat geri çekişlerini karşılamak ve döviz açık pozisyonlarını kapatmak için döviz alımına geçmişlerdir. Sonuçta faiz oranları hızla yükselmiş ve yerli para önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Yerli paranın değer kaybı yönündeki baskı Ocak-Mart dönemi boyunca devam etmiştir. Bu dönemde, Türk Lirası % 60 oranında değer kaybederken, Merkez Bankası 3 milyar dolar uluslararası rezerv kaybına uğramıştır.

1993 yılında gerçekleşen 8,7 milyar dolarlık sermaye hesabı fazlası, 1994 yılında 4,2 milyar dolar açığa dönüşmüştür. Olumsuz bekleyişlerin teşvik ettiği kısa vadeli sermaye çıkışları, bu çeşit akımların ne denli istikrarsız olduğunu kanıtlamıştır. Bu sermaye çıkışının büyük bir bölümü, kriz öncesinde yurt dışında ağır biçimde borçlanmış olan bankacılık kesimi aracılığıyla ortaya çıkmıştır. 1993 yılında 4 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişi elde eden bankalar, 1994 yılında 7 milyar dolar çıkışına maruz kalmıştır. Sermaye girişlerindeki bu sallantı, GSMH'nin % 7'sinden daha yüksek bir büyüklüğe işaret etmektedir (Ghosh vd. 2002: 83).

Yükselen faiz oranları ve Türk Lirasının değer kaybı, bankaların bilançolarında çok olumsuz etkiler yaratmıştır. Nisan ayı içinde yaşanan bankaya hücum, yabancı bankalara ve yurtiçi müşterilerine olan yükümlülüklerini yerine getiremeyen üç orta büyüklükte bankanın kapanmasına sebep olmuştur.<sup>4</sup> Bu bankaların kapatılması ise mevduat geri çekişlerini daha da hızlandırmış ve yerli paranın değer kaybı devam etmiştir. Finansal kesimde güvenin yeniden tesis edilmesi için Merkez Bankasına, sıkıntıya giren bankaların sermayelerinin % 200'ü kadar likidite desteği verme yetkisi verilmiştir (Ishii vd. 2002: 84). Nihayet daha geniş ölçekli bankaya hücumlar, Mayıs ayında Türk Lirası ve döviz mevduatlarına % 100 devlet garantisi getirilmesi sayesinde önlenebilmiştir.

Kısacası Türkiye'nin 1994 yılında yaşamış olduğu para ve bankacılık krizlerine, kriz öncesi dönemde göze çarpan temel yapı dayanıksızlıkları yanında bekleyişlerdeki kötüleşmeler de katkıda bulunmuştur. Yatırımcıların bekleyişlerinde kötüleşmeye yol açan en önemli iki olay, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri ve Hazine'nin hükümet bonolarını piyasa faiz oranının altında satma konusunda direktivesidir. Sonuçta bekleyişlerdeki kötüleşme, ekonominin döviz likidite sıkıntısını artırmış ve tahrip edici ikiz krizlerin yaşanmasına neden olmuştur.

### **3.2. 2000-2001 Krizleri**

Türkiye'de 2000-2001 yıllarında da ikiz krizler görülmüştür. 2000 yılının başında uygulamaya konulan IMF destekli enflasyonla mücadele programı, 2001 yılının Şubat ayında Türk Lirasının yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmasıyla sona ermiştir. Böylece piyasalarda 2000 yılı Kasım ayında başlayan likidite sıkışıklığı, bir para ve bankacılık krizine dönüşmüştür.

1999 yılı sonunda açıklanan döviz kuruna dayalı istikrar programı, ekonomide önemli zayıflıklar yaratmıştır. Her şeyden önce kırılabilir bankacılık sisteminin bulunduğu bir ortamda, bir sepete bağlanmış döviz kuru rejiminin

---

<sup>4</sup> 1994 krizi sırasında Marmara Bank, TYT Bank ve IMPEX Bank tasfiye sürecine alınmıştır. Söz konusu üç bankanın aktif büyüklüğü, toplam banka aktiflerinin % 1'ini oluşturmaktadır (Ishii vd. 2002: 84).

uygulanması, ekonominin bir para krizine karşı dayanıksız olduğu anlamına geliyordu. Sermaye girişlerindeki artışla birlikte, ekonomide tüketim ve yatırımlardaki artışa eşlik eden bir genişleme olmuş, Türk Lirası reel olarak değer kazanmış ve cari işlem açıkları yükselmiştir. Böylece ekonominin bir para krizine karşı dayanıksızlığı daha da aratmıştır.

Üstelik aynı ortamda yürürlüğe konan para kurulu benzeri politika, bir likidite krizine karşı dayanıksızlığa işaret ediyordu. Bu politika çerçevesinde 2000 yılının Kasım ayında bankaların içine düştükleri döviz ve Türk Lirası likidite sıkıntısı karşısında merkez bankası en son kredi mercii olarak hareket etmemiş ve piyasaya yeterli likidite vermemiştir. Sonuçta yükselen faiz oranları karşısında yabancı yatırımcılar fonlarını geri çekmeye başlamışlardır. Böyle olunca bir yandan likidite krizi ağırlaşmış, bir yandan da bağlanmış döviz kuru rejiminin güvenilirliği ortadan kalkmıştır. Şubat ayında ülke içindeki politik gelişmeler, yabancı yatırımcıların güven kaybını genişletmiş ve ülke dışına yeni bir fon çıkışı talebi yaratmıştır. Merkez bankası Kasım ayında olduğu gibi bir kez daha piyasalara gerekli likiditeyi verme konusunda isteksiz davranınca, bankalar döviz yükümlülüklerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Nihayet Türk Lirasının yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmasıyla, bankaların bilançoları iyice kötüleşmiş, sonrasında yabancı yatırımcı paniğinin genişlemesiyle Türk Lirası önemli ölçüde değer kaybına uğramıştır.

Görüldüğü gibi kriz öncesinde ekonominin sergilemiş olduğu temel yapı zayıflıkları, Türkiye'nin ağır bir ikiz kriz yaşamasına yol açmıştır. Bunun yanında giderek kötüleşen olumsuz beklentiler, krizlerin ortaya çıkışına ve derinleşmesine katkıda bulunmuştur.

### **3.2.1. Kriz Öncesi Dönem**

1997 yılının ortalarında Tayland Bahtının devalüe edilmesiyle başlayan ve global etkilere sahip olan Asya krizi, Türkiye ekonomisi üzerinde de olumsuz etkiler yaratmıştır. Söz konusu olumsuz etkiler, özellikle krizin Rusya'ya yayılmasından sonra daha belirgin şekilde hissedilmeye başlamıştır. Her şeyden önce 1998 yılında

ülke ekonomisinde önemli bir daralma eğilimi göze çarpmaktadır. 1997 yılında GSMH büyüme hızı % 8.3 iken, 1998 yılında % 3,8'e düşmüştür.

Diğer yandan 1998 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye'den büyük miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1998'in ilk altı ayında yaklaşık 7.5 milyar dolar net sermaye girişi, aynı yılın üçüncü çeyreğinde yaklaşık 10.5 milyar dolara ulaşan sermaye çıkışına dönüşmüştür. Söz konusu sermaye çıkışı, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde gözlenmektedir (Tablo 19). Bu gelişmelere paralel olarak, İMKB endeksinde büyük bir düşüş yaşanmıştır. Ayrıca 1998 yılının ikinci altı ayında merkez bankasının döviz rezervlerinde yaklaşık 8 milyar dolar azalma kaydedilmiştir.

### **3.2.1.1. İstikrar Programının Kapsamı ve Hedefleri**

Türkiye'nin 9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye verdiği niyet mektubu, para, faiz, döviz kuru ve vergi politikaları yanında, sosyal güvenlik reformu, özelleştirme, kamu maliyesinde şeffaflık, bankacılık sistemi ve tarımsal destekleme politikaları gibi yapısal reformları da içine almıştır. Bu sayede, kamu finansmanın kalıcı biçimde sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, kamu açıklarının piyasalarda yarattığı baskıların azaltılması, reel faiz oranlarının makul bir düzeye indirilmesi, enflasyonunun tek haneli rakamlara düşürülmesi ve yapısal reformlar eşliğinde ekonominin sürdürülebilir bir büyüme ortamına kavuşturulması amaçlanmıştır.

Yukarıda ki amaçlara yönelik olarak hazırlanan istikrar programının üç saç ayağının bulunduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, kamu finansman açıklarının düşürülmesidir. Bu çerçevede sıkı bir bütçe uygulaması, KİT açıklarının azaltılması ve tarım kesimine verilen destekleme fiyatlarının hedeflenen enflasyon oranında artırılması hedeflenmiştir. Bu hedefler, tedbirli bir maliye politikasının sürdürüleceğini gösteriyordu.

Programın ikinci ayağı, kamu finansman açıklarında kalıcı iyileşmelerin sağlanması ve buna yönelik bir dizi yapısal reformun hayata geçirilmesidir. Bu çerçevede tarım kesiminin desteklenmesi akılcı bir sisteme oturtulacak, sosyal

güvenlik sistemi yeniden gözden geçirilecek, bütçe dışı fonlar bütçeye aktarılacak ve kamu bankaları yeni bir yapılanma içine sokulacaktı.

Programın üçüncü ayağı ise para ve döviz kuru politikalarından oluşmaktadır. Bu çerçevede, enflasyonun düşürülmesi ve faiz oranlarında hızlı bir düşüş ile birlikte, para ve döviz kuru gelişmelerinin önceden tahmin edilebilir hale getirilmesi ve bu sayede finansal yatırımların değeri üzerindeki belirsizliğin azaltılması amaçlanmıştır.

Bu amaca yönelik olarak, merkez bankası, döviz kurunda, ileriye dönük taahhütler altına girmiş ve 2000 yılı başından itibaren 18 aylık kur sepetinin değerindeki değişimleri ilan etmiştir. Programda, döviz kurunun beklenen enflasyon kadar artması hedeflenmiştir. Böylece geçmiş enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki bağ koparılmış olacak; geçmiş enflasyona göre çok yavaş artan döviz kuru, nominal bir çapa olarak görev yaparak, enflasyon beklentilerini düşürecek. O halde 2000 yılında Türkiye'nin uygulamaya başladığı program, döviz kuru çapasına dayanan bir istikrar programıdır.

Döviz kuruna ilişkin bu taahhütler yanında, merkez bankası net iç varlıklar stokunun sınırlanmasına da taahhüt etmiştir. Buna göre merkez bankası, piyasaya borç verme yoluyla likidite yaratmayacaktı. Merkez bankası ancak, döviz alımı yada satımı yoluyla piyasaya likidite verebilecekti. Piyasaların merkez bankasına döviz satması ya da döviz talep etmesi, faiz oranları aracılığıyla belirlenecekti. Merkez bankasının döviz kuruna ve likidite yaratılmasına ilişkin bu taahhütleri, döviz kurunun kontrol altında olacağını ve faiz oranlarının serbest kalacağını gösteriyordu.

Diğer yandan programda, Türk Lirası mevduat stokuna uygulanan munzam karşılık oranının % 8'den % 6'ya çekilmesi ve Türk Lirası mevduatları için % 2 dispoñibilite zorunluluğu getirilmesi öngörölmüştür.

Yukarıda anlatılan para politikası, kısa dönemli dalgalanmalar dışında, merkez bankasının yalnızca döviz karşılığında Türk Lirası yaratacağı anlamına gelmektedir. Bu politika, parasal tabanın, ödemeler bilançosuna bağılı olacağını ve merkez bankası bilançosunun net dış varlıklar kalemindeki değişimler tarafından belirleneceğini göstermektedir. Diğer yandan program, faiz oranlarında hızlı düşüşe

imkan vermek ve sermaye girişlerinin devamına neden olacak faiz farklılıklarını engellemek üzere, sermaye akımlarının sterilize edilmemesini öngörmüştür. Böylece sabit kur sistemi altında otomatik mekanizmanın işlemesine izin verilmiş olacaktır. Bütün bu hedefler, Türkiye'nin program süresince para kurulu benzeri bir politikayı sürdürüleceğine işaret etmekteydi. Bu da, pasif bir para politikası anlamına gelmektedir.

**Tablo 18:Türkiye’de TEFE ve TÜFE Enflasyon Oranları ve Faiz Oranları**

TÜFE Enflasyon Oranı (12 Aylık %)												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999							65.0	65.4	64.3	64.7	64.6	68.8
2000	68.9	69.7	67.9	63.8	62.7	58.6	56.2	53.2	49.0	44.4	43.8	39.0
2001	35.9											

TEFE Enflasyon Oranı (12 Aylık %)												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999							52.4	53.7	54.4	52.2	56.3	62.9
2000	66.4	67.5	66.1	61.5	59.2	56.8	52.3	48.9	43.9	41.4	39.1	32.7
2001	28.3											

Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Bileşik Faiz Oranı ( %)												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999							101.4	116.5	113.2	109.3	96.4	
2000	38.3	42.1	39.9	34.5	39.4	41.9	34.5	33.2	33.6	38.0	41.0	
2001	65.0											

Kaynak: Uygur 2001: 7

### 3.2.1.2. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde uygulanan kur çapasına dayalı bir çok program başarısız sonuçlanmıştır. Bu tür programlarda genellikle enflasyon oranı hedeflenenden daha yavaş düşmekte, yurtiçi talepte bir genişleme göze çarpmakta, yerli para reel olarak değer kazanmakta ve cari işlem açıkları



yükselmektedir. Türkiye'nin uyguladığı istikrar programı da buna benzer sonuçlar ortaya çıkarmıştır (Uygur 2001: 6).

2000 yılı sonunda 12 aylık TEFE'nin % 20'ye, TÜFE'nin ise % 25'e indirilmesi öngörülmüştür. Oysa 2000 yılı Aralık ayı sonunda gerçekleşen oranlar; TEFE için % 32.7, TÜFE için % 39.0 olmuştur (Tablo 18). Diğer yandan merkez bankasının döviz sepetinin değerine ilişkin öngörülerinde önemli bir sapma ortaya çıkmamıştır. Böyle olunca Türk Lirası 2000 yılı içinde reel olarak değer kazanmıştır.

Türkiye ekonomisi, 2000 yılı içinde yurtiçi talepte hızlı bir genişleme yaşamıştır. Yurtiçi talepteki genişlemenin en önemli sebeplerinden birisi, faiz oranlarındaki hızlı düşüş olmuştur (Uygur 2001: 6). 1999 yılının Kasım ayında % 96 olan devlet iç borçlanma senetlerinin bileşik faiz oranı, 2000 yılının Ocak ayında % 38.3'e, Temmuz ayında ise % 34.5'e düşmüştür. Devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranı, 2000 yılı boyunca genellikle hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyon oranlarının altında seyretmiştir (Uygur 2000: 6). Böyle olunca faiz oranları yıl boyunca negatif değerlerde seyretmiştir.

Faiz oranlarındaki bu keskin düşüş sonucunda, yurtiçi tüketim ve yatırım talebi önemli ölçüde genişlemiştir. Özel nihai tüketim harcamaları, 2000 yılında 1999 yılına göre sabit fiyatlarla % 6.4 artış göstermiştir. Bir önceki yılın aynı dönemine göre artış oranları, 2000 yılının birinci çeyreğinde % 4.0, ikinci çeyreğinde % 4.6, üçüncü çeyreğinde % 9.6 ve son çeyreğinde % 5.6 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 18). Özel nihai tüketim harcamalarındaki bu artış, büyük oranda dayanıklı tüketim mallarına yönelik talepteki keskin yükselişten kaynaklanmıştır.

Türk Lirasının reel olarak değer kazanması ve yurtiçi tüketim talebindeki artışın ithalata yönelmesi, ithalat talebinde artışa yol açmıştır. Diğer yandan Türk Lirasının değer kazancı ve Euro/Dolar paritesindeki gelişmeler sonucunda ihracatta yavaşlama ortaya çıkmıştır. Bütün bu gelişmelerin sonucunda cari işlem açıkları hızla yükselmiştir. Söz konusu açıklar, 2000 yılı için programda 3-4 milyar dolar öngörülmüş olmasına rağmen, 9.8 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir (Tablo 19). Böylece 1999 yılında % 0.73 olan cari işlemler açığının GSMH'ya oranı, 2000 yılında % 4.92 olmuştur.

Türkiye büyüyen cari işlem açıklarını, borç yaratan sermaye girişleri aracılığıyla finanse etmiştir. 2000 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında kayda değer bir artış olmamıştır. Buna karşı portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişlerinde yükselme gözlenmiştir. 2000 yılının dokuz ayında yaklaşık 6 milyar dolar net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Aynı dönemde 2 milyar doların üzerinde net kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Kısacası cari işlem açıkları, genellikle sermaye hesabının en istikrarsız ve oynak kalemleri ile finanse edilmiştir. Bu durum, ülke ekonomisinin sermaye akımlarındaki ani bir geri dönüşe karşı oldukça dayanıksız olduğunun bir işaretiydi. Nitekim 2000 yılının Kasım ayındaki likidite sıkıntısının ağırlaşmasında, yabancı sermayenin ülkeyi aniden terk etmesi önemli rol oynamıştır. Kasım ayı içinde yaşanan panik sırasında yaklaşık 4.8 milyar dolar değerindeki portföy yatırımı ülkeyi terk etmiştir.

**Tablo 19: Türkiye’de Ödemeler Bilançosu (Milyon ABD Doları)**

	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1999
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Cari İşlemler Hesabı	1263	-1057	920	-1348	-1069	-227	1440	1727	1276	-1379
Sermaye Hareketleri	1565	3340	3008	703	3712	3936	-1046	3585	1119	215
Doğrudan Yatırım	127	129	112	186	83	137	155	198	91	182
Portföy Yatırımları	891	261	792	-310	946	474	-6921	-885	1182	619
Uzun Vadeli Ser.Har.	712	902	1545	1508	367	2240	1053	325	-367	-592
Kısa Vadeli Ser.Har.	165	2048	559	-681	2316	1085	-4747	3947	213	8
Net Hata ve Noksan	341	-1596	325	-810	594	1224	3104	-7119	548	2028
Rezerv Hareketleri	41	-687	-4253	1555	-3237	-4933	5916	1807	-2943	-864

	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2001
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Cari İşlemler Hesabı	128	-1389	-2301	-3233	-1237	-3039	-527	1193	2021	
Sermaye Hareketleri	596	2741	3418	4429	3276	-1491	-3141	-6366	-1175	
Doğrudan Yatırım	-192	57	-20	190	-427	369	1574	109	427	
Portföy Yatırımları	-72	1700	2091	1608	2333	-5010	-2868	-348	-741	
Uzun Vadeli Ser.Har.	461	845	248	1962	771	1362	-510	-1116	750	
Kısa Vadeli Ser.Har.	399	139	1099	669	599	1788	-1337	-5001	-1611	
Net Hata ve Noksan	891	-1568	-562	203	-1596	-864	-885	-192	-2192	
Rezerv Hareketleri	-1615	216	-555	-1399	-443	5394	4553	5365	1346	

Kaynak: TCMB.

Cari işlem açıklarının borç yaratan finansman araçlarıyla finanse edilmesinin sonucunda, 2000 yılında Türkiye'nin dış yükümlülüklerinde artış görülmüştür. 1999 yılında 102.1 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 2000 yılında 114.3 milyar dolar olmuştur. Söz konusu dönemde toplam dış borç/GSMH oranı, % 55.6'dan % 57.6'ya yükselmiştir. Ayrıca aynı dönemde ekonominin kısa vadeli dış yükümlülükleri de artmıştır. 1999 yılında 22.9 milyar dolar düzeyinde olan kısa vadeli dış borç stoku, 2000 yılında 28.9 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece 1999 yılı sonunda % 22.4 olan kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içindeki payı, 2000 yılı sonunda % 25.3'e yükselmiştir. Ayrıca 1999 yılı sonunda kısa vadeli borçların GSMH içindeki payı % 12.3 iken, 2000 yılı sonunda bu oran % 14.6 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 20).

Ayrıca 2000 yılında Türkiye ekonomisindeki genişleme, kısa vadeli yabancı kaynaklar tarafından beslenmiştir. Söz konusu yılın ilk on ayında net sermaye girişleri, genellikle cari işlemler açısından daha yüksek olmuştur. Böyle olunca, adı geçen dönemde merkez bankasının döviz rezervlerinde artış görülmüştür.

**Tablo 20: Türkiye'de Dış Borçlar**

Yıl	Üç aylık dönem	Toplam Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları)	Kısa Vadeli Dış Borç (Milyon ABD Doları)	Kısa Vadeli Dış Borç/ Toplam Dış Borç	Toplam Dış Borç/GSMH	Kısa Vadeli Dış borç/ GSMH
1996	IV	79221	17072	0.2155	0.4314	0.0911
1997	IV	84276	17691	0.2099	0.4381	0.0919
1998	IV	96411	20774	0.2155	0.4667	0.1006
1999	IV	102120	22921	0.2244	0.5559	0.1237
2000	I	104430	24721	0.2367	0.5586	0.1322
	II	106901	24888	0.2328	0.5618	0.1308
	III	106932	26590	0.2487	0.5518	0.1372
	IV	114324	28912	0.2529	0.5756	0.1456
2001	I	116591	26637	0.2285	0.6025	0.1376
	II	113936	22767	0.1998	0.6094	0.1218
	III	118848	20839	0.1753	0.6673	0.1170
	IV	115110	16345	0.1420	0.6612	0.0938

Kaynak: DPT, HM.

### 3.2.1.3. Bankacılık Sektörünün Kırılmalığı

Türk bankacılık sisteminde öz kaynakları yetersiz, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık söz konusudur. Diğer yandan yetersiz iç kontrol ve şeffaflık eksikliği, sistemin yapısal zayıflıkları arasında sayabilir (Toprak, 2001: 223).

Türkiye’de finansal sistem içinde bankacılık kesimi baskın rol oynamaktadır. Söz konusu sistem içinde faaliyet gösteren banka-dışı finansal kurumlarda büyük bir kısmı bankaların iştirakidir. Böyle olunca reel kesimin finansman ihtiyacının karşılanması görevi de önemli ölçüde bankacılık kesimi tarafından yerine getirilmektedir.

Bankacılık kesiminin zayıflıklarından biri, finansal serbestleşme sürecinde rekabetçi bir yapıya kavuşmamış olmasıdır. Bu yüzden bankacılık faaliyetleri, sınırlı sayıdaki en büyük birkaç banka üzerinde yoğunlaşmaktadır. 2000 yılının Haziran ayında aktif büyüklüğüne göre ilk on bankanın sektör içindeki payı % 65’tir.

Türk bankacılık kesimindeki zayıflıklardan biri de kamu bankalarının ağırlığının oldukça yüksek olmasıdır. Bankacılık kesiminin toplam aktifleri içinde kamu bankalarının payı 1980’li ve 1990’lı yıllarda yaklaşık % 45 olmuştur. Böyle bir yapılanma içinde, kamu bankalarının politik müdahalelerden uzak kalması mümkün olmamıştır. Kamu bankalarının görev zararlarının zamanında ödenmemesi, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, asli fonksiyonların dışında verilen görevler ve yönetimdeki zayıflıklar nedeniyle kamu bankalarının bilançolarında kötüleşmeler ortaya çıkmıştır. Zira kamu bankaları finansman ihtiyaçlarını kısa vadeler ve yüksek maliyetler ile karşılamışlar; böyle olunca bir yandan zararları giderek yükselmiş, diğer yandan da finansal kesimde istikrarsızlık unsuru olmuşlardır. Bütün bu gelişmeler yüzünden kamu bankaları finansal aracılık işlevlerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Toplam mevduatın % 40’ını toplayan kamu bankalarının toplam krediler içindeki payları % 25 düzeyinde kalmıştır.

Diğer yandan bankacılık kesimi yüksek bütçe açıklarının finansmanını sağlamak gibi bir işlevi yerine getirmiştir. Özellikle son on beş yıldır kamu kesimi, bankacılık kesiminden sürekli olarak fon talep edici pozisyon içinde olmuştur.

Dönem boyunca yüksek düzeylerde seyreden reel faiz oranları, bankalara uluslararası arbitraj yapma imkanı sağlamıştır. 1989 yılından itibaren dış finansal serbestleşme ile yurtdışından borçlanma olanağına kavuşan bankalar, dışarıdan elde ettikleri fonları bütçe açıklarını finanse etme yönünde kullanmışlardır. Bankaların bu davranışları kamu kesimi tarafından adeta teşvik edilmiştir. Bu amaçla devlet iç borçlanma senetlerine vergi avantajları sağlanmıştır. Hatta bazı dönemlerde dispoñibilite oranının devlet iç borçlanma senetleri biçiminde tutulması zorunlu kılınmıştır. Bütün bu uygulamalar sonucunda, devlet iç borçlanma senetlerinin mevduat bankalarının toplam aktifleri içindeki payı 1990 yılında % 10 iken, sonrasında % 25'lere yükselmiştir.

1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren sistemde problemler yaratan bir başka uygulama da, mevduat sigortası sistemidir. 1994 krizi sırasında tasarruf mevduatının tamamının sigorta şemsiyesi altına alınması, bankacılık kesimindeki paniğin önlenmesinde önemli bir rol oynamıştır. Buna karşın kriz sonrası dönemde yürürlükte kalan mevduat sigortası, bankacılık kesiminin kırılğanlığının daha da artmasına sebep olmuştur. Daha önce belirtildiği gibi, mevduat sigortası ahlaki riziko problemleri yaratabilmekte ve aşırı risk alıcı davranışları teşvik edebilmektedir.

Bu dönemde gerek bütçe açıklarının finansmanını kolaylaştırmayı amaçlayan politikalar ve gerekse mevduat sigortası sisteminden kaynaklanan problemler nedeniyle bankacılık kesiminin likidite, faiz ve döviz kuru riskleri yükselmiştir. Diğer yandan aynı politikalar nedeniyle bankacılık kesiminin risk algılaması önemli ölçüde azalmıştır.

Döviz cinsinden varlıkların getirilerinin daha düşük olacağı beklentisiyle, bankacılık kesimi döviz cinsinden varlıklarını azaltırken, Türk Lirası cinsinden varlıklarını arttırmıştır. Bunun sonucunda 1999 yılı Kasım ayında % 48.3 olan döviz cinsinden kredilerin toplam krediler içindeki payı 2000 yılı Kasım ayında % 40.9'a gerilemiştir (TCMB, 2000: 99). Söz konusu dönemde Türk Lirası krediler reel bazda % 37.3 oranında artarken, aynı dönemde döviz kredilerinin reel olarak artış oranı % 1.6'da kalmıştır. Mevduat bankalarının toplam dış yükümlülükleri 2000 yılı Ocak ayında yaklaşık 7.8 milyar dolar iken, 2001 yılı Ocak ayında 9.13 milyar dolara

yükselmiştir. Aynı dönemde mevduat bankalarının net dış yükümlülükleri ise yaklaşık olarak % 170 oranında artarak, 1.169 milyar dolardan 3.156 milyar dolara çıkmıştır.

Bankacılık kesiminin döviz cinsinden varlıkları gerilerken döviz yükümlülüklerindeki artış döviz açık pozisyonlarının büyümesine yol açmıştır. 1999 yılı Kasım ayında 7.0 milyar dolar olan döviz aktif-pasif farkı, 2000 yılı Kasım ayında 14.1 milyar dolara yükselmiştir. Böyle olunca bankacılık kesiminin bilançosunda döviz varlıkları/döviz yükümlülükleri oranı aynı dönem içinde 78.7'den 71.3'e düşmüştür (TCMB, 2000: 101).

Bankaların dış kaynaklar yönündeki bu tercihi, bilançolarında taşıdıkları döviz riskini oldukça yükseltmiştir. Oysa bankalar, sepete bağlanmış döviz kuru rejiminin örtük garantisi altında üstlendikleri bu riski olduğundan daha düşük algılamışlardır. Bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonu, 2000 yılının Eylül ayı sonunda 20.95 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Uygur, 2001: 111). Uyulması gereken açık pozisyon sınırının 2.1 milyar dolar olduğu düşünülürse bankaların döviz açık pozisyonlarını bu sınırın on katına kadar artırdıkları kolayca görülebilir.

Mevduat bankalarının adı geçen dönemde kredilerindeki hızlı yükseliş, bu kesimi faiz oranlarındaki değişmelere ve ekonomideki muhtemel bir durgunluğa karşı oldukça dayanıksız kılmıştır. Banka bilançolarında göze çarpan bir başka kötüleşme de vade uyumsuzluğundaki artıştır. 2000 yılı içinde bankacılık kesiminin yükümlülüklerinin ortalama vadesi kısılırken, varlıklarının ortalama vadesi uzamıştır. Bilançoların yükümlülük tarafında, toplam mevduat ortalama vadesi 1999 yılı Kasım ayında 3,6 iken 2000 yılının aynı ayında 2.9'a gerilemiştir. Diğer taraftan tüketici ve konut kredilerindeki artış sonucunda kredilerin vade yapısı uzamıştır. 1999 yılının Kasım ayında % 77,5 olan kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı 2000 yılının Kasım ayında % 68,8'e gerilemiştir (TCMB, 2000: 100). Bankaların toplam varlıkları içinde vadesi uzayan kredilerin payı artarken, likiditesi yüksek olan menkul kıymet portföyünün payı azalmıştır. Vade uyumsuzluğundaki kötüleşme, bankaların faiz riskini de yükseltmiştir.

Banka bilançolarındaki para ve vade uyumsuzlukları ile kredilerdeki hızlı yükselişin sebep olduğu kredi kalitesindeki kötüleşme, bankacılık kesimindeki kırılganlığa katkıda bulunan temel yapı problemleridir. Bu temel yapı problemleri, bankaların likidite, faiz ve döviz kuru risklerinin artmasına yol açmış; böyle olunca banka bilançolarının muhtemel bir paniğe karşı dayanıksızlığı artmıştır.

**Tablo 21: Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (2000-2001 Krizleri)**

	1999				2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Toplam Krediler/ Toplam Aktifler	35.6	33.3	31.1	30.1	31.3	32.3	33.2	32.9	31.3	28.0	28.3	24.6
YP Likit Aktifler/ YP Yükümlülükler	39.5	38.6	40.1	40.0	36.6	35.2	34.4	35.9	35.6	38.7	38.6	38.3
Döviz Pozisyonu/ Öz kaynaklar				362.7				212.2				
Takipteki Krediler/ Toplam Krediler	9.4	9.8	10.7	10.7	9.8	9.7	9.3	11.6	12.1	14.8	18.7	23.2
YP Aktifler/ YP Yükümlülükler	84.0	81.8	80.0	79.4	74.3	73.0	71.6	75.9	77.5	80.6	80.8	83.7

Kaynak: TBB.

Not: YP, yabancı para anlamındadır. Döviz pozisyonu, yabancı para yükümlülükler eksi yabancı para aktifleri farkını ifade etmektedir.

### 3.2.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar

Türkiye ekonomisinde sermaye girişleri, tüketim ve yatırımda artışa yol açarak, ekonomide talep baskılarına yol açmıştır. İstikrar programı süresince sermaye girişleri tarafından beslenen talep artışları, enflasyonist baskı yaratmıştır. Böyle olunca enflasyon oranındaki düşüş yavaş olmuş ve bağlanmış döviz kuru rejimi altında nominal döviz kurundaki artışlar, enflasyon oranının gerisinde kalmıştır. Sonuçta Türk Lirasının reel değer kazancı, cari işlem açıklarını arttırmıştır. Üstelik artan cari işlem açıkları, büyük oranda portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişleri tarafından finanse edilmiştir. Böyle olunca ekonomi, sermaye akımlarında ani bir geri dönüşe karşı dayanıksız hale gelmiştir.

Sermaye akımlarının enflasyon ve döviz kuru üzerindeki etkileri, politika tepkilerine bağlı olacaktır. Bu politika tepkilerinden birisi sterilizasyon uygulamasıdır. Eğer bağlanmış döviz kuru rejimi altında merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi sterilize edilirse, faiz oranları üzerinde yukarı yönde baskı oluşacak, talep yönlü baskılar azalacak ve enflasyonist etki hafifleyecektir. Oysa Türkiye para kurulu benzeri politika çerçevesinde sterilizasyon politikası uygulamamıştır. Dolayısıyla faiz oranları hızla düşmüş ve talep yönlü enflasyonist etkiler hafifletilememiştir. Bu durum, Türk Lirasının reel değer kazancına ve cari işlem açıklarının artmasına yol açmıştır. Böyle olunca ekonomi, bir para krizine dayanıksız hale gelmiştir.

Diğer yandan döviz girişleri karşısında sterilizasyon yapılmaması, parasal toplamlarda artışa neden olmuştur. Bu da muhtemel bir güven kaybı durumunda, dövize yönelik spekülasyon saldırıda kullanılacak olan yerli para miktarının büyümesi ve dolayısıyla spekülasyon saldırıya karşı dayanıksızlığın artması demektir.

Ayrıca sermaye girişlerinin makroekonomik dayanıksızlığa yol açan etkilerini hafifletmek amacıyla, rezerv zorunlulukları arttırılabilir. Zorunlu rezerv oranının artırılması, yurtiçi krediler ile para arzındaki genişlemeleri azaltacaktır. Böylece sermaye girişleri karşısında merkez bankasının döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalenin yarattığı enflasyonist etkiler hafifletilmiş olacaktır.

Oysa Türkiye’de istikrar programı, Türk Lirası mevduatlara uygulanan zorunlu karşılıkların % 8’den % 6’ya indirilmesini öngörmüştür. Döviz mevduatlarına uygulanan karşılık oranlarında (% 11) ise herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Böyle olunca yurtiçi kredi genişlemesine adeta çanak tutulmuştur. Diğer yandan bankaların döviz açık pozisyonları üzerine getirilen zorunlu karşılık yatırma mecburiyeti bankalar tarafından uygulanmamıştır. Böyle olunca bankalar dış borçlanmaya devam etmiş ve bu sayede gelen döviz karşılığında yaratılan emisyon, parasal tabanda artışa neden olmuştur. Sterilizasyonun uygulanmadığı bir ortamda bu mekanizma, faiz oranlarında düşüş yaratmıştır. Faiz oranlarındaki düşme de, kredilerde genişlemeye ve yurtiçi talepte artışa yol açmıştır.



Türkiye ekonomisinde 2001 Şubat krizinin öncesinde göze çarpan en önemli finansal dayanıksızlık göstergesi kısa vadeli borçların uluslararası rezervler oranıdır. Bu oran özellikle 2000 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren önemli bir yükseliş göstermiştir. Daha önce belirtildiği gibi, döviz kuruna dayalı istikrar programı süresince Türkiye'nin kısa vadeli borçlarında yükselme olmuştur. Böyle olunca (kısa vadeli borçlar/uluslararası rezervler) oranı 1999 yılının sonunda 0.98 iken; 2000 yılının üçüncü çeyreğinde 1.09'a ve yıl sonunda 1.30'a çıkmıştır (Tablo 22). Yıl sonundaki bu oranın 1997 yılında kriz yaşayan Tayland'daki orana (1,45) yaklaştığını belirtmek gerekir.

**Tablo 22: Türkiye'de Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı**

	1999	2000				2001			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Kısa Vadeli Borç/ Toplam Rezervler	0.692	0.744	0.724	0.748	0.856	0.912	0.791	0.698	0.542
Kısa Vadeli Borç/ MB Rezervler	0.989	1.054	1.014	1.098	1.304	1.444	1.381	1.101	0.870

Kaynak: TCMB, HM.

Türkiye'nin krizler sırasında göze çarpan bir başka finansal dayanıksızlık göstergesi de, M2'nin uluslararası rezervlere oranıdır. İstikrar programının uygulandığı on iki aylık süre içinde M2 para arzı, reel bazda yaklaşık %10 oranında artış göstermiştir. Aynı süre içinde M2'nin ABD doları cinsinden değerinde ise yaklaşık %9,8 oranında bir yükseliş olmuştur. Gerek reel M2 gerekse M2'nin dolar cinsinden değeri, 2000 yılının ilk aylarında düşüş eğilimi göstermesine rağmen, özellikle yılın ikinci yarısından itibaren artmaya başlamıştır.

Diğer taraftan istikrar programının ilk beş ayında merkez bankasının döviz rezervleri istikrarlı bir görünüm sergilemiş ve bu dönemde 22 milyar doların altına düşmemiştir. 2000 yılının Haziran ayında 24 milyar doların üzerine çıkan merkez bankası rezervleri, Ekim ayına kadar bu düzeyini muhafaza etmiştir. Fakat Kasım ayında ortaya çıkan likidite sıkıntısı karşısında dövize yönelik spekülasyon saldırı sırasında, merkez bankasının uluslararası rezervlerinde yaklaşık 5 milyar dolar

azalma görülmüştür. 2000 yılının Aralık ve 2001 yılının Ocak aylarında merkez bankasının rezervleri, likidite sıkıntısı öncesindeki düzeyine tekrar ulaşmış olmasına rağmen Şubat ayındaki spekülasyon saldırısı sırasında 3 milyar doların üzerinde kayıpla birlikte 21 milyar düzeyine gerilemiştir (Tablo 23).

**Tablo 23: Türkiye’de Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları)**

Brüt Döviz Rezervleri (TCMB Bankalar+Özel Finans Kurumları)												
Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999	28145	27689	29870	29423	29429	29762	31574	31441	32033	32272	30984	33122
2000	32228	31649	33233	31438	31933	34365	35608	35183	35508	34098	29150	33780
2001	34569	31112	29201	28568	30892	28758	28076	30338	29862	27932	27896	30144
Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri												
Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1999	20267	20147	21438	21739	21774	21521	23307	22990	23355	23965	22529	23177
2000	22859	22907	22926	22337	22950	24547	24477	24477	24222	23545	18820	22172
2001	24764	21432	18445	18341	19905	16482	17100	18714	18925	18532	17267	1878

Kaynak: TCMB.

Bütün bu gelişmeler eşliğinde M2’nin merkez bankası rezervlerine oranında artış görülmüştür. 2000 yılı içinde Ekim ayına kadar 1,7’nin üzerine çıkmayan bu oran, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında 2’nin üzerine çıkmıştır.

Yukarıdaki iki gösterge 2000 yılının son çeyreğinde uluslararası (döviz) likidite eksikliği problemindeki kötüleşmeyi göstermektedir. Bir ülkenin finansal sisteminin yabancı para cinsinden potansiyel kısa vadeli yükümlülükleri, kısa vadeli yabancı para miktarını aşarsa, bu finansal sistemin uluslararası likidite eksikliği içinde olduğu söylenebilir (Chang vd. 1998b: 2). 2000 yılı boyunca Türkiye ekonomisinin kısa vadeli dış yükümlülükleri sürekli bir artış göstermiştir. Buna karşın likit uluslararası aktiflerde aynı oranda yükseliş olmamıştır. Bir başka deyişle söz konusu dönemde finansal sistemin kısa vadeli dış yükümlülükleri, likit uluslararası aktiflerden daha hızlı artmıştır.

Buna göre 2000 Kasım krizi öncesinde Türkiye ekonomisinin uluslararası likidite sıkıntısı içinde olduğu söylenebilir. Daha önce belirtildiği gibi uluslararası likidite sıkıntısı, sermaye girişlerindeki bir geri dönüş karşısında ekonomileri oldukça dayanıksız kılmaktadır (Chang vd. 1998b: 3). Zira bu koşullar altında bir finansal panik, yabancı kreditorlerin kredilerini geri çekmelerine neden olarak kendi

kendini besleyebilmektedir. Türkiye’de 2000 yılının Kasım ayında bankaların dövizdeki açık pozisyonlarını azaltma girişimleri, döviz ve dolayısıyla Türk Lirası talebinde artışa yol açmıştır. Merkez bankası uygulanan para kurulu benzeri politikaya bağlı kalarak piyasaya yeterli likidite vermeyince faiz oranları hızla artmıştır. Bu gelişmeler karşısında yabancı yatırımcılar tedirgin hale gelmişler ve fonlarını geri çekmeye başlamışlardır. Böyle olunca uluslararası likidite sıkıntısı daha da ağırlaşmıştır. Zira kendi kendini besleyen panik sırasında merkez bankasının rezervlerinde yaklaşık 5 milyar dolar kayıp ortaya çıkmıştır.

### **3.2.3. Uluslararası Likidite Sıkıntısı, Finansal Panik ve Kasım Krizi**

Yukarıda açıklanan temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu bir ortamda, önemsiz gibi görünen gelişmeler, piyasa beklentilerini olumsuz yöne çekebilir ve ekonomiyi bir kriz ortamına sürükleyebilirdi. Nitekim beklentilerdeki olumsuz yöne kaymaya yol açan gelişmelerden biri 2000 yılının ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlardaki gecikmeler olmuştur. Söz konusu gecikmeler nedeniyle, standby anlaşması uyarınca Ağustos ayında yapılması gereken dördüncü gözden geçirme, IMF heyeti tarafından beşinci gözden geçirme ile birleştirilmiştir. Bu gelişmeler, iç ve dış piyasalarda tedirginliği artırmıştır. Bu tedirginlik ortamında, Eylül ayında BDDK’nın (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) resmen göreve başlaması, bazı kurallara uymayarak yüksek riskler alan bankacılık kesiminde kaygılara yol açmıştır. Zira BDDK’nın bu konularda ödün vermez bir tutum içinde olacağı düşünülüyordu ve bu da piyasalardaki tedirginliği arttırıyordu (Eğilmez vd. 2001: 10).

Bunlara ilave olarak, yapısal reformlardaki gecikmeler ve hükümetin ek mali önlemlerin alınması konusundaki isteksizliği karşısında Ekim ayında serbest bırakılması gereken üçüncü kredi diliminin IMF tarafından ertelenmesi sonucunda uluslararası piyasalardaki beklentileri daha da olumsuz hale getirmiştir.

Uluslararası piyasalarda tedirginlik devam ederken yıl sonunun yaklaşması nedeniyle bankalar, dövizdeki açık pozisyonlarını azaltmak amacıyla döviz taleplerini arttırmışlardır. Böyle olunca Türk Lirası talebinde de bir artış ortaya çıkmış ve faiz oranları yükselme eğilimine girmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş,

portföylerinde yoğun şekilde devlet iç borçlanma senedi tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bazı bankaların risklerini arttırmıştır. Zira yükselen faiz oranları karşısında bankaların ellerindeki hükümet kağıtlarının değeri düşüş eğilimi göstermiştir. Vade uyumsuzluğunun yüksek olduğu bu bankalara yönelik piyasadaki güvenin zayıflaması, bunların likidite ihtiyaçlarının hızla artmasına ve kısa vadeli faizlerin 17-22 Kasım döneminde % 100'ün üzerine çıkmasına sebep olmuştur.

Devlet iç borçlanma senetlerini yoğun şekilde tutan bankaların başında Demirbank gelmekteydi. Bu banka 2000 yılında yapılan iç borç senetlerinin % 15'ini almıştı ve toplam senet stokunun yaklaşık % 10'unu elinde bulundurmaktaydı (Uygur, 2001: 12). Yukarıda anlatılan gelişmeler sonrasında Demirbank'ın dış ve iç piyasalarda borçlanma kanalları tıkanmış ve sonuçta elindeki devlet iç borçlanma senetlerinin bir kısmını satmak istemiştir. Böyle olunca borçlanma senetlerinin fiyatları düşerken faizler de yükselmeye başlamıştır.

Net iç varlıklar hedefine bağlı kalan merkez bankası, faiz oranlarındaki yükselişe seyirci kalmış; ortaya çıkan Türk Lirası ve döviz likidite sıkıntısı karşısında piyasaya yeterli likidite verme konusunda isteksiz davranmıştır. Merkez bankasının bu isteksizliği karşısında likidite sıkıntısı daha da artmış ve faiz oranları daha da yükselmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş belirli bir noktaya varınca yabancı yatırımcılar da ellerindeki devlet iç borçlanma senetlerini satmaya başlamışlardır. Yabancı yatırımcıların bu tepkileri ile birlikte faiz oranındaki artış devam etmiş ve döviz talebi yükselmiştir.

Faiz oranlarının yabancı yatırımcıların artan döviz talebi sonucunda daha da yükselmesi hazine bonolarını yurt dışı borçlanmalarında teminat olarak kullanan bankaları güç duruma düşürmüştür. Dış borçlarını geri ödemek zorunda kalan bankaların döviz ve dolayısıyla Türk Lirası talebi de likidite sıkıntısının genişlemesine katkıda bulunmuştur.

Merkez bankası piyasadaki yoğun likidite ihtiyacı karşısında 22-30 Kasım tarihleri arasında genelde açık piyasa işlemleri kanalıyla piyasaya 3,9 katrilyon liralık likidite sağlamıştır (TCMB, 2001: 1). Ancak bu müdahale sonrasında piyasaya verilen Türk Lirası likiditesinin dövize yönelmesi, merkez bankası tarafından

spekülatif bir saldırı biçiminde yorumlanmıştır. Sonuçta merkez bankası, piyasaya birçok gün sınırlı miktarda likidite sağladıktan sonra bu uygulamadan vazgeçmiştir. Böyle olunca gecelik faiz oranları Kasım ayı sonunda % 1000'lere kadar çıkmıştır.

Kasım ayında yoğunlaşan likidite sıkıntısı sırasında merkez bankası, yerli ve yabancı yatırımcıların döviz talebindeki artışı karşılamak üzere 6 milyar dolar civarında net döviz satışı yapmıştır. Merkez bankasının net döviz rezervleri 16 Kasım 2000'de 24,1 milyar dolar iken 5 Aralık 2000'de 17,9 milyar dolara gerilemiştir. Bu kayıp 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile telafi edilebilmiştir.

Görüldüğü gibi 2000 yılında Türkiye ekonomisinin uluslararası likidite eksikliğindeki kötüleşme, Kasım ayı içinde bir likidite krizine yol açmıştır. Belirtmek gerekir ki, uluslararası likidite sıkıntısının bir krize dönüşmesinde yabancı yatırımcıların Türkiye ekonomisine ve bankacılık kesimine ilişkin beklentilerinin olumsuz yöne kayması önemli rol oynamıştır. Söz konusu finansal panik sırasında yabancı yatırımcılar bir taraftan portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerini elden çıkarmaya diğer taraftan da İMKB'deki hisse senedi yatırımlarını tasfiye etmeye başlamışlardır. Ayrıca bankaların yabancı kreditorleri de, daha önceden vermiş oldukları kredileri yenileme konusunda isteksiz bir davranış sergilemişlerdir. Kısacası, finansal panik ülkeye yönelik portföy yatırımlarının yabancılar tarafından geri çekilmesine yol açmış ve net portföy yatırımları 2000 yılının Kasım ayında 5 milyar doların üzerinde çıkış biçiminde gerçekleşmiştir.

#### **3.2.4. Şubat Krizi**

Türkiye 2000 yılının Kasım ayında dövize yönelik spekülatif saldırıyı, çok yüksek faiz oranları, önemli miktarda rezerv kaybı ve 7,5 milyar dolar büyüklüğünde bir IMF kredisi ile geçiştirebilmiştir. Finansal piyasalardaki tedirginliğin hafiflemesinden sonra merkez bankası, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler için yeni hedefler belirlemiş, net iç varlıklarla ilgili +/-5 koridoru kaldırılmıştır. Döviz kuru politikasında ise herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir.

Para politikası hedeflerindeki değişikliklerden sonra merkez bankası 2001 yılının Ocak ayı süresince piyasaya ilk belirlenen hedefin de üzerinde likidite vermiş ve bu sayede faiz oranları düşüş eğilimine girmiştir. Faiz oranlarının düşüş eğilimi göstermesi ve rezervlerin hızla artmasından cesaret alan merkez bankası, daha önce açıkladığı net iç varlıklar hedefini aşağı doru, net uluslararası rezervler hedefini ise yukarı doğru revize etmiştir (TCMB, 2001: 2). Merkez bankasının bu kararının, faizleri düşürebilme kabiliyetini ciddi bir biçimde sınırlandırdığı söylenebilir (Eğilmez vd. 2001: 12).

Kasım ayında yaşanan likidite krizinin risk primini hızla artırması sonucunda, birinci ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuştur. Faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesi ve krizden sonra sağlanan fonların oldukça kısa vadelere sahip olması, zaten kırılğan durumda olan bankacılık kesiminin taşıdığı riskleri arttırmıştır. Böyle olunca döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliği konusundaki şüpheler de artmıştır. Zira kırılğanlığı artan bir bankacılık kesiminin varlığı, bağlanmış döviz kurunu savunmanın güçleşmesi anlamına gelmektedir.

Bu koşullar altında 19 Şubat 2001 tarihinde Hazine ihalesi öncesinde yaşanan yurtiçi politik gelişmeler, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış, uygulanan programa olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve böylece dövizle yönelik ciddi bir spekülative saldırıyı başlatmıştır. Spekülative saldırı sırasında yabancı yatırımcılar piyasalardan çıkmaya çalışırken, bankalarda olası gelişmelere karşı kendilerini korumak için döviz alımına yönelmişlerdir. Nitekim 19 Şubat'ta bir gün valörlü 7,6 milyar dolarlık döviz talebi olmuştur. Merkez bankası bu döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için Türk Lirası likiditeyi kısmıştır. Fakat bu durum aşırı günlük likidite ihtiyacı içindeki bankalar yüzünden ödemeler sisteminin kilitlemesine neden olmuştur. Merkez bankasının Türk Lirası likidite ihtiyacını karşılamaması nedeniyle Türk bankaları yabancı yatırımcılara geri ödeme yapamamıştır. Piyasa, ancak 21 Şubat tarihinde yapılan itfa ile Türk Lirası olarak likiditeye kavuşabilmiş ve merkez bankasından döviz alabilmiştir. 21 Şubat tarihinde bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı % 6200'e kadar çıkmış ve ortalama % 4018 olmuştur. Ayrıca merkez bankası üç gün içinde 5 milyar doların üzerinde bir rezerv kaybına uğramıştır. Nihayet mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülmesinin

ekonomiye getireceği maliyetler göz önüne alınarak 22 Şubat tarihinde Türk Lirası yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır.

Türkiye'nin 2000 yılı içinde artan cari işlem açıkları, kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmeleri yüzünden yabancı yatırımcılar cephesinde endişe yaratmıştır. Kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda artan kısa vadeli borç stokunun uluslararası rezervlerde aynı oranda yükselişe eşlik etmemesi, ülkenin uluslararası likidite eksikliği problemini genişletmiştir. Bu koşullar altında kısa vadeli sermaye girişlerindeki bir geri dönüş ekonomide bir krize yol açabilirdi. Nitekim Kasım ayında yaşanan panik sırasında büyük miktarda portföy yatırımı ülkeyi terk etmiş ve bu yüzden kriz derinleşmiştir.

Kısacası Türkiye'nin Kasım ayında yaşamış olduğu kriz, bir likidite krizi biçiminde kendini göstermiştir. Bu çeşit likidite krizlerinin ortaya çıkışı, olumsuz beklentiler tarafından yönlendirilmektedir. Elbette böyle bir yaklaşım krizin temel yapı ile ilişkisiz biçimde tamamen beklentilerin etkisiyle oluştuğunu savunmamaktadır. Daha önce belirtildiği gibi bu yaklaşım; temel yapının dayanıksızlığının kriz olasılığını arttırdığını, fakat beklentilerin de krizin zamanını belirlediğini ve krizin derinleşmesine katkıda bulunduğunu savunmaktadır (Pesenti vd. 1999: 6).

Diğer taraftan Kasım ayı sonrasında dış borçlanmanın vadesinin kısılması ve dolayısıyla kısa vadeli borçların artması sonucunda kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı yükselmiştir. Bu durum ekonominin uluslararası likidite eksikli probleminin daha da ağırlaştığının bir göstergesidir.

Bu koşullar altında piyasa beklentilerindeki bir kayma, bir krizi başlatabilirdi. Nitekim Şubat krizinde beklentilerdeki kötüleşmeyi tetikleyen olay, devletin zirvesindeki kavga olmuştur. Beklentilerdeki kötüleşme ve yatırımcıların güven kaybı bir kez daha dövize yönelik talebi önemli ölçüde artırmıştır. Böylece ortaya çıkan spekülasyon saldırı sırasında merkez bankasının karşı karşıya kaldığı açmaz bir kez daha kendini göstermiştir. Sonuçta Türk Lirasının serbestçe dalgalanmaya bırakılmasına karar verilmiştir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### AMPİRİK SINAMA

Önceki bölümde belirtildiği gibi gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı krizlerin öncesinde, bazı temel yapı değişkenlerinde bozulmalar olduğu gözlenmektedir. Gerek makroekonomik gerekse finansal temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu bir ortamda bekleyişlerin olumsuzlaşması sonucunda krizler ortaya çıkabilmektedir. Bir başka deyişle temel yapı dayanıksızlıklarının artması, bir ekonominin krizle karşılaşma eğilimini artırmakta ve kriz olasılığını yükseltmektedir.

Krizden en çok etkilenen beş ekonominin her biri, kriz öncesi dönemde finansal serbestleşme ve reformlara girişmişler, fakat tamamlamamışlardı. Sonuçta bu kısmi reformlar, finansal kesimin giderek daha kırılgan hale gelmesine yol açmıştır. Söz konusu kırılganlığı; artan kısa vadeli borç, hızla büyüyen banka kredileri ve finansal kurumların yetersiz düzenleme ve gözetimi ile tanımlayabiliriz. Bu zayıflıklar, Asya ekonomilerini sermaye akımlarında hızlı bir geri dönüşe karşı dayanıksız kılmıştır. Sermayenin geri dönüşü ortaya çıkınca hem Asya hükümetlerinin hem de IMF'in hataları paniğe katkıda bulunmuş ve gereksiz bir şekilde krizi derinleştirmiştir.

Bu bölümde yukarıdaki bakış açısına uygun olarak, bir probit modeli aracılığıyla gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanmış olan finansal krizlerin nedenlerinin modellenmesi amaçlanmaktadır. Bu sayede bir finansal krizin ortaya çıkmasında etkin olduğu düşünülen belli başlı değişkenlerin kriz üzerindeki etki derecesi incelenebilecektir.

Türkiye ekonomisinde dış finansal serbestlik ortamında yaşanmış olan 1994 ve 2000-2001 krizlerinde en çok üzerinde durulan konular kamu borçlanma gereği, yüksek faizler ve aşırı liberalleşme olgusu olmuştur. Aynı dönemde gelişmekte olan ülke ekonomileri de benzer özelliklere sahipti.



Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kamu borçlanma ihtiyacının büyük boyutlara ulaşması, faiz oranlarının yüksek olması yanında yurtdışı sermayeyi çekebilmek için finansal piyasalarda liberalleşme olgusunu da gerektirmekte; aşırı liberalleşme ve yüksek faizler ise kriz ortamının doğmasında ve kriz dalgalarının büyümesinde önemli etkilere sahip bulunmaktadır. Bütçe gelirlerinin borç ödemelerine yetmediği bir yapıda, para basmak veya yüksek faizlerle borçlanmak dışında bir alternatif bulunmamaktadır. Her iki işlem de sonuçta faiz oranlarının yükselmesi neticesini verecektir.

Türkiye, Meksika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin borçlanma ihtiyacı ve bu ihtiyacın zorladığı yüksek faiz oranları uluslararası sıcak para için çok elverişli bir ortam sunmaktadır. Ancak bu ortam sıcak paranın tehlikeli olmasına yol açmaktadır. Önemli olan ise sıcak paranın tehlike oluşturmayacağı, elde edeceği getirinin makul ölçülerde olmasının sağlanacağı bir düzenin oluşturulmasıdır. Çünkü kontrol edilebilir olması şartı ile bu tür parasal kaynaklardan yararlanmak gerekir; ancak özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun yüksek düzeylerde seyrettiği bir ekonomide bu kontrol mümkün değildir.

İnsel ve Sungur'un (2003), Türkiye'de sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergelere etkileri üzerinde yaptıkları ekonometrik çalışmanın bulguları, yüksek oranda kamu borç stokunun faizler üzerinde artış yönünde baskıya yol açarak sermaye girişlerinin kontrolünü zorlaştırdığını ve arttırdığını, portföy yatırımlarındaki artışın ise cari açığı artırdığını göstermektedir. Bunun nedeni, sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışıdır. Bu çalışmaya göre, ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketleri kamu kesiminin tüketim harcamalarını ve kamu kesimi dengesini etkilemekte, enflasyonu yükseltmektedir. Sermaye girişleri, kurların aşırı değerlendirilmesiyle ithalatın artmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla ikiz açıkların mevcudiyeti sermaye hareketlerinin kontrolünü güçleştirmekte ve ekonomiyi batağa sürüklemektedir.

Tüm bu göstergelerin ortaya koyduğu gerçek ise, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kamu borçlanma ihtiyacını azaltmadan, kendini ulusal veya uluslararası krizlerden korumasının mümkün olmadığıdır. Yaşanan problemlerin

ardında, kamu maliyesinde ve bankacılık sektöründe yaşanan yapısal sorunlar, zaafılar ve kırılganlığın olduğu söylenebilir.

## **1. EKONOMETRİK TAHMİN VE SONUÇLARI**

### **1.1. Model**

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin 1990'lı yıllarda yaşamış oldukları finansal krizler, kriz öncesi dönemde görülen kısa vadeli sermaye girişlerinin, kriz dönemlerinin hemen ardından sermaye çıkışına dönüşeceğini öngörmektedir. Kriz öncesi dönemde artan kısa vadeli sermaye girişleri, finansal sistemin uluslararası likidite sıkıntısına düşmesine ve böylece yabancı kreditor paniğine karşı dayanıksız hale gelmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla bütün bu teorik görüşler, özellikle kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışların, ekonomide bir kriz olasılığını yükselttiğine ve modelde kullanılabilmesine işaret etmektedir.

Ekonometrik modelde borçlanma ihtiyacı ve bu ihtiyacın zorladığı yüksek faiz oranlarını ifade etmek amacıyla kısa vadeli kamu borç stoku ve mevduat faiz oranları kullanılmıştır. Finansal serbestlik ortamında kısa vadeli borç yapısı krizi derinleştirmektedir. Modelde reel faiz oranları yerine mevduat faiz oranlarının alınması tamamen veri sıkıntısından kaynaklanmaktadır. Aynı şekilde reel döviz kuru ile ilgili verilerde yaşanan problemlerden dolayı sadece cari işlemler dengesi verisine modelde yer verilmiştir. Nitekim cari işlemler hesabındaki değişimler reel döviz kurunun etkilerini dolaylı yollardan yansıtmış olacaktır.

Sonuçta artan cari işlem açıklarının kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi, kısa vadeli borç stokunun artmasına neden olmuştur. Artan makroekonomik zayıflıklar, ekonomiyi ani sermaye çıkışlarına karşı dayanıksız kılmıştır. Böyle olunca ekonomi bir para krizine karşı dayanıksız hale gelmiştir. Likidite sıkıntısını ifade edecek en uygun bağımsız değişken ise M2 büyüklüğünün Y değerine oranıdır.

Bir başka deyişle kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz oranı, para arzı, cari işlem açıkları ve kısa vadeli kamu borç stoku kriz olasılığı üzerinde etkili olabilecek değişkenlerdir. Dolayısıyla ekonometrik modelde bu değişkenlere yer verilmiştir.

Gerek 1980-1998 dönemine ait verilerinden kaynaklanan sorunlar, gerekse ekonometrik modelde kullanılan değişkenlere ait verilerin zaman serisi olarak temininde yaşanan güçlükler nedeniyle panel veri seti 1980-1998 dönemini kapsayacak şekilde düzenlenmiştir. Ekonometrik uygulamada kullanılan ülke örnekleri, Meksika, Türkiye, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland ve Güney Kore'dir. Ekonometrik yöntem olarak probit modeli kullanılacaktır. Model şu şekilde tanımlanmıştır:

$$KRİZ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta KVSHIY_{it} + \alpha_2 \Delta MFO_{it} + \alpha_3 \Delta M2IY_{it} + \alpha_4 \Delta CİDIY_{it} + \alpha_5 KVKBSIDB_{it} + u_{it}$$

Modelde görülen KRİZ değişkeni, Meksika, Güney Doğu Asya ve Türkiye'nin kriz yaşadıkları dönemlerde 1, diğer dönemlerde ise 0 değerini almaktadır. Finansal kriz dinamik bir süreç olduğu için, etki ve sonuçları itibariyle krizden bir önceki ve bir sonraki yıla da 1 değeri verilmiştir. Buna göre modelde KRİZ değişkeni 1994 ve 1997 yıllarında 1 değerini almıştır. Modelin tahmininde kullanılan açıklayıcı değişkenler şunlardır:

$\Delta KVSHIY$ : Portföy yatırımları artı kısa vadeli sermaye hareketleri toplamından oluşan kısa vadeli sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı,

$\Delta MFO$ : Mevduat faiz oranı,

$\Delta M2IY$ : M2 parasal büyüklüğünün GSYİH'ya oranı,

$\Delta CİDIY$ : Cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı,

$\Delta KVKBSIDB$ : Kısa vadeli kamu borç stokunun dış borca oranı,

i ülkeleri, t zamanı ve  $\Delta$ 'de büyüme oranını göstermektedir.

## 1.2. Veriler

Daha önce belirtildiği gibi ülke örnekleri için uygulanan model 1980-1998 döneminde yıllık panel verilerini kapsamaktadır. Bilindiği gibi söz konusu dönemde ülke örneklerinde 1994 ve 1997'de finansal krizler yaşanmıştır. Probit modelin tahmininde kullanılacak bağımlı değişken, krizin olduğu dönemlerde (1) ve geri kalan dönemlerde (0) değerini alan kukla bir değişken olacaktır. Finansal baskıların ve bekleyişlerdeki olumsuz değişmelerin kriz çıkmadan önce şekillendiği düşünülürse ve krizlerin etkilerinin sonraki yılda sürdüğü dikkate alınırsa; krizlerin öncesi ve sonrasındaki yıllara (1) verilmesi modeli daha anlamlı kılacaktır.

Probit modelin tahmininde kullanılan açıklayıcı değişkenlere ilişkin veriler, World Development Indicators (The World Bank) programından derlenmiştir. Ayrıca bazı eksik veriler The World Bank elektronik veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir.

## 1.3. Tahmin Sonuçları

Tahmin sonuçları tablo 24'de gösterilmiştir. Probit tahmin sonuçlarına göre tüm değişkenlerin katsayıları (+) ve anlamlı çıkmıştır. Modelde KVSHIY değişkeni büyüme oranının katsayısı 0,394; MFO değişkeni büyüme oranının katsayısı 1,216; M2IY değişkeni büyüme oranının katsayısı 2,619; CİDIY değişkeninin katsayısı 0,118; KVKBSIDB değişkeni büyüme oranının katsayısı ise 1,487 olarak gerçekleşmiştir. KVSHIY ve MFO değişkenleri % 1 düzeyinde, diğer değişkenler ise % 5 düzeyinde pozitif ve anlamlıdır.

Tablo 24: Probit Tahmin Sonuçları (1980–1998)

Bağımlı Değişken Kriz (1994 ve 1997)				
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	z-İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Constant	-18,768	6,296	-2,98	0,003**
$\Delta$ KVSHIY	0,394	0,135	2,9	0,004**
$\Delta$ MFO	1,216	0,459	2,65	0,008**
$\Delta$ M2IY	2,619	1,181	2,22	0,027*
CİDIY	0,118	0,055	2,13	0,033*
$\Delta$ KVKBSIDB	1,487	0,636	2,34	0,019*
Spesifikasyon Testleri				
LR İstatistiği	17,38		0,003**	
Gözlem Sayısı: 133 Grup Sayısı: 7 * %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı ** %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı				

Notlar: Modelin tahmininde tüm değişkenlerin ln değeri alınmıştır. Değişkenlerin toplulaştırılması amacıyla yapılan bu müdahale (-) değerler taşıyan CİDIY değişkenine uygulanamamıştır. (\*) işareti % 5 düzeyinde, (\*\*) işareti ise % 1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Bağımlı değişken KRİZ, ülke örnekleri için 1993-1995 ve 1996-1998 dönemlerinde 1, geri kalan dönemlerde 0 değerini almaktadır. Dolayısıyla bağımlı değişkenin 1 değerini aldığı dönem sayısı (6)'dır.

Bağımlı değişkenin (KRİZ), kriz öncü göstergelerindeki yükselmeler dikkate alınarak oluşturulduğu model tahminlerine göre, kriz ile KVSHIY, MFO, M2IY, CİDIY ve KVKBSIDB değişkenlerinin değerleri arasında anlamlı bir ilişki mevcuttur. Buna göre kriz öncesi dönemlerde KVSHIY, MFO, M2IY, CİDIY ve KVKBSIDB değişkenlerindeki artışlar kriz olasılığını artırmaktadır. Bir başka deyişle kısa vadeli sermaye hareketlerinde artış, faiz oranlarındaki yükselme, dolaşımdaki para arzının artması, cari açıkların ortaya çıkması ve kısa vadeli kamu borç stokunun artışı ele alınan ülke örneklerinde kriz olasılığını yükseltmektedir.

Öte yandan modele ait tahminlerde KVSHIY ve MFO değişkenleri % 1 anlamlılık düzeyine sahipken aynı durum M2IY, CİDIY ve KVKBSIDB değişkenlerinde % 5'dir. Açıklayıcı değişkenler ile kriz olasılığı arasındaki ilişkinin yönünü belirleyen katsayıların işaretlerinin, beklentilerin tersi yönünde bir sonuca işaret etmediği söylenebilir. Bu sonuçlara göre, oluşturulmuş olan modelin gelişmekte olan ülke örneklerinin yaşadığı krizleri etkileyen değişkenlerin etki derecesini tahmin etme açısından başarılı bir performans sergilediği söylenebilir.

## SONUÇ

Küreselleşme her şeyden önce bir olgudur ve buna karşı olmak ya da taraf olmak çok anlamlı tavırları ifade etmez. Eğer tarihin teleolojik olarak ileri giden bir düzlem olduğu düşünülürse, küreselleşme hiç şüphesiz ileri doğru atılmış bir adımdır. Ancak küreselleşmenin getireceği problemler de söz konusu olacaktır. Finansal kriz yaşayan gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerine yapılan değerlendirmeler bunu açık bir biçimde göstermektedir. Ancak problemler olgunun tamamen karşısında olmak refleksini geliştirirse bu tavır gerçekçi bir zemine oturmaktan uzaktır.

Önemli olan tavır, küreselleşmenin bir fiili durum olduğunu kabul etmektir. Taraf olmak ya da karşı çıkmak yerine “durum belirlemeyi” önemli hale getiren bu süreçte, yeni durumun getirilerinin arttırılması ve olumsuzluklarının asgariye indirilmesi için çaba sarf edilmesi gerçekçi bir tavır olacaktır.

Küreselleşmeden kaçınmak ya da küreselleşmeyi tersine çevirmek mümkün değildir. Bu noktada altı çizilmesi gereken gerçek, küreselleşmenin hiç kimsenin veya hiç bir ülkenin tek başına kontrol edebildiği bir süreç olmadığıdır. İçinde her meslekten milyonlarca insan ve her kıtadan iki yüze yakın ülkenin rol aldığı, her birinin kendi çapında katkıda bulunduğu devasa bir değişim ve gelişim sürecidir.

Öyleyse sorulması gereken asıl soru küreselleşmeden kaçınmanın, bu süreci tersine çevirmenin mümkün olup olmadığıdır. Doğru soru, küreselleşmenin getireceklerinden optimum ölçüde nasıl yararlanmak mümkündür sorusudur.

1980’li yılların ortalarından itibaren finansal serbestleşme ile birçok gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açtığı görülmektedir. Kuşkusuz ulusal finans piyasalarının sermaye hareketlerine açık olması gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanabilmesi anlamında da önemlidir. Ancak gerek Latin Amerika ülkelerinde gerekse Asya ülkelerinde yaşanan krizler göstermiştir ki, istikrarlı bir makro

ekonomik ortam olmadığında spekülâtif nitelikli sermaye akımları krizleri beraberinde getirmektedir. Bunda ulusal finans piyasalarında yaşanan düzenleme-denetim mekanizmalarının yetersizliği ve piyasa başarısızlıklarının payı da vardır.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri, yetersiz gözetim ve denetim altında yürütölen finansal serbestleşme sürecinde para krizleri ile bankacılık krizlerinin birbirleriyle bağlantılı olarak ortaya çıkabileceğini göstermiştir. Böyle bir serbestleşme süreci genellikle kısa vadeli sermaye girişleri tarafından beslenen bir yurtiçi kredi genişlemesini başlatmaktadır. Aynı zamanda likiditesi keskin bir şekilde düşen bankacılık kesiminin kırılganlığı artmaktadır. Böyle olunca bankacılık kesiminde potansiyel kriz olasılığı yükselmektedir. Yaşanan bu deneyimler, zamanından önce gerçekleştirilen sermaye hesabı serbestleşmesinin zararlı olabileceğini göstermektedir.

Bankacılık kesimi kırılgan hale gelirken, diğer taraftan ekonomide makroekonomik dayanıksızlıklar artmaktadır. Finansal serbestlik ortamında uygulanan sabit ya da yönetilen dalgalı kur rejimleri, yerli paranın reel olarak değer kazanmasına, ekonomide tüketim ve yatırım harcamalarının artmasına ve cari işlem açıklarının genişlemesine sebep olmaktadır. Sonuçta ekonominin bir para krizine maruz kalma olasılığı da yükselmektedir. Üstelik ölkelerin borç yapılarındaki bozukluklar ile finansal kırılganlık birbirini karşılıklı olarak beslemektedir.

Finansal krizler, finansal sistem ayrımı olmadan, hem bankacılık sektörüne dayalı hem de sermaye piyasalarına dayalı finansman modellerinin benimsendiği ekonomilerde yaşanmaktadır. Ancak, özellikle gelişmekte olan ölkelerde, finansal sistem kapsamında, fon aktarım mekanizması olarak bankacılık sektörüne duyulan bağımlılık ve bankacılık sisteminin bünyesinde barındırdığı yapısal problemler sonucunda, bankacılık krizlerinin, reel ekonomiyi ve sonuç olarak ekonomik büyüme ve istikrarı olumsuz yönde etkilediği ulaşılmaması pek de güç olmayan bir sonuçtur.

Çalışmada ele alınan 1994 Meksika, 1997 Asya, 1994 ve 2000-2001 Türkiye krizleri öncesinde, söz konusu ekonomilerin benzer bazı temel yapı dayanıksızlıklarına sahip oldukları göze çarpmaktadır. Bu dayanıksızlıkların en önemlisi, kriz öncesi dönemlerde uluslararası (döviz) likidite sıkıntısının



ağırlaşmasıdır. Uluslararası likidite sıkıntısı, kırılgan bir duruma işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülke örneklerine ilişkin probit model tahminleri, kriz öncesi dönemde söz konusu ülkelerin likidite sıkıntısına maruz kaldığını göstermektedir.

Ele alınan kriz deneyimlerinin işaret ettiği bir başka temel yapı zayıflığı, kriz öncesi dönemlerde kısa vadeli sermaye girişlerinde gözlenen artışlardır. Bir ekonomiye yönelik kısa vadeli sermaye girişlerindeki hızlı artışlar, beklentilerdeki herhangi bir kötüleşme karşısında hızla geri dönme riskini taşımaktadır. Söz konusu deneyimler yerli paranın reel değer kazancı ile cari işlem açıklarındaki artışların, ekonomide makroekonomik dayanıksızlığa sebep olduğu görüşünü desteklemektedir. Gelişmekte olan ülke örneklerine ilişkin probit model tahminleri, kriz öncesi dönemlerde kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunlaştığını ve ülke paralarının reel olarak değer kazandığını, bu gelişmelerin de kriz olasılığını yükselttiğini ispatlamaktadır.

Finansal krize maruz kalan gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesinde, cari işlem açıklarının hızla arttığı ve bu açıkların genellikle hızlı bir biçimde geri çekilebilecek olan kısa vadeli sermaye girişleri ile finansa edildiği söylenebilir. Böyle bir durumda cari işlem açıklarının sürdürülemez düzeylere ulaşacağı düşüncesiyle yabancı kreditorlerin paniğe kapılmaları ve söz konusu açıkları finanse etmeyi reddetmeleri, ekonomide bir krize neden olabilmektedir. Ele alınan ülkelere ilişkin probit model tahminlerinde, kriz olasılığı ile cari işlem açıkları arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir. Sonuçta yerli paranın reel değer kazancı ile cari işlem açıklarındaki genişleme, ekonomide makro ekonomik dayanıksızlığın artmasına yol açmakta ve bir para krizi olasılığını yükseltmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri, özellikle kısa vadeli kamu borç stokunun ve finansal kırılganlığın bulunduğu bir ortamda yoğun kısa vadeli sermaye girişlerinin tehlikeli olacağını göstermektedir. Para ve bankacılık krizlerinin birbiriyle ilişkili bir şekilde ortaya çıktığı gelişmekte olan ülke deneyimlerinde, sermaye akımlarında ani geri dönüşler gözlenmektedir. Bu durum kriz öncesi dönemlerde artan kısa vadeli kamu borç stokunun ve özellikle dış yükümlülüklerin taşıdığı riskleri kanıtlamaktadır. Nitekim uygulanan probit modelde, kriz ile kısa

vadeli kamu borç stoku arasında yüksek düzeyde bir ilişki ortaya çıkmıştır. Ülkerlin bütçe yapılarında ve borç servislerindeki bozulmalar krizlere zemin oluşturmaktadır.

Öyleyse tedbirli bir politika anlamında kısa vadeli kamu borç stokunun ve özellikle kısa vadeli dış yükümlülüklerin sınırlanması önerilebilir. Bankaların likit yükümlülükleri üzerine yüksek rezerv zorunluluklarının getirilmesi, yukarıda sözü edilen risklerin azaltılması yönünde etki yaratabilir. Aynı amaca uygun olarak sermaye girişlerinin ortalama vadesiyle ters orantılı bir vergi oranı uygulamasının, sermaye girişlerinin ortalama vadesini uzatması beklenebilir. Fakat vergilerin sadece kısa dönemli ve geçici uygulamalar olabileceği unutulmamalıdır.

Türkiye’de, 1994 ve 2000-2001 yıllarında yaşanan krizler ve bu krizlerin oluşumuna kadarki gelişmeler incelendiğinde, yaşanan süreçlerin, kriz deneyimine sahip gelişmekte olan ülkelerde yaşanan süreçlerle büyük benzerlikler taşıdığı görülmektedir. Bütçe açıklarının finansmanı için kontrolsüz olarak gerçekleştirilen finansal liberalizasyon, buna bağlı olarak yurda giren yabancı sermaye miktarındaki artış, bankacılık sistemine duyulan bağımlılık, kredi hacminde ve talepte yaşanan patlama, ortak yanlardan bazılarıdır.

Öte yandan, sermaye piyasaları ve doğrudan yatırım kanalıyla yurda giren yabancı sermaye ise, bankacılık sistemi tarafından sağlanan sıcak paranın tam tersine, olumsuzluklarla karşılaştığında ciddi anlamda kaçış hareketinde bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasaları vasıtasıyla sağlanan finansman, kriz oluşumuna ve yaşanan krizlerin derinleşmesine neden olmamakta, tam tersine, kriz esnasında, etkin kaynak dağılımının devam etmesini sağlayarak, reel ekonominin üretime devam etmesini, yani, tekerleğin dönmeye devam etmesini sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler eğer kısa vadeli sermaye akımlarının olumsuz etkilerine maruz kalıyorsa, finansal kesimi bu etkilerden korumak esas olmalıdır. Finansal kesimi ve dolayısıyla ekonomiyi söz konusu olumsuz etkilerden ve risklerden uzak tutmanın en kolay yolu ise, bankalara ilişkin düzenlemelerin ve gözetimin iyileştirilmesinden geçmektedir. Etkin bir düzenleme, gözetim ve denetim mekanizması, sermaye girişlerinin beslediği bankacılık kesimindeki kredi

genişlemesini ve aşırı risk alıcı faaliyetleri hafifletebilir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki makroekonomik iyileşme, banka problemlerinin hızlı ve gerçekçi bir yaklaşımla ele alınması, yeniden sermayelendirme ve borçların yeniden yapılandırılmasına ilişkin programların koordineli olarak yürütülebilmesi, mali bünyesi zayıf bankaların sistemden çıkarılması gibi birçok faktöre bağlı olarak işleyen bir süreçtir.

Bunun yanında ahlaki riziko problemleri ortaya çıktığında piyasa mekanizması kendi kendisini düzenleyemediği için, etkin kamu düzenlemesi ve denetlemesi gerekli hale gelmektedir. Daha esnek bir döviz kuru sistemi uygulanabilir. Eğer ülkede uzun süredir yüksek oranlı enflasyon var ise, enflasyon kontrol altına alındıktan sonra döviz kurları esnekleştirilebilir.

Bu çerçevede, ülke içindeki finansal yapının sadece bankacılık sistemine dayalı merkezîyetçi bir yapıdan kurtarılarak, risk unsurunu dağıtan sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve mali disiplinin sağlanması (bütçe açıklarının önlenmesi) kaynak tahsisinde etkinliği artırarak, ekonomik krizlerin önlenmesinde ve ekonomik büyüme ile istikrarın sağlanmasında da en uygun ekonomi politikası unsurları olacaktır.

Dolayısıyla, bugüne kadar finansal krizlerin önlenmesi için hep sermaye giriş ve çıkışının denetlenmesi gerektiği üzerinde duran politika yapımcılarının bütçe disiplini ihmal ettikleri görülmektedir. McKinnon'ın önerdiği gibi, mali disiplini sağladıktan sonra finansal liberalleşme sürecine katılan bir ülkenin otomatikman sermaye hareketleri üzerindeki kontrolünün artacağı açıktır. Çünkü bütçe açığı olamayan bir ekonomide kamu borç stokunun faizler üzerindeki arttırıcı etkisi elimine edilmekte, finansal sistemin kırılma bir yapıya bürünmesi nispeten önlenmektedir.

Sonuç itibarıyla, finansal krizlere çözüm arayışı sürecinde, finansal liberalleşme karşıtı kolaycı ve kısıtlayıcı politikalar yerine mali disiplinin sağlanması gibi daha gerçekçi politikalar önermek gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

- Adams, C., D.J. Mathieson, G. Schinasi ve B. Chadha. (September 1998). International Capital, Markets Development, Prospects and Key Issues. *Washington D.C., IMF.*
- Akdiş, M. (2001). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler ve Beklentiler. <http://www.ceteris.paribus.org>.
- Akgüç, Ö., (2002). *Cumhuriyet ve Küreselleşme*. Ankara: Kültür Bakanlığı Yayınları.
- Alp, A. (2000). *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*. İstanbul: YKY.
- Aşıkoğlu, Y. (October 1995). Finance, Exchange Rates & Financial Liberalization. *Capital Markets Board Publication*, Number: 24.
- Aydın, S. (Ocak-Nisan 2000). Asya Krizi ve Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi. *Maliye Dergisi*, Sayı:133, 13-30.
- Baily, M.N. ve R.Z. Lawrance. (May 2001). Do We Have a New Economy? *The American Review*, Volume:91, No:2, 308-312.
- Bal, H. (2001). Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye. *Türkiye Bankalar Birliği*, İstanbul, Yayın No:222.
- Basel Bankacılık ve Gözetim ve Denetim Komitesi. (Eylül 1999). *Bankacılıkta Etkin Gözetim ve Denetime İlişkin Prensipler*. Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 30, 87-115.
- Başkaya, F. (1996). *Borç Krizi Üzerine Bir Deneme*. Ankara: Yargı Kitabevi.

- Baçoğlu, N., N. Ölmezoğulları ve İ. Parasız. (1999). *Dünya Ekonomisi: Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Bird, G. ve R. Rajan. (2001). Banks, Financial Liberalization and Financial Crises in Emerging Markets. *The World Economy*, XXIV, 7, 889-910.
- Boratav, K. (2001). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. <http://www.ceteris.paribus.org>.
- Calvo, G., L. Leiderman ve C.M. Reinhart. (1994). New Capital Flows, Problems, Concepts and Issues, International Center for Economic Growth. *Occasional Papers*, No:56.
- Calvo, G. (1996). Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons. *International Journal of Finance and Economics*, I, 3, 207-23.
- Calvo, G.A. ve C.M. Reinhart. (2000). When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options. *Washington: International Monetary Fund*, 175-201.
- Chang, R. ve A. Velasco. (June 1998a). Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6606.
- Chang, R. ve A. Velasco. (November 1998b). The Asian Liquidity Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6796.
- Cole, H.L. ve T.J. Kehoe. (1996). A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis. *Journal of International Economics*, XLI, 3-4, 309-330.
- Cole, H.L. ve T.J. Kehoe. (2000). Self-Fulfilling Debt Crises. *Review of Economic Studies*, LXVII, 91-116.

- Corbett, J. ve D. Vines. (1999). Asian Currency and Financial Crises: Lessons From Vulnerabilty, Crisis, and Collapse. *World Economy*, XXII, 2, 155-177.
- Corsetti, G., P. Pesenti ve N. Roubini. (November 1998a). Paper Tigers: A Model of The Asian Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6783.
- Corsetti, G., P. Pesenti ve N. Roubini. (December 1998b). What Coused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Overview. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6833.
- Dadush, U., D. Dasgupta ve D. Ratha. (December 2000). The Role of Short Term Debt In Recent Crises. *Finance & Development*, 54-57.
- Dobb, M. (1991). *Kapitalizm, Sosyalizm, Azgelişmiş Ülkeler ve İktisadi Kalkınma* (Çev. M. Selik), Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları.
- Dobb, M. (1992). *Kapitalizmin Gelişimi Üzerine İncelemeler* (Çev. F. Akara), İstanbul: Belge Yayınları (orijinal baskı tarihi 1945).
- Dornbush, R. (Şubat-Mart 2001). Ortaya Çıkan Piyasa Krizleri Üzerine (Çev. Ö. İzdeş), *İktisat Dergisi*, 50-62.
- Drazen, A. (2000). Political Contagion in Currency Crises. *The University of Chicago Pres.*
- Edwards, S. (December 1997). The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It? *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6334.

- Edwards, S. ve C.A. Vegh. (March 1997). Banks and Macroeconomic Disturbances Under Predetermined Exchange Rates. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No: 5977.
- Eğilmez, M. ve E. Kumcu. (2001). *Krizleri Nasıl Çıkardık?* İstanbul: Creative Yayıncılık.
- Ekinci, M. B. (2002). Küreselleşmenin Ekonomik Boyutu ve İşletmelerin Bu Süreçteki Yeri. <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayı7/kuresel.htm>.
- Eroğlu, Ö. ve M. Albeni. (2002). *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*. Ankara: Bilim Kitabevi Yayınları.
- Fry, M. J. (1989). *Money, Interest and Banking in Economic Development*. The Johns Hopkins University Press, London.
- Ghosh, A., T. Lane ve Staff Team. (2002). IMF-Supported Program in Capital Account Crises. *International Monetary Fund Occasional Paper*, No:210.
- Goldstein, M. ve P. Turner. (1999). *Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri* (Çev. A. İ. Karacan). İstanbul: Dünya Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 1996).
- Gökdemir, L. (Ocak 1998). Azgelişmiş Ülkelerin İktisadi Kalkınmalarında Bir Çıkış Yolu Arayışı. *İktisat-İşetme ve Finans Dergisi*, Sayı 142, 28-37
- Gujarati, D. (1999). *Temel Ekonometri* (Çev. Ü. Şenesen ve G. Şenesen), İstanbul: Literatür Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 1995).
- Gür, T. H. (Şubat 1999 ).Finansal Krizlerin Anatomisi. *Asomedy*, 25-38.
- Harvey, D. (2000). Globalization in Question. *Routledge, USA*, 19-36.
- Hausler, G. (March 2002). The Globalization of Finance. *Finance & Development*, 10-12.

- Henry, P. (October/November 2000). Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics*, Volume:58, 301-334.
- Hirst, P. ve G. Thompson. (2003). *Küreselleşme Sorgulanıyor. Geliştirilmiş 3. b.* Ankara: Dost Kitabevi
- Huang, H. ve S.K. Wajid. (March 2002). Financial Stability in The World of Global Finance. *Finance & Development*, 13-16.
- IMF. (1998). *Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects*. Washington DC, Occasional Paper 172.
- IMF. (1999). *Anticipating Balance of Payment Crises: The Role of Early Warning Systems*. Washington DC, Occasional Paper 198.
- IMF. (August 2001). *International Capital Markets: Developments. Prospects and Key Policy Issues*. Washington DC
- IMF. (2002). *IMF Supported Programs in Capital Account Crises*. Washington DC, Occasional Paper 210.
- Ishii, S., K. Habermeier ve Staff Team. (2002). Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability. *International Monetary Fund Occasional Paper*, No:211.
- İnsel, A. ve N. Sungur. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III – 1999: IV, *Türkiye Ekonomi Kurumu*, Tartışma Metni, No: 8, <http://www.tek.org.tr>.
- Karluk, R. (1996). *Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar*. İstanbul: Tütünbank Yayınları.
- Kazgan, G. (1997). *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.



- Kazgan, G. (2000). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi. Geliştirilmiş 9. b.* İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Kazgan, G. (Şubat-Mart 2001). Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri. *İktisat Dergisi*, 26-30.
- Keller, C., C. Rosenberg, N. Roubini ve B. Setser. (December 2002). The Bottom Line. *Finance & Development*, 15-18.
- Krugman, P. (2000). *Currency Crises. The University of Chicago Press*, London.
- Litan, R. ve A.M. Rivlin. (May 2001). Projecting the Economic Impact of The Internet. *The American Review*, Volume: 91, No:2, 313-317.
- Manisalı, E. (2001). *Yirmibirinci Yüzyılda Küresel Kıskaç, Küreselleşme, Ulus Devlet ve Türkiye.* İstanbul: Otopsi Yayınevi.
- McKinnon, R.I. ve H. Pill. (1997). Credible Economic Liberalizations and Overborrowing. *American Economic Review Papers and Precedings*, LXXXVII, 2, 189-93.
- McKinnon, R.I. ve H. Pill. (1998). The Overborrowing syndrome: Are East Asian Economies Different? *London: Cambridge University Press*, 22-55.
- Mishkin, F. (1995). *The Economy of Money, Banking and Financial Markets. 4th Edition.* New York: Harper Collins.
- Mishkin, F. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, May, No:5600.
- Mishkin, F. (December 1998). International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:6390.

- Mishkin, F. (December 1999a). Lessons From The Asian Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:7102.
- Mishkin, F. (1999b). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, XIII, 4, 3-20.
- Mulder, C. (December 2002). Assessing the Dangers. *Finance & Development*, 8-11.
- Nemli, M. (1990). Mali Liberalleşme: McKinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalçı Yaklaşım ve Türkiye Deneyimi. *Hazine ve Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:5, 58-64.
- Ongun, T. (2001). Yabancı Sermaye ve Dış Borçlar. *Türkiye Ekonomi Kurumu, Türkiye Ekonomisi Sektörel Analizi*, Ankara: İmaj Yayınevi, 323-355.
- Özen, A. (Eylül-Aralık 2002). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi. *Maliye Dergisi*, Sayı:141, 21-41.
- Özer, M. (1999). Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar. *Anadolu Üniversitesi Yayınları*, Eskişehir, No:1096.
- Parasız, İ. (1996). *Kriz Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pesenti, P. ve C. Tille. (1999). The Economics of Currency Crises and Cantagion: An Introduction. *FRBNY Economic Policy Review*, VI, 3, 3-16.
- Radelet, S. ve J.D. Sachs. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, XXVII, 1, 1-74.
- Sachs, D.J., A. Tornell ve A. Velasco. (May 1996a). Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons of From 1995. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:5576.

- Sachs, D.J., A. Tornell ve A. Velasco. (1996b). The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold. *Journal of International Economics*, XLI, 3-4, 265-283.
- Sayılgan, Ş. (Aralık 2001). Uluslararası Krizler ve Şubat Krizi İçin Karşılaştırmalar. <http://www.yuksestrateji.org>.
- Schadler, S. (March 1994). Surges in Capital in Flows: Boon or Curse? *Finance & Development*, 20-23.
- Seyidoğlu, H. (Mart 2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Azgelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 141-156.
- Sikorski, T. (1996). Financial Liberalization in Developing Countries. *Edward Elgar Publishing Limited*.
- Sönmez, S. (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Stiglitz, J. E. (January 2003). Globalization and Growth In Emerging Markets and The Economy. *Journal of Policy Modeling, American Economic Association, New York*.
- Şenses, F. (2001). *Küreselleşmenin Öteki Yüzü Yoksulluk*. İstanbul: İletişim Yayınları, 28.
- The World Bank. (1997). *Global Development Finance*, Washington DC.
- The World Bank. (1998). *East Asia: The Road to Recovery*, Washington DC.
- The World Bank. (2002). *Global Development Finance*, Washington DC.
- The World Bank. (2002). *World Development Report: Building Institutions for Markets*. Oxford University Pres.
- Toprak, M. (2001). *Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

- Toprak, M. ve Ö. Demir. (2001). *Küreselleşen Dünyada Türkiye Ekonomisi: Serbest Piyasa Devriminin Serüveni*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Tuncer, N. (Şubat-Mart 2001). Para Krizleri ve Türkiye. *İktisat Dergisi*, 42-51.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1993). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2000). *Yıllık Rapor*, Ankara..
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2001). *Para Politikası Raporu*, Ankara.
- Upper, C. (1999). International Capital Flows and Asymmetric Information, Florence. *European University Institute Florence*.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No:2001/1.
- Velasco, A. ve P. Cabezas. (1998). Alternative ve Responses to Capital Inflows: A Tale of Two Countries. *New York: Cornell University Pres*, 128-157.
- Watkins, K. (March 2002). Making Globalization Work for the Poor. *Finance & Development*, 24-26.
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. Ankara: İletişim Yayınları.
- Yiğidim, A. (Nisan 1999). Gelişmekte Olan Ülkelerin Globalleşme Sürecine Katılma Eğilimlerinin Nedenleri Üzerine Sistemik Bir Yaklaşım. *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 157, 47-69
- Yülek, M. (January 1998). Financial Liberalization and The Real Economy: The Turkish Experience, Capital Markets. *Board of Turkey Publication Number: 110*.