

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

133778

FİNANSAL KRİZLER VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ: TÜRK FİNANSAL
SEKTÖRÜNDE YAŞANAN 2000-2001 FİNANSAL KRİZİ

MASTER TEZİ

Hazırlayan
Nihat DAĞISTAN

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Arslan YİĞİDİM

133778

Ankara-2003

Gazi Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü' ne

Nihat DAĞISTAN' a ait "Finansal Krizler ve Türkiye Örneği: Türk Finansal Sektöründe Yaşanan 2000-2001 Finansal Krizi" adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı Uluslararası İktisat Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

(İmza)

Başkan

Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

(İmza)

Üye

Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

(İmza)

Üye.....

Akademik Ünvanı, Adı Soyadı (Danışman)

TABLO VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Tablolar Listesi

Tablo 2.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Kesimin Yeniden Yapılandırma Maliyetleri.....	37
Tablo 2.2.	Krizlerin Kaybedilen Çıktı Cinsinden Maliyetleri.....	38
Tablo 2.3.	Sinyal Göstergelerin Krizleri Öngörmeye Anlamlılıkları.....	45
Tablo 2.4.	"Sinyal" Yaklaşımı Altında Göstergelerin Performansı.....	46
Tablo 4.1.	Makroekonomik Göstergeler, 1996-2001.....	82
Tablo 4.2.	Temel Makro Ekonomik Hedefler.....	85
Tablo 4.3.	2000 Yılında Faiz Oranlarının Değişimi.....	90
Tablo 4.4.	Repo Faizi Gecelik Faizi (%).....	98
Tablo 4.5.	Kredi Arzı.....	99
Tablo 4.6.	Mevduat Banka Grupları İtibariyle Kamu Kağıtları ve Krediler.....	99
Tablo 4.7.	Türkiye'de Kriz Döneminde Döviz Tevdiat Hesabında, Reel Döviz Kuru İndeksinde ve Ticari Bankaların Sendikasyon Kredileri Hacminde Gelişmeler.....	103
Tablo 4.8.	Türkiye'de Bankaların Açık Pozisyonları (Milyar \$).....	106
Tablo 4.9.	Türkiye'de Kriz Öncesi ve Sonrası, Gecelik İşlemlere Uygulanan Basit Faiz Oranları (Ağırlıklı Ort.).....	108
Tablo 4.10.	Ticari Bankaların Kısa Vadeli Borç Stoku (Milyon \$).....	108
Tablo 4.11.	Türkiye'de Doların DİBS Faizine Göre Reel Getirisindeki Gelişmeler (Yıllık Artış Oranı %).....	112
Tablo 4.12.	Türkiye'de Kısa Vadeli Dış Borç/Döviz Rezervi Oranlarındaki Gelişmeler.....	113
Tablo 4.13.	Finansal Krizlerin Oluşumunu Etkileyen Faktörler.....	119
Tablo 4.14.	Konsolide Bütçe Açığının Finansmanı (GSMH'nın % si).....	121

Şekiller Listesi

Şekil 1.1.	Bankacılık Krizi-Döviz Krizi İlişkisi.....	18
Şekil 4.1.	1980-2000 Dönemi GSMH Büyüme Trendi.....	70
Şekil 4.2.	1990-2000 Dönemi Toplam Borç Stoku.....	72
Şekil 4.3.	Temmuz 2001-Aralık 2002 Döneminde Uygulanacak Olan Kademeli Band.....	88
Şekil 4.4.	Toptan Eşya Fiyat Endeksi ve Kur Sepeti (Yıllık % Değişim).....	88
Şekil 4.5.	Kasım 2000 Krizi-Öncesi ve Sonrası.....	93
Şekil 4.6.	Sermaye Hareketlerinin Değerlendirmesi (Milyon ABD Doları, 12 Aylık Kümülatif).....	130
Şekil 4.7.	Kredilerin Artış Oranı (Yıllık).....	130
Şekil 4.8.	Bankacılık Sisteminin Kırılganlığına İlişkin Temel Göstergeler.....	133

İÇİNDEKİLER

TABLO VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	i
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ KAVRAMI VE FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

1.1	Finansal Kriz Kavramı.....	4
1.2	Finansal Kriz Türleri.....	7
1.2.1	Para Krizi.....	7
1.2.2	Bankacılık krizi.....	8
1.2.3	Sistemik Finansal Krizler.....	9
1.2.4	Dış Borç Krizleri.....	10
1.3	Para Krizi- Bankacılık Krizi İlişkisi.....	15

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN KÖKENLERİ VE TEMEL GÖSTERGELERİ

2.1	Finansal Krizlere Yol Açan Makroekonomik Faktörler.....	24
2.1.1	Sürdürülemez Makroekonomik Politikalar.....	25
2.1.2	Finansal Yapıdaki Zayıflıklar.....	25
2.1.3	Global Finansal Koşullar.....	26
2.1.4	Döviz Kurunun Belirlenmesindeki Hatalar.....	27
2.1.5	Politik İstikrarsızlık ve Politik Kirlenme.....	28
2.2	Dünya' da Yaşanılan Finansal Krizlerin Dönemsel Farklılıkları.....	30
2.3	Finansal Krizlerin Süresi ve Derinliği.....	33
2.4	Finansal Krizlerin Maliyeti.....	35
2.5	Krizlerin Öncü Göstergeleri.....	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

3.1	Geleneksel Teorik Yaklaşımlar.....	46
3.1.1	Parasalıcı yaklaşım.....	46
3.1.2	Fisher- Minsky- Kindleberger Yaklaşımı.....	47
3.1.3	Tesadüfi Çekme Riski (Random Withdrawal Risk) Yaklaşımı.....	50
3.1.4	Asimetrik Bilgi (Asymmetric Information) Yaklaşımı.....	52
3.2	Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Kuramsal Modeller.....	55
3.2.1	Birinci nesil Modeller.....	55
3.2.2	İkinci Nesil Modeller.....	57
3.2.3	Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	61
3.2.3.1	Ahlaki Tehlike Odaklı Kriz Modelleri.....	61
3.2.3.2	Likidite Yetersizliği (Illiquidity) Odaklı Kriz Modelleri.....	65
3.2.3.3	Yayıma (Contagion) Odaklı Kriz Modelleri.....	66

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE YAŞANAN 2000-2001 FİNANSAL KRİZİ

4.1	1990-1999 Döneminde Türkiye Ekonomisinde Oluşan Temel Sorunlar.....	69
4.2	1996-1999 Net Sermaye Girişi, Makroekonomi ve İç Borç Birikimi.....	75
4.3	Döviz Kuruna Dayalı 2000 Programı ve Kasım 2000 Krizi....	83
4.3.1	2000-2002 Enflasyonu Düşürme Programının Ana Hatları...	84
4.3.2	Kasım 2000 Krizi.....	89
4.3.3	Şubat 2001 Krizi ve Yeni Program.....	96
4.3.4	Türkiye'de Yaşanan Kasım ve Şubat Finansal Krizlerinin Nedenleri.....	100

4.4	Türkiye' de Yaşanan Finansal Krizin Diğer Ülke Deneyimleri ile Karşılaştırılması.....	116
4.5	Kriz Modelleri Çerçevesinde 2000-2001 Krizinin Değerlendirilmesi.....	120
4.5.1	Birinci ve İkinci Nesil Kriz Modelleri Açısından Değerlendirme.....	120
4.5.2	Üçüncü Nesil Kriz Modelleri Açısından Değerlendirme.....	125
	SONUÇ.....	134
	ÖZET.....	139
	ABSTRACT.....	140
	KAYNAKÇA.....	141



GİRİŞ

1990' larda dünyada üstüste yaşanan finansal krizler, iktisat literatürünün en önemli konu başlıklarından biri haline gelmiş ve bu konuda yapılan çalışmalar hem teorik hem de ampirik literatürde geniş yer tutmaya başlamıştır. Fakat bu alanda hala çözüme kavuşturulamamış konular bulunmaktadır ve her yeni kriz ortaya yeni sorular çıkarmaktadır. Türkiye açısından da 2000-2001 yıllarında yaşanan ve halen etkilerini sürdüren "kriz", en önemli tartışma ve gündem maddesini oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan piyasalara özgü son krizlerden birisi de Türkiye' de yaşanan 2000-2001 finansal krizidir. Türkiye 1999 yılının sonunda, uzun zamandan beri yaşamakta olduğu yüksek enflasyon sorununu çözmek ve özellikle 1990' larda ivme kazanarak bu enflasyonist süreci besler hale gelen sürdürülemez kamu iç borçlanma mekanizmasına son vermek için IMF ile bir Stand-by anlaşması yapıp ciddi ve iddialı bir dezenflasyon/ stabilizasyon süreci başlattı. Ancak üç yıla yayılan bu sürecin daha ilk yılı dolmadan ekonomi beklenmedik ölçüde önemli krizler yaşayınca, bu ilk program iptal edilerek 2001 Mayısında son şeklini alan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" başlatıldı.

Bu çalışmanın amacı Türkiye' de Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan krizlerin ortaya koyduğu gerçekler ışığında finansal krizler ile ilgili literatürün ne derece açıklayıcı güce sahip olduğunun ortaya konulması ve bu bağlamda uygulanan istikrar programlarının krizlerin oluşum sürecini hangi şekilde etkilediğinin analiz edilmesidir.

Bu amaç doğrultusunda oluşturulan kuramsal çerçeve, öncelikle finansal krizlere dair bir literatür taraması niteliğinde olup; finansal kriz kavramı ve türleri, kökenleri, finansal krizlerin temel göstergeleri ve finansal krizleri açıklamaya yönelik kuramsal modeller ana hatları ile açıklanmış ve

çalışmanın uygulama kısmında bu açıklamalar ışığında Türkiye' de yaşanan finansal kriz analiz edilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak finansal kriz kavramına açıklık getirmek amacıyla teorik boyutta farklı yaklaşımların getirmiş olduğu tanımlamalar birarada sunulmakta ve ardından finansal kriz türleri ele alınmaktadır. Bölüm sonunda ise günümüzde ikiz krizler olarak birlikte anılmaya başlanılan para ve bankacılık krizleri arasındaki etkileşim mekanizması daha spesifik boyutta incelenmektedir.

Finansal krizlerin kökenlerinin ve temel göstergelerinin incelendiği tezin ikinci bölümünde ise, finansal krizlere yol açan temel makroekonomik faktörler sıralanmakta ve bu faktörlerin hangi etkileşim mekanizmaları yoluyla krizleri beslediği açıklanmaktadır. Ardından dünyada yaşanan finansal krizlerin dönemsel farklılıkları, süresi ve derinliği, kriz yaşayan ekonomilerde ortaya çıkan maliyetler konusunda açıklamalar getirilmekte ve bölüm sonunda da krizlerin teşhisine ve önceden tahmin edilebilmesine dair gündeme getirilen öncü ve temel göstergeler tartışılmaktadır.

Üçüncü bölümde ise finansal krizleri açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlar ve kuramsal modeller incelenmektedir. Özellikle bu bölümde ortaya konulan kuramsal modeller, tezin uygulama kısmında Türkiye' de yaşanan finansal krizin analizine zemin teşkil etmektedir.

Son bölümde ise Türkiye' de yaşanan 2000-2001 finansal krizine zemin hazırlayan makroekonomik koşulların daha iyi anlaşılabilmesi amacı ile kriz öncesi döneme dair önemli gelişmeler kısaca özetlendikten sonra, 1999 yılı sonunda uygulamaya konulan döviz kuruna dayalı istikrar programı ana hatları ile açıklanmaktadır. Daha sonra Kasım 2000 ve Şubat 2001' de yaşanan krizlerin nasıl meydana geldiği ve nedenleri tartışılmakta, diğer ülke deneyimleri ile karşılaştırılmaktadır. Son olarak, kriz modelleri

çerçevesinde yaşanan kriz analiz edilerek modellerin ne ölçüde açıklayıcı olduğu test edilmektedir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ KAVRAMI VE FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Ekonomik krizler; herhangi bir mal-hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/ veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak kabul edilebilir. Belli başlı makro ekonomik kriz türleri reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak iki ana başlık altında toplanabilir. Reel krizler; mal-hizmet ve işgücü piyasalarındaki "miktar" larda yani üretimde ve/ veya istihdamda ciddi daralmalar (durgunluk ve/ veya işsizlik) biçiminde ortaya çıkar. Mal ve hizmet piyasalarındaki genel fiyat düzeyinin sürekli artışları belirli bir sınırın üstünde ise, bu duruma da enflasyon krizi denilebilir (Kibritçioğlu, 2001:174).

Bu bölümde ilk olarak finansal kriz kavramına açıklık getirmek amacıyla teorik boyutta farklı yaklaşımların getirdiği tanımlamalar ele alınacak ve ardından finansal kriz türleri hakkında detaylı bilgi verilecektir. Bölüm sonunda ise ikiz krizler olarak tanımlanan para ve bankacılık krizleri arasındaki karşılıklı etkileşim mekanizması hangi kanallar ile gerçekleştiği açıklanmaya çalışılacaktır.

1.1. Finansal Kriz Kavramı

Finansal kriz kavramını açıklamaya yönelik olarak ekonomi literatüründe tek başına yaygın olarak kabul edilen bir finansal kriz tanımı yoktur. Teorik boyutta her yaklaşım kendi açısından önemli buldukları faktörleri ön plana çıkartarak krizi tanımlamaktadır.

Örneğin, Parasalcı Yaklaşım, finansal krizleri bankacılık sisteminde yaşanan paniklerle tanımlamaya çalışmaktadır.

Öte yandan Borç Yaklaşımında, finansal kriz ekonomik konjonktürdeki daha önce yaşanmış olan aşırı genişlemelerin tepedeki dönüm noktasının temel unsurlarından biri olarak değerlendirilmektedir.

Yine farklı bir yaklaşım geliştiren F.Mishkin (2001:1) tarafından vurgulandığı gibi , finansal piyasalardaki işlemler, asimetrik bilgi problemi açısından dikkate alınması gereken en önemli boyutu teşkil eder. Borç verenler, genellikle borç alanların faaliyetleri ve yatırım planları hakkında tam bir bilgiye sahip değillerdir. Sonuçta, borç verenler iki problemi çözmeye ihtiyaç duyarlar: birincisi; bir ters seçim problemi yaşanmasına neden olabilecek, geri dönmeyen kredilere bağlı olan kayıpları en aza indirmek için potansiyel borç alanlar konusunda seçici davranmak ve kredi verildikten sonra kredinin geri ödenmesi sürecinde zarara uğramamak açısından borç alanların davranışları üzerinde yoğunlaşmak-ahlaki risk problemi-.

Bu açıklamalardan hareketle Mishkin (2001:2) finansal krizi, ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin daha da kötüleştirdiği finansal piyasalardaki fonların en üretken yatırım kanallarına etkin bir şekilde yönlendirilmesi sürecinde meydana gelen bir bozulma olarak tanımlamıştır.

Yukarıda örneklenen her üç yaklaşımın finansal kriz kavramına yönelik olarak getirdikleri tanımlardan da görüldüğü gibi, her yaklaşım finansal krizin farklı bir boyutunu ön plana çıkartmaktadır.

Bordo (1992:IX-X) finansal krizi tanımlamak yerine, bir finansal krizin temel unsurlarını aşağıdaki gibi sıralamıştır:

- a) Ekonomik ortamdaki bir değişikliğin sonucu olarak beklentilerin değişmesi. Beklentilerdeki bu değişim, savaş, tarımsal üretimde düşüş gibi reel olaylardan kaynaklanabileceği gibi, parasal olaylara da dayanabilir.

- b) Bazı finansal kurumların ödeyebilirliğini yitirme korkusu. Finansal kurumların ödeyebilirliğini yitirmesi, kötü yönetimden, öngörü yetersizliğinden, kırılgan borçlanma yapısından kaynaklanabileceği gibi, sistemin bütününde olan bir likidite yetersizliğinden kaynaklanabilir.
- c) Reel ve likit olmayan varlıkları nakte çevirme çabalarının varlık fiyatlarını düşürüp faiz oranlarını yükseltmesi (likidite krizi).
- d) Zorunlu olarak yapılan varlık satışlarına bağlı olarak bankaların ve diğer finansal kuruluşların portföylerinin değerinin düşmesi nedeni ile, bu kuruluşların ödeme güçlerini kaybetmeleri tehdidinin ortaya çıkması.
- e) Bankaların ve diğer finansal kuruluşların ödeme güçlerini kaybetmelerine yönelik olarak ortaya çıkan banka iflasları. Bazı bankalarda ortaya çıkabilecek iflasların, genel bir banka paniğine dönüşmesi.
- f) Bankacılık sektöründe ortaya çıkan panik, para arzının düşmesine neden olur. Buna bağlı olarak mevduat/ nakit oranı düşer, bankalar likidite durumlarını iyileştirmek amacıyla açtıkları kredileri azaltarak mevduat/ rezerv oranlarını düşürürler.
- g) Hem reel ekonomik faaliyet, hem de fiyatlar genel düzeyi, para arzındaki düşme ya da gömülemenin artmasına bağlı olarak paranın devir hızındaki azalma nedeniyle düşer.
- h) Kar ve servetlerdeki düşüşü banka iflaslarındaki artış izler.
- i) Likiditasyona bağlı olarak varlık fiyatlarının düşmesinin yanında, fiyatlar genel düzeyindeki düşme “ borç krizi” yaratır. Fiyatlar

düzeyindeki düşmenin kredi teminatlarını, firmaların, hane halklarının ve bankaların net servetlerini düşürmesi anlamına gelen bir Fisherian borç- deflasyon sürecinin ortaya çıkma olasılığı geniş çaplı banka iflaslarına neden olur. Bu gelişmelerin sonucu olarak da para arzı daha da daralır.

- j) Para otoritelerinin, cezai faiz oranı ile kredi vermesi veya açık piyasa işlemleri gibi araçlarla zamanında yapacakları müdahaleler, kriz sürecini daha başlangıçta önleyebilir.

1.2. Finansal Kriz Türleri

IMF tarafından yayınlanan bir çalışmada finansal kriz türleri; para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi şeklinde sınıflandırılmıştır (1998:74).

1.2.1. Para Krizi

Para krizi, döviz kurunda ani bir hareketi ve sermaye akımlarındaki keskin bir değişmeyi ifade eder (Caprio,1998:3). Para krizi, ülke parasına (ülke parasının yabancı paralar cinsinden değeri üzerine) olan spekülative bir atağın bir devalüasyonla sonuçlanması halinde ya da ülke otoritelerinin uluslararası rezervlerin hacmini artırarak ve faiz oranlarını yükselterek ülke parasını savunmaya zorlandıkları durumda ortaya çıkar. Her zaman olmasa da, çoğunlukla sabit veya yarı-sabit döviz kuru standartları altında) veya para kurulu uygulamasında ya da ülke parasından kaçış durumlarında ortaya çıkar (Aziz, 2000; Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1996).

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1997), para krizini ülke parasının keskin bir şekilde değer yitirmesine, uluslararası rezervlerin önemli bir şekilde azalmasına, ya da bu iki duruma da neden olan spekülative bir atağın sonucu olarak ortaya çıkan bir durum olarak tanımlamışlar ve bu tanımın sadece

sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ülke paralarına yönelik spekülâtif saldırıları değil, aynı zamanda diğer döviz kuru sistemlerindeki spekülâtif ataklar için de geçerli olduğu görüşünü ortaya koymuşlardır.

1.2.2. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizi, genellikle bankaları yükümlülüklerinin yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan, banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda; mevduatlarının kendilerine ödenemeyeceği algı ve korkusu nedeniyle mudilerin bir ya da daha fazla bankadan kaçışları/ panikleri durumunda; veya hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı halinde ortaya çıkabilir (Caprio, 1998).

Bankacılık krizi bankacılık kesiminde ortaya çıkan bazı özel durumlarla da tanımlanabilir (Kaminsky vd., 1998:5). Buna göre, eğer bankacılık krizinin başlangıcı, bankalardan büyük oranda mevduat çekilmesiyle belirginleşirse, banka mevduatlarındaki hızlı azalma bankacılık krizini nitelemek için kullanılabilir. Bununla birlikte, eğer bankacılık kesimi sorunları, bankaların varlık kalitesindeki kötüleşmeden, örneğin gayrimenkul fiyatlarındaki düşmeden veya finans dışı kesimdeki iflaslardan kaynaklanıyorsa, bu durumda varlık fiyatlarında ani ve önemli değişimler veya iflas eden şirket sayısındaki önemli artışlar, bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilebilir. Türkiye örneğinde olduğu gibi, eğer banka iflasları kapanmayla, birleşme ile önlenemiyor veya devlet tarafından kontrol altına alınamıyorsa veya iflas olmadan bile birleşme, satılma veya büyük ölçekli hazine yardımı yapılıyorsa, bu durum bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilebilir.

1.2.3. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler, reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasalardaki çöküşlerdir. Banka veya banka dışı finansal kesimdeki şirket veya şirketlerin borç problemlerini içerir. Bazen bankacılık kesimine ilişkin ödeyememe durumundan kaynaklanabilir veya tersine bir bankacılık krizini teşvik eder. Çoğunlukla aktif fiyatlarında bir çöküşle belirginleşir (IMF, 1998:75).

Sistemik finansal krizlerin temel karakteristikleri şu şekilde sıralanabilir (Marshall, 1998:15):

- a) Sistemik kriz, finansal piyasalarda ortaya çıkar veya finansal piyasalarca boyutları büyütülür. Bir başka deyişle, bu kriz finansman sürecinde ortaya çıkmak zorundadır. Yani firmanın gereksinim duyduğu sermaye, firma dışındaki yatırımcılardan sağlanır. Buna göre, eğer tüm firmalar, yeterli bir biçimde iç finansman gerçekleştirirlerse, sistemik risk ortaya çıkmaz.
- b) Sistemik finansal krizlerde mutlaka bir yayılma süreci vardır. Bir ülke veya kurum veya firmadaki sorunlar, diğer bir ülke, kurum veya firmalarda çözümsüzlüğe veya iflaslara yol açar.
- c) Sistemik krizde yatırımcı güvenini kaybeder. Bu nedenle yatırımcılar ve firmalar sağlamak istedikleri likiditeyi keserler. Üstelik likiditenin çekilmesi, borç alan firmaların kredibilitelerindeki bir azalmadan değil, tamamen yatırımcının kendi düşüncesinden kaynaklanır.
- d) Sistemik kriz önemli sayılabilecek ölçüde çıktı kaybı ve/veya ekonomide etkinlik kaybına neden olur. Örneğin borsalardaki bir düşüş her zaman bir sistemik kriz olmak durumunda değildir. Ama

borsalardaki bu düşüşler eğer servetin, kaybeden spekülâtorlerden kazanan spekülâtorlere doğru reel ekonomik faaliyetleri etkilemeksizin yeniden dağılımına neden oluyorsa, bu sistemik kriz olmaz.

- e) Sistemik krizler mutlaka bir politik müdahaleyi gerektirir. Bunun için krizle birlikte oluşan iflasların ekonominin önemli bir kısmı üzerinde olumsuz etkiler yaratması gerekir.
- f) Sistemik krizlerin bir diğer özelliği, krize yol açan belirgin bir olayın olmamasıdır. Örneğin Asya Krizinde ülkelerde açık bazı yapısal olumsuzluklar bilinmesine rağmen, yatırımcılar bu ülkelere likidite sağlamaya devam etmişlerdir. Ancak aniden bu paralarını çekerek krizin yayılmasında etkili olmuşlardır. Aynı şekilde 1992 Avrupa döviz kuru mekanizmasındaki krizde de krizi başlatan belirgin bir neden yoktur.

1.2.4. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizleri ise, bir ülkenin dış borçlarını, ister kamu ister özel kesim dış borcu olsun, ödeyememe durumudur.

Cari işlemler bilançosu açıklarının otomatik olarak giderilemediği koşullarda, sözkonusu açıklar toplam talep azaltılarak veya toplam arz artırılarak hükümet tarafından giderilmeye çalışılmaktadır. Ödemeler dengesi açıklarının giderilmesinde, uluslararası rezervler veya dış borçlanma gibi finansman yöntemleri kullanılmaktadır. Sözkonusu politikalardan nasıl bir bileşim oluşturulacağı, politika uygulamalarının nisbi maliyetlerine göre belirlenmektedir. Cari işlemler dengesi ile dış borç stokunda ortaya çıkan artış ve azalışlar arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Cari işlemler

dengesindeki açık, uluslararası rezervlerin değişmediği varsayımı altında dış borç miktarında artışlara neden olmaktadır.

1980' li yıllardaki dış borç krizi, önemli büyüklükteki bir kaç bankanın, ekonomik istikrarsızlık içindeki gelişmekte olan ülkelere kredi akışını durdurmaları ile başlamıştır. Kredi akımındaki daralmanın ilk etkileri, Doğu Avrupa ülkelerinde görülmüştür. Kriz, Latin Amerika ülkelerinin borçlarını geri ödeyememeleri ile birlikte dünya ekonomisini etkiler bir duruma gelmiştir. 1980' li yılların başındaki Borç Krizinin önemli bir nedeni, ulusal tüketim harcamalarının finansmanında dış borçlanmanın kullanılmasından kaynaklanmaktadır (Boughton, 2000:285).

1980' li yıllarda yaşanan borç krizlerinin temel özelliği, banka kaynaklı borçların geri ödenemeyişidir. 1990' lı yıllarda yaşanan borç krizlerinin temel özelliği ise, önemli sayıdaki bireysel yatırımcıların portföylerinde buldukları tahvil ve hisse senetlerinden kaynaklanmaktadır (Boughton,2000:287).

Petrol ihracatçısı olmayan ülkelerin dış borç miktarı, enflasyon oranı dikkate alınarak yapılan hesaplamalarda, 1978-1982 döneminde 340 milyar \$'dan 640 milyar \$'a çıkmıştır. Aynı dönemde dünya faiz oranlarındaki artıştan kaynaklanan borç yükü ise % 300'ün üzerinde artış göstermiştir . Dünya faiz oranlarındaki artışların yanı sıra gelişmekte olan ülkelere uygulanan risk primlerinin yüksekliği, sözkonusu ülkelerin borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere kredi açan bankaların borçlanma faizleri, LIBOR+Mark-Up olarak belirlenmektedir. Mark-Up'un büyüklüğü, ödünç alınan ülkenin kredibilitesine ve finansal piyasaların istikrarına göre değişmektedir (McKenzie vd.,1993:65).

Dış borçlanmanın makroekonomi üzerindeki etkisi, kaynakların kullanım alanlarına göre değişmektedir. Dış borçlanma yoluyla temin edilen kaynaklar, doğrudan doğruya tüketim amaçlı kullanıldığında, reel ekonomi üzerinde enflasyonist etkiler meydana gelebilmektedir. Yatırım amaçlı kullanıldığında ise, yatırımın türüne göre, milli gelir artmakta veya azalmaktadır.

Esnek döviz kuru sisteminin geçerli olduğu şartlarda, cari işlemler bilançosu açıkları sözkonusu açıklara eşit tutardaki sermaye hesabı fazlalığı ile dengelenmektedir. Cari işlemler bilançosu açıklarının dış borçlanma veya uluslararası rezervler ile finanse edildiği şartlarda, cari işlemler bilançosu açıkları aktif stoklarında değişiklikler meydana getirerek, reel net servet etkisi vasıtasıyla ulusal ekonomiyi etkilemektedir (Pitcford, 1995:70). Cari işlemler bilançosu açıklarının giderek arttığı şartlarda, genellikle uygulanan politikalar, sıkı para ve maliye politikaları ağırlıklıdır.

Ancak Pitcford' a göre, sıkı para politikası cari işlemler bilançosu açıklarını arttırmaktadır. Yatırım seviyesinin faiz haddi ve milli gelirin fonksiyonu olduğu varsayıldığında, faiz haddinin belli bir süre için değişmeden kaldığı koşullarda, para politikası milli gelirdeki değişimlere göre belirlenecektir. Çıktı miktarında azalmaya neden olan parasal kısıtlamalar, net ihracatı azaltacağından, cari işlemler bilançosu açıkları artacaktır. Çıktı miktarındaki azalmanın ithalat üzerinde de olumsuz etkileri olacaktır. Ancak sıkı para politikalarının ihracat üzerindeki olumsuz etkileri, ithalata göre daha fazladır. Diğer taraftan faiz hadlerinin değişken olduğu koşullarda, sıkı para politikası uygulamaları, faiz hadlerini ve tasarruf oranlarını arttırmakta, yatırımları ise azaltmaktadır. Bu durum, cari işlemler bilançosu açıklarına neden olan önemli gelişmelerden bir tanesidir (Pitchford, 1995:77).

Borç servisi sorunu ile karşı karşıya olan ülkelerde vergi tabanları, gelecekteki borç servis ödemelerini karşılayabilmek için eşit olmayan bir şekilde artmaktadır. Reel ve finansal aktifler yüksek oranlardan vergiye tabi tutulmaktadır. Borç servisini gerçekleştirmek için vergilerde yaşanan bu değişimlerin yanı sıra döviz kuru belirsizliklerinin olduğu ve ihracat olanaklarının arttırılmadığı şartlarda, toplumda enflasyonist beklentiler de artmaktadır. Enflasyonist beklentilerin arttığı koşullarda ulusal reel yatırımlar ve dolayısıyla reel büyüme oranları azalmaktadır. Yabancı finansal aktiflerin yatırımcıların portföylerindeki payları artmaktadır. Söz konusu şartlar altında hükümetlerin ihracat olanaklarını arttırmak amacıyla devalüasyona başvurmaları, ithalat olanaklarının azalmasına ve fiili çıktı seviyesinin potansiyel çıktı seviyesinin altında kalmasına neden olmaktadır. Bu durum, reel ücret ve reel servet düzeyini azaltmakta, faiz oranlarını ise yükseltmektedir (Dooley vd, 1990:6).

Ülkelerin borç servisini ödeme güçleri finansal sistemin gelişmişliğine bağlıdır. Vergi tabanının dar ve vergi tahsilatının etkin olmadığı ülkelerde, borç servis olanakları sınırlanmaktadır. Bu ülkelerdeki dış borç büyüklüğü iç borçlanmanın artması anlamına gelmektedir. Dış borç faiz ödemeleri, iç borçlanma veya para arzı artışları ile finanse edildiğinde enflasyonist bir süreç başlamaktadır (Dornbusch, 1993:239).

Gelişmekte olan ülkelerde borç servisi genellikle para arzı artışları ile finanse edilmektedir. Yüksek ve belirsiz enflasyon oranları yatırımcıların yurtiçi mali piyasalardan uzaklaşmalarına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde borç servisi ödemeleri için yeni kaynakların sağlanması, yatırım harcamalarına ayrılan kaynaklarla mümkün olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerin vergi oranlarını arttırmak veya kamu harcamalarını azaltmak yerine yatırım harcamalarına ayrılan kaynakları azaltmaları daha yaygın izlenen bir politikadır (Dornbusch, 1993:351).

Ülkenin dış borç miktarının büyüklüğü belirlenirken, özel sektör tarafından yapılan dış borçlanmaların da dikkate alınması gerekmektedir. Özel sektör dış borçlanma işlemi, ülke riskinin yanı sıra döviz kuru riski ile de karşı karşıyadır. Borç veren ülkeler, borç verdikleri ülkenin borcu geri ödememe riskine karşılık borçlanma faizlerine ülke ekonomisindeki istikrarsızlıktan kaynaklanan risk primlerini de dahil etmektedirler. Bu durum, özel kesimin borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır (Pitchford, 1995:119.). Ülkenin dünya piyasalarında belirleyici olmadığı koşullarda, faiz oranları dünya piyasalarında belirlenmektedir. Faiz oranı, toplam borçlanma miktarının artan bir fonksiyonudur.

Gelişmiş ülkelerdeki öncü bankaların geliştirmekte olan ülkelerin borç yükünü genişletmede önemli etkileri vardır. Borç alan ülkeler borç faizlerini karşılayamadıklarında, borç veren bankalar bir grup olarak hareket ederek, daha yüksek faiz oranlarından borç vermektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde yeni alınan borcun önemli bir kısmı, eski borcun faizlerine ayrılmaktadır (Meltzer, 1987:25). Sözkonusu ülkeler gelecekteki tahmini gelir akımlarını cari dönemde kapitalize etmek amacıyla borç almaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerin sosyal refah fonksiyonları bu anlamda, uluslararası sermaye akımlarına bağlı hale gelmektedir (Heffernan, 1987:117). Gelişmekte olan ülkelerin dış borç büyüme oranları, GSMH büyüme oranlarının üzerinde bir gelişim göstermektedir. Sözkonusu görüş, ekonomik gelişme ve kalkınma teorisinde "Hayat Döngüsü" hipotezi ile desteklenmektedir. Hayat Döngüsü Hipotezine göre, gelecekteki gelir akımlarının yüksek tahmin edilmesi, cari dönem tüketim ve yatırım harcamalarının dış borçlanma ile finanse edilmesine neden olmaktadır (Heffernan, 1987:120).

Dış kaynaklara bağımlılığı etkileyen en önemli faktörlerden bir tanesi, döviz kuru değişimleridir. Döviz kuru değişimleri dış kaynaklara bağımlılığı

birkaç şekilde etkileyebilir.1) Aşırı değerlenen ulusal para, ithalatın ulusal para cinsinden fiyatını düşüreceğinden ödemeler dengesi açıkları artmaktadır. 2) Aşırı değerlenen ulusal para, devalüasyon beklentilerini arttırarak sermaye çıkışlarını hızlandırmaktadır. Söz konusu gelişmeler, Latin Amerika'da dış kaynaklara giderek artan bağımlılığın temel sebebinin oluşturmaktadır. Sermaye çıkışları, ekonomide likidite darlığı yarattığından faiz oranları üzerinde yükseltici etkilere sahiptir. Likidite darlığı aynı zamanda esnek döviz kuru şartlarında ulusal paranın değer kaybına da neden olabilir. Sabit döviz kuru şartlarında sermaye çıkışlarının söz konusu olduğu durumda ise uluslararası rezervlerde azalma meydana gelmektedir.

Ağır borç yüküne sahip ülkelerdeki temel sorun, kredi genişlemesini doğru yatırım alanlarına yönlendirecek finansal sistemin olmayışından kaynaklanmaktadır. Bankacılık sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde ise yabancı kaynak girişi, finansal ve makroekonomik istikrarsızlık yaratmamaktadır. Kredi kuruluşlarının düzenli faaliyet göstermediği ve finansal sistemde piyasa başarısızlıklarının yaygın olduğu koşullarda, sermaye girişleri riski yüksek kredi işlemlerinde kullanılmaktadır. Bu durum, ekonominin sistematik bir finansal risk yüklenmesine ve makroekonomik istikrarsızlıkların artmasına neden olmaktadır (McKinnon vd., 1998:1268).

1.3. Para Krizi- Bankacılık Krizi İlişkisi

Para krizleri ile bankacılık krizleri arasında birçok karşılıklı etkileşim mekanizması vardır. Döviz kurunun sabitlenmesi veya reel değerinin altında tutulmaya çalışılması, bankacılık sektörünü krize daha açık hale getirirken, bankacılık krizlerinden korunma mekanizmalarından son durak borç mercii işlevinin yerine getirilmesi, döviz kuru üzerinde artan bir baskıya neden olur. Ayrıca, döviz kurunun baskılanması, bankaların açık pozisyonlarının artmasını teşvik edici bir unsur oluşturup döviz risklerini arttırmaktadır. Bunun yanı sıra böyle bir politika, gelişmekte olan ülkelerde

enflasyonist ortamın da etkisi ile finans kurumları dışındaki işletmelerin döviz borçlarının, borç portföylerinde önemli bir yer tutmasına neden olmaktadır. Bu da para krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki mekanizmayı güçlendirmektedir (Karabulut, 2002:103).

Bankacılık ve para krizleri birbirlerini iki yönlü etkileyebilmektedir. Para krizlerinin bankacılık krizlerine yol açabileceği iki kanal vardır;

- a) Sterilizasyon yokluğu. Kriz öncesi dönemde uygulanan sabit döviz kuru rejimi terk edilmeden önce spekülasyon saldırıları sonucu uluslararası rezervlerin büyük ölçüde kaybolması ve bunun baz para stokunda ve kredi arzında ani düşümlere yol açabilmesidir. Azalan kredi hacmi üretim üzerinde olumsuz etki yaratabilecek ve geri dönmeyen kredilerin artması bankacılık kriziyle sonuçlanacaktır.
- b) Para krizi ile birlikte gelen yerel paranın aşırı değersizleşmesi sonucunda, bankalar arasında büyük miktarlarda olan ve kur riskine karşı korunmamış döviz cinsinden borçların geri ödenmeleri problemi ortaya çıkabilecektir. Bankaların kendi döviz pozisyonları küçük olsa bile, uluslararası sermaye girişine açık olan bir ekonomide bazı sektörlerin (ticarete konu olmayan emlak sektörü gibi) döviz cinsinden borçları muhtemelen yüksek olacaktır. Banka kredilerinin büyük ölçüde bu sektörlerce kullanılması ve borçluların yaygın olarak küçülen ekonomide ödeme güçlüğü ile karşılaşmaları, bankacılık sisteminin zayıflamasına yol açabilecektir.

Benzer biçimde bankacılık krizinin para krizine yol açmasına neden olabilecek iki kanal vardır. Her iki durumda, açık veya gizli mevduat sigortasının varlığı ve bu yolla merkez bankasının sıkıntıda bulunan

bankalara veya mevduat sahiplerine parasal destek vermek için likidite sağlaması ile ilişkilidir.

a) Merkez bankası, sağlanan likidite ile yurt içi kredilerin büyük ölçüde genişlemesine izin verebilir. Bu durumda spekülatif atak ile artan döviz talebi karşısında merkez bankası yürürlükte olan döviz kuru rejimini terkederek dalgalı kura geçebilir.

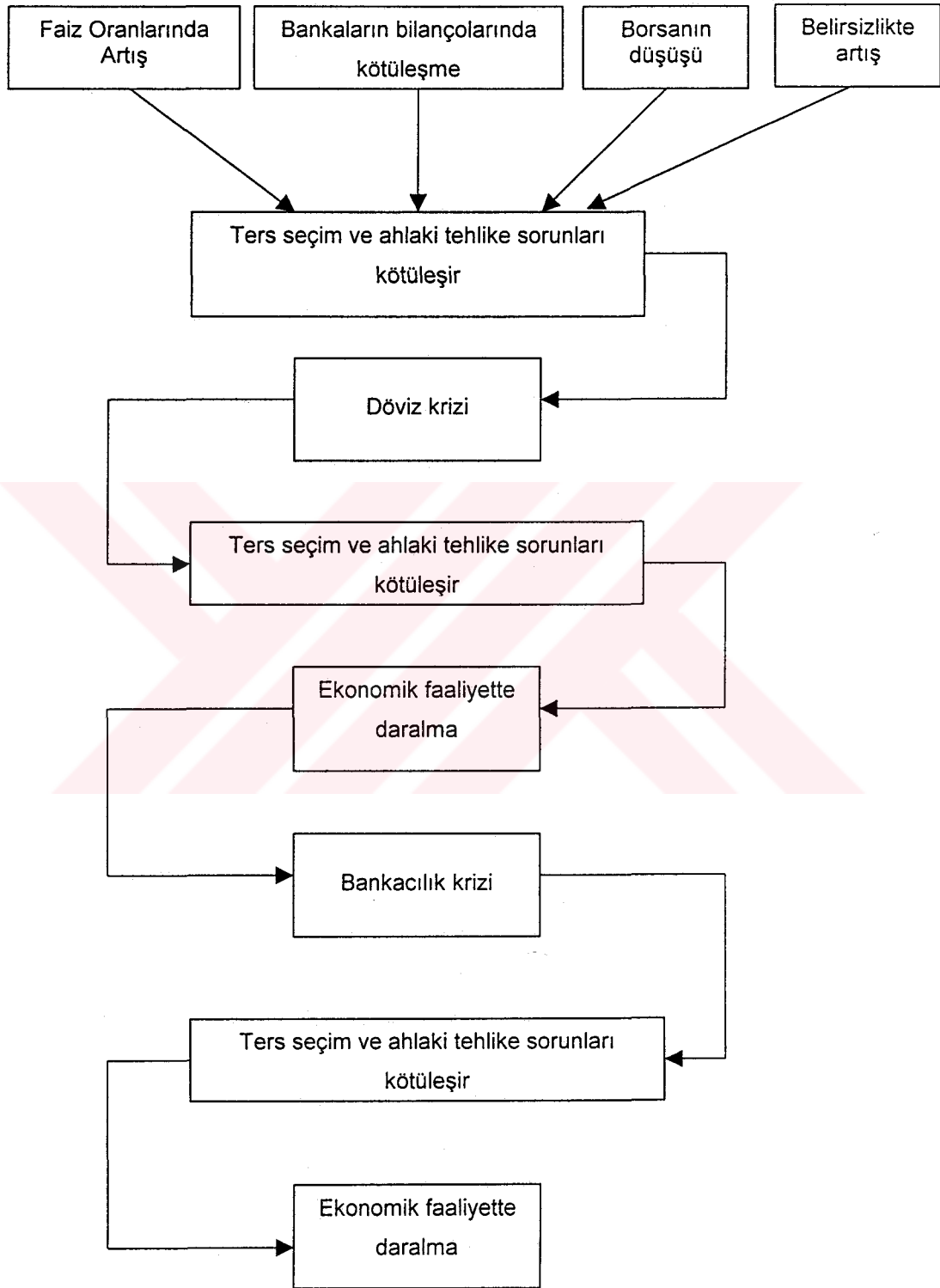
b) Merkez bankası likidite genişletici parasal desteğini, büyük miktarlarda yapacağı yurtiçi borçlanma ile karşılayabilecektir. Bu miktarın geri dönmeyen kredilerin oluşturduğu büyük bir portföye eşit olacağı varsayılır. Sonuçta piyasa oyuncularının, kamu otoritesinin artan borç yükünü enflasyon yaratarak veya devalüasyon yolu ile azaltmaya niyetli olduğunu anlamaları halinde bankalardan para çekişleri hızla artacak ve sistem zayıflayacaktır.

Bununla birlikte ekonomide hem bankacılık hem de para krizini birlikte etkileyecek genel makroekonomik şoklar her zaman olasıdır. Özellikle dünyada beklenmedik ani faiz yükselmeleri, beraberinde ülke içinden önemli miktarda sermaye çıkışına neden olabilir. Bunun sonucunda bankalardan mevduat azalmaları bankaları etkilerken, merkez bankasının döviz kurunu korumak istemesi rezervler üzerinde baskı yaratacaktır (Coşkun, 2002:2-3).

Şüphesiz, bankacılık krizlerinin tek nedeni, döviz kurlarının baskılanması değildir. Burada vurgulanmak istenen bankacılık krizleri ile para krizleri arasındaki ilişkidir. Ayrıca bu ilişki tek yönlü de değildir. Bankacılık krizleri de para krizini tetikleyebilir. Bu tarz bir etkileşim mekanizması mevduat sigortası kanalı ile ortaya çıkmaktadır.

Bu etkileşim mekanizmasının ayrıntılarına girildiğinde, ilk kritik parametrenin faiz oranları olduğu görülmektedir. Mishkin (1997:75), sürecin işleyişini şu şekilde özetlemektedir (Şekil 1.1):

Şekil 1.1. Bankacılık Krizi-Döviz Krizi İlişkisi



Kaynak: F.S.Mishkin "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers", (İç.) Maintaining Financial Stability in a Global Economy, FED, Kansas City, 1997, s.75.

Mishkin' e (1997:73) göre, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarsızlığın başlamasında 4 faktör önemli rol oynamaktadır: faiz oranlarında yükselme, banka bilançolarında kötüleşme, hisse senedi piyasasında düşüş ve belirsizliğin artışı. Bu faktörlerden birinin ortaya çıkması, finansal krizleri tetikleyebilirken, hepsinin bir arada görülmesi krizin negatif etkilerini büyütecek ve süresini uzatacaktır.

Mishkin, bu faktörler arasında en sık görülenin faiz oranlarında artış olduğunu belirtmiştir. Bu artış, iç faiz oranlarındaki artış olabileceği gibi, diğer ülkelerin faiz oranlarındaki artış da olabilir. Örneğin, 1994-95 Meksika Finansal Krizi öncesinde; Şubat 1994' den itibaren ABD' nin sıkı para politikasının da etkisi ile faiz oranları yükselmiştir. Bu tür gelişmeler, iç faiz oranları üzerinde baskı yaratmaktadır.

Finansal istikrarsızlığın erken dönemlerinde görülen bir diğer unsur, riskli borçlar nedeni ile banka bilançolarındaki kötüleşmedir. Buna örnek olarak yine 1994 Meksika krizi gösterilebilir. Meksika' da finansal liberalizasyon nedeni ile banka kredilerinde hızlı bir artış yaşanmış ve krediler 1988' de GSYİH' nin % 10' u iken, bu oran 1994' de % 40' a çıkmıştır. Bu da, banka denetleme işlemlerini zorlaştırmıştır. Hisse senedi piyasası krizleri de bir finansal istikrarsızlık süreci başlatabilir. Çünkü bu durum, finansal sektör dışı kurumların net değerini, dolayısıyla teminatların değerini düşürmekte ve ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini arttırmaktadır. Finansal krizlerin başlangıcında, siyasal istikrarsızlık veya büyük bir firmanın batması da önemli bir rol oynayabilir.

Mishkin' e göre bu dört unsurdan biri, finansal krizin başlaması için yeterli olurken, birden fazla faktörün birarada görülmesi krizi daha da derinleştirecektir. Bu dört faktörün kendi aralarında etkileşim mekanizmaları bulunabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Örneğin, belirsizlik ve siyasi istikrarsızlık, hisse senedi piyasasında düşümlere neden olabilir ve bu düşüş

ahlaki tehlikeyi arttıracığından banka bilançolarında kötüleşmeye neden olabilir.

Önceki açıklamalardan da görüldüğü gibi, döviz kurunu baskı altına almanın ilk sonucu faiz oranlarında yükselmedir. Faiz oranlarını yukarı doğru baskı altına alan, yurt dışı faiz oranlarının yükselmesi gibi bir çok başka unsur da olabilir. Ama, faiz oranlarının artması ahlaki tehlike sorunlarını artırır ve vade uyumsuzluğu yüzünden banka bilançolarını zayıflatır. Bankaların kısa vadeli pasifleri sabit kalırken , uzun vadeli aktifleri bir çok yönden baskı altına girer. Bir taraftan ahlaki tehlikenin artması ters seçimi artırır. Diğer taraftan, yükselen faiz yüküne dayanamayan bazı borçluların yükümlülüklerini yerine getirememesine neden olur (Mishkin,1997:74).

Banka bilançolarının bozulması ve faiz oranlarındaki artış, döviz krizine uygun bir ortam yaratmıştır (Goldstein vd., 1999:16). Çünkü spekülörler, döviz üzerinde herhangi bir spekülasyona gidildiğinde, merkez bankasının, ya bankacılık krizi ya da para krizi gibi bir ikileme karşılaşacağına farkındadır. Merkez bankası, kırılma hale gelmiş bir bankacılık sisteminde spekülasyonların başlaması ile ya son durak borç mercii işlevini yerine getirerek bankaları kurtaracak, ya da bankacılık krizi ile karşı karşıya kalacaktır. Eğer son durak borç mercii işlevini yerine getirirse, piyasaya sunacağı ek likidite, döviz rezervleri üzerindeki baskıyı artırır ve spekülasyonların devam etmesi veya ikinci bir spekülatif atak ihtimalini doğurur.

Para krizi durumunda, ulusal paranın ani değer yitirmesi fiili ve beklenen enflasyonda yükselmeye yol açar. Enflasyondaki bu artış, merkez bankasının paranın değerinin daha da fazla düşmesini önleme çabaları ile birleşince, faiz oranları 1994' de Meksika ve Türkiye' de olduğu gibi çok yüksek düzeylere çıkar. Bu durum,ahlaki tehlike, ters seçim ve banka bilançolarının zayıflaması gibi sorunları bir kez daha artırır (Goldstein vd., 1999:16).

Velasco (1987:265), mevduat sigortasının varlığı halinde bankacılık krizinin para krizine yol açmasının kaçınılmaz olduğunu ileri sürmüştür. Mevduat sigortasının varlığı halinde, mudiler ve bankalara borç verenler devletin koruma şemsiyesi altında, çok fazla da banka ayırımı gözetmeden bankaların pasiflerinin genişleteceklerdir.

Döviz kurunun baskı altına alındığı durumda, reel faizlerin yükseleceği ve ahlaki tehlike, ters seçim gibi sorunların artacağı belirtilmişti. Firmaların borçluluğunun artması, yüksek faizlere rağmen borçlanmaya devam etmek istemesinden kaynaklanmaktadır. Firmalar burada stratejik bir davranış içine girer. Şöyle ki, eğer bir firma batarsa bunun o firma için maliyeti yüksek olacaktır. Eğer bir çok firma batarsa belirsizlik ortamında bu maliyetin düşmesi sözkonusudur. Dolayısıyla, Ponzi finansman davranışı zorunluluğun yanı sıra rasyonel bir davranış haline gelir. Böylece gerek bankacılık sektörü, gerekse finansal sistem kırılgan hale gelmiştir.

Finansal piyasalara müdahalelerin ve kısıtlamaların sözkonusu olduğu 1970' li ve 1980' li yıllarda birbirinden nispeten bağımsız bankacılık ve daha çok ödemeler dengesi krizleri görülmekle birlikte, 1990' lı yıllarda uluslararası sermaye akımları yoğunlaşıp hızlanırken, deregülasyon uygulamaları ile liberalize olmuş mali kurum ve politikaların varlığı nedeniyle, para ve bankacılık krizlerinin etkileşimi artmış, "ikiz" krizler ortaya çıkmıştır. Krizlerin etkileşimi arttıkça, krizlerin çıkış yolları da daha karmaşık ve maliyetli hale gelmiştir (Krueger, 2000: 39)

Bankacılık krizleri çoğunlukla para krizlerini öncelemiştir. 1992- 93 ERM krizi temelde bir para krizi iken, ülkemizde 1994 yılında yaşanan krizde, para krizinden önce bir bankacılık krizi yaşanmıştır. Bankacılık krizlerinin borç krizlerini öncelediği de görülmüştür (1981-82 Arjantin ve Şili); tersi durumlar da mevcuttur (1982' de Kolombiya, Meksika, Peru ve Uruguay). Son Asya krizinde ve 1994 Meksika krizinde olduğu gibi para krizi olarak

başlayan krizler, bankacılık ve borç krizlerine dönüşmüştür (Aziz, 2000 ve Kaufman, 1999).

Çoğunlukla bir bankacılık probleminin bilinmesi, gelecek bir ödemeler dengesi krizini öngörmeyi kolaylaştırır. Yine de nedensellik tek yönlü değildir. Para krizleri de bankacılık krizlerini derinleştirdiği için bir kısır döngü sözkonusudur. Genellikle bankacılık krizinin doruğu, paranın çöküşünden sonra gelmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474).

1970- 95 döneminde ampirik olarak incelenen 20 ülkede, bankacılık krizlerinin yüzde 56' sının ardından üç yıl içinde para krizi ortaya çıkarken, para krizlerinin yüzde 12' sinin ardından yine aynı süre içinde, bankacılık krizleri ile karşılaştığı gözlemlenmiştir (Kaminsky vd., 1996).

İKİNCİ BÖLÜM

FINANSAL KRİZLERİN KÖKENLERİ VE TEMEL GÖSTERGELERİ

20. yüzyıl dünya ekonomi tarihinde görülen krizler, nitelik olarak birbirinden önemli ölçüde farklılıklar göstermektedir. Bu yüzyılın başlarında ülkeler arasında mal ve hizmet ticaretinin sonraki yıllara kıyasla fazla olmadığı dönemlerde meydana gelen krizler, daha çok ulusal ölçekte kalmakta; ya talep yetersizliği nedeniyle işsizliğe ve durgunluğa yol açmakta, ya da talep fazlası yoluyla enflasyon ve ekonomik genişleme ile sonuçlanmakta idi. Büyük dünya bunalımı bu tür krizler için iyi bir örnektir.

Küreselleşme, mal ve hizmetlerin ülkeler arasında dolaşımını artırdığı için, kriz nitelik değiştirmeye başlamış ve kriz de uluslararası dolaşıma çıkmıştır. Ülkeler arasında hammadde- yarı mamul madde başta olmak üzere, mal ve hizmet ticareti arttıkça krizler bu defa enerji krizi, petrol krizi şeklinde görülmeye başlandı. Petrol şokları bunun en iyi örneğidir. 1980' lere gelindiğinde, ülkeler arasında bir yandan mal ve hizmet akımlarının önündeki engeller kaldırılıp, ülkeler arasında tarife ve kotaların olmadığı tam serbest bir ticaret hedeflenirken; diğer yandan üretime yönelik sermaye yatırımı ve finans piyasalarına yönelik para-finans şeklindeki sermaye akımlarının önündeki engeller de kaldırılmaya başlanmıştır. Elektronik ve haberleşme teknolojisindeki gelişmeler, finans- sermayenin ülkeler arasında dolaşımını çok kolaylaştırmıştır. Fakat bu gelişmeler kimi zaman uyum sağlayamama nedeni ile krizlere de neden olabilmektedir.

1990' lı yıllarda finansal kriz yaşayan bütün ülkeler finansal serbestleşme sürecini yaşamış ülkelerdir. Türkiye, Arjantin, Brezilya, Meksika, Tayland, Malezya ve Endonezya gibi ülkeler kapitalist dünyanın yeni yükselen piyasaları olarak bilinmektedir. 1990' lı yıllardaki krizler büyük ölçüde bu ülkelerde ortaya çıkmıştır. Kriz yaşayan ülkelerin diğer bir ortak

yanları ise ayarlanabilir- sabit döviz kuru veya tam sabit döviz kuru uygulamasına geçmeleridir. Kriz sonrasında Malezya hariç krize giren bütün diğer ülkeler dalgalı kur uygulamasına geçmişlerdir. Malezya ve Şili' de özellikle kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine önemli kısıtlamalar getirilmiştir. Kriz yaşayan bütün ülkelerde sıkı para ve maliye politikaları uygulanmış, kamu harcamaları düşürülmüş, vergiler arttırılmıştır.

Sermaye hareketlerini serbestleştirme, gelişmekte olan ülkelere fon sağlamada önemli bir işlev görmekte, ancak aynı zamanda bir istikrarsızlık kaynağı da olabilmektedir. Yabancı yatırımcı bu piyasalardan çekilmeye başladığı zaman tüm dengeler alt üst olmakta ve ortaya bir finansal kriz çıkabilmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, finansal krizlere yol açan temel makroekonomik faktörler ele alınacak ve bu faktörlerin hangi etkileşim mekanizmaları yoluyla krizleri beslediği açıklanacaktır. Ardından dünyada yaşanan finansal krizlerin dönemsel farklılıkları, süresi, derinliği ve kriz yaşayan ekonomilerde ortaya çıkan maliyetler analiz edilecek ve bölüm sonunda da krizlerin teşhisine ve önceden tahmin edilebilmesine dair gündeme getirilen öncü ve temel göstergeler hakkında bilgi verilecektir.

2.1. Finansal Krizlere Yol Açan Makroekonomik Faktörler

Bir ülkede ekonomik istikrarsızlıklara ve dolayısıyla ekonomiyi finansal kırılganlıklara açık hale getiren çeşitli etkenler vardır. Bunlar; sürdürülemez makro ekonomik politikalar, finansal yapıdaki zayıflıklar, global finansal koşullar, döviz kurunun belirlenmesindeki hatalar ve politik istikrarsızlıklardır (IMF, 1998:79). Bütün bunlara ek olarak, ekonomik konjonktürün doğal yapısından da kaynaklanan krizlerin oluşması yönünde bir baskı da sözkonusudur.

2.1.1 Sürdürülemez Makroekonomik Politikalar

Birçok finansal krizde rol oynayan en önemli etken makroekonomik istikrarsızlıklardır. Aşırı genişleyici para ve maliye politikaları, banka kredi hacminin ölçsüz bir şekilde büyümesine, borç miktarının artmasına ve varlıkların aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Genişlemeci politikalar sonucunda artan enflasyonu kontrol edebilmek, dış dengeyi iyileştirmek ve varlık fiyatlarını düzeltmek amacıyla sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması, ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına, borcun geri ödenmesinde güçlüklerle, alınan kredilerin etkin bir şekilde kullanılmamalarına neden olmakta ve bunun sonucunda da finansal krizlere zemin hazırlamaktadır.

Demirgüç vd. (1997), yaptıkları ampirik çalışmalarda, krizin düşük büyüme hızına ve yüksek enflasyona sahip ülkeleri vurması ihtimalinin daha çok olduğunu ifade etmektedir. Bunun yanında yüksek reel faiz hadleri ve ödemeler dengesindeki bozukluklar da kriz ihtimalini artıran unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.1.2 Finansal Yapıdaki Zayıflıklar

Gelişmekte olan ülkelerde, 1990' larda gözlenen başlıca krizler, mali sektörlerin dışa açılarak serbestleştiği ve denetimsiz kaldığı ortamlarda oluştu. Bu ortamlarda, mali aracı kurumların, özellikle bankaların fon aktarma kapasitesi ve yurtiçi kredi hacmi hızla büyüdü.

Özellikle yeni gelişen piyasa ekonomilerinin – literatürde yükselen piyasalar olarak tanımlanmaktadırlar- gerekli düzenlemeleri sağlamadan, bankacılık sektöründe denetim ve gözetimin yetersiz olduğu bir ortamda finansal liberalizasyon sürecine girmeleri, finansal krizlerin ardında yatan en önemli faktörlerdendir. Sermaye hareketlerini serbestleştirme, gelişmekte

olan ülkelere fon sağlamakta önemli bir işlev görmekte, ancak aynı zamanda bir istikrarsızlık kaynağı da olabilmektedir (Dornbusch, 2001).

Bankacılık kesimi, ahlaki tehlike yoluyla para krizlerine yol açabilmektedir. Özellikle devletin banka yükümlülüklerine kefil olması sonucu bankaların ahlaki zaafiyetle "kötü" ödünç vermeleri mümkün olabilmektedir. Bu da eninde sonunda bütün sektörün zarar etmesine neden olmakta ve yabancı ödünç vericiler de fonlarını geri çekmektedir (Krugman, 1998).

Dünya Bankası (1998)'nin bir raporuna göre, bankaların kötü ödünçleri, resesyonların paraların değer yitirmesine eşlik eden krizlerin sonucudur. Banka sektörünün sağlamlığı açısından, paraların büyük değer aşınmaları ve makro ekonomik performansın etkileşimi daha önemlidir.

2.1.3 Global Finansal Koşullar

Özellikle yükselen piyasalarda ortaya çıkan krizlerde yurtiçi makroekonomik koşullar yanında, dış etkenlerin de önemli rolü vardır (IMF, 1998:82). Bu dış etkenler arasında en önemlileri dış ticaret hadleri ile dünya faiz oranlarındaki büyük değişimlerdir. Örneğin, ihraç malları fiyatlarındaki ani düşüşler, yerli firmaların borç ödeme kapasitelerinin azalmasına neden olarak; başta bu firmalara kredi veren bankaların ve diğer bankaların kredi portföylerinin kalitesinin düşmesine neden olmaktadır.

Dünya faiz oranlarının düşmesi, fonların gelişmekte olan piyasalara yönelmesine ve bu ülkelerin bu sermaye akımlarından yararlanmasına, ancak gelişmiş ülkelere faiz oranlarının yükselmesi ise gelişmekte olan piyasalara fon akımlarının azalmasına ve bu ülkelerdeki bankaların ve firmaların maliyetlerini arttırarak, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi sorunlar yaratmakta ve finansal sistemin kırılgan hale gelmesine neden olmaktadır (Mishkin, 1997).

Gelişmiş ülkelerde mali sermayeyi yönlendiren kurumlar, gelişmekte olan ülkelerde gözlenen yüksek getiri potansiyelinden ve yatırım risklerini çeşitlendirme fırsatlarından yararlanmayı amaçlamaktadır. Yüksek ve orta gelirli ekonomilerde mali piyasaların getirileri arasındaki korelasyon düşük olduğu için, portföylerinin bir kısmını yeni oluşan piyasalarda değerlendirmek anlamlı hale geldi. Ayrıca, konjonktürel nedenlerle gelişmiş piyasalarda faizler düşünce, akışkanlık kazanan fonları daha yüksek faizli piyasalarda değerlendirmenin çekiciliği arttı (World Bank, 1997).

Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki düşme, sermaye akımlarını gelişmekte olan piyasalara yönlendirirken, faiz oranı artışları da bu akımları tersine çevirebilmektedir. Faiz oranlarındaki bu artışlar; gelişmekte olan ülkelerdeki banka ve firmaların sadece kendilerini fonlama maliyetlerini artırmakla kalmaz, aynı zamanda ters seçim ve ahlaki risk problemlerini ve finansal sistemin kırılganlığını artırır (IMF, 1998).

Özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının bileşimi de ortaya çıkan krizlerde önemli rol oynamaktadır. Eğer sermaye akımı kısa dönem formasyonunda ise, bu para, tüketimi ve cari açığı finanse etmek amaçlı kullanılırsa, finansal kriz kaçınılmazdır. Eğer doğrudan yabancı sermaye yatırımı formasyonunda ise, kendilerine ev sahipliği yapan ülkelerin sabit sermaye stokunun bir parçasını oluşturduklarından, kısa süreli giriş-çıkış imkanlarından yararlanamamakta, bu nedenle de ekonomi açısından daha güvenilir olup istikrarsızlık unsuru olmamaktadır. Özellikle Asya Krizi ve 1994 Meksika Krizinde , büyük miktarlara ulaşan cari hesap açıklarının kısa dönemli borçlanma ile finanse edilmeye çalışılması önemli rol oynamıştır (IMF, 1998).

2.1.4 Döviz Kurunun Belirlenmesindeki Hatalar

Finansal krizlerin genellikle sabit (veya esnekliği çok kısıtlanmış) döviz kuru rejimleri uygulayan ülkelerde olduğu görülmektedir. Döviz kuru rejimi

ile ilgili seçenekler değerlendirilirken, gözetilecek iki temel husus, dış rekabetin korunması ve fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Esnek kur rejimleri, yerli paranın yabancı paralar karşısında reel değerinin (dış rekabet gücünü aksatmayacak ölçülerde) korunabilmesini sağlarken, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçişi zorlaştırmaktadır. Sabit kur rejimi, fiyat istikrarına katkıda bulunurken, devalüasyonun olamayacağına dair güçlü güvenin olduğu durumlarda, dış yatırımcıların risk algılamalarını azaltmakta ve iç faizlerin yüksek olduğu durumlarda dış kaynak girişlerini özendirilmektedir. Ancak, yurt içi enflasyonun dış enflasyondan yüksek olduğu koşullarda, yerli para değerlenmekte, dış açık büyümekte ve devalüasyon beklentileri artmaktadır.

Yakın tarihlerinde çok yüksek oranlı enflasyonla mücadelede başarılı olamamış ülkelerin, enflasyonu indirmek amacıyla, belirli dönemlerde sabit kur rejimi uygulamasına yöneldikleri gözlenmiştir. Bu yaklaşımla, 1994 öncesi Meksika' da ve 1994-98 döneminde Brezilya' da enflasyonun düşürülmesi yolunda önemli mesafeler alınmıştır. Krizlerle karşılaşınca, esnek kur rejimlerini esas alan ekonomi politikalarına yönelinmiştir. Enflasyon oranları genellikle düşük olan Doğu Asya ülkelerinde de, kriz öncesi dönemlerde, sabit (veya çok az esnek) kur rejimleri uygulanmıştır. Doğu Asya ülkelerinde işgücü verimlilik artışları yüksek olduğu için, sabit kur rejiminde, dış rekabet gücünün korunabileceği hesaplanmıştı (Celasun, 2001).

2.1.5 Politik İstikrarsızlık ve Politik Kirlenme:

Eichengreen (1998:14) krizin hükümetlerin yatırımcıların güvenini kaybedecek makro ekonomik politikalar izlemesinden kaynaklandığını ifade etmektedir. Aşırı yatırım, aşırı dış borçlanma, aşırı ödemeler dengesi açığı gibi politikalar yatırımcıların güvenini kaybedecek politikalar olarak görülebilir.

Politik kirlenme ya da yozlaşma, hükümet ile sermaye kesimi arasındaki menfaat bağlantısı olarak isimlendirilmekte ve krizin nedenlerinden biri olduğu ileri sürülmektedir.

Özellikle neo-liberal çevreler tarafından Asya ülkelerinin kalkınma modellerinin “eş-dost kapitalizmi” (crony capitalism) şeklinde eleştirilmesinin önemli nedenlerinden birini, uygulanan kredi politikası oluşturmaktadır. Şirketlerin çok yüksek borçluluk oranlarına rağmen faaliyetlerini sürdürebilmelerini sağlayan bu sistemin en önemli özelliklerinden biri, ortaya çıkabilecek şoklar karşısında hükümetlerin gerek bankaları gerekse şirketleri desteklemek üzere devreye girmeye hazır olmalarıdır. Uzun yıllar başarıyla işleyen ve bölgedeki sürekli ekonomik büyümenin dinamiklerinden birini oluşturan bu sistemin sürdürülebilmesinin önemli bir koşulu vardır; o da, ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına karşı kontrolsüz bir biçimde açık olmasıdır. Şirketlerin ve finansal kuruluşların uluslararası piyasalardan serbestçe borçlanabildiği, yabancı bankaların kendi kriterlerine göre yurt içini serbestçe kredilendirilebildiği bir ortamda, hükümetlerin gerek para arzı gerekse kredi miktarı, dağılımı ve kredi maliyetleri üzerindeki kontrolünün ortadan kalkması kaçınılmazdır (Sungur, 2002:15).

Dış kaynak girişine aracılık eden mali kurumların yapısal zaaflarının fazla ve denetimlerinin yetersiz olduğu ülkelerde finansal krizlerle karşılaşmaktadır. Bankacılık ve sektör şirketleri arasındaki karmaşık mülkiyet bağlantıları, denetimi zorlaştırmıştır. Uluslararası standartlarda muhasebe, denetim ve gözetim yöntemlerinin geliştirilmesi sık sık gündeme getirilmiştir. Ancak, çıkar çatışmaları, fırsatçı davranışların çekiciliği ve dış sermaye akımlarını aksatma kaygıları, denetim alanında yeterli ve kararlı adımların atılmasını bir çok ülkede önlemiştir. Örneğin; sermaye hareketlerini 1989’ da tümüyle serbestleştiren ve konvertibiliteye geçen Türkiye’ de bankacılık sektörünün denetimini üstlenecek özerk kurul, ancak 2000 yılında işlerlik kazanmaya başlayabilmiştir. Denetimin güçlendirilmeye çalışıldığı durumlarda, mali işlemler banka sisteminden banka- dışı mali kurumlara

kaydırılmıştır. Tasarruf mevduatına devlet güvencesi verildiği durumlarda denetim eksikliği, ahlaki tehlike taşıyan, fazla riskli davranışlara ve yolsuzluklara zemin hazırlamıştır (Celasun, 2001:166)

2.2. Dünya' da Yaşanılan Finansal Krizlerin Dönemsel Farklılıkları

1990'lı yılların finansal krizlerinin kendine özgü özelliklerinin anlaşılmasının bir yolu, önceki iki kriz dönemindeki krizlerle karşılaştırmaktır. Bu nedenle yeni krizlerle eski krizlerin hızları, etki alanları, finansman araçları ve uygulanan politikalar açısından farklılıklarını şu şekilde sıralayabiliriz (Yay, 2001:16-20) :

İlk farklılık, 1930' lardaki krizin, dünya ölçeğinde reel ve finansal piyasaları etkileyen global nitelikli olmasına rağmen, 1980' lerin ve 1990' ların krizlerinin daha bölgesel nitelikte olmasıdır.

İkinci farklılık, her üç dönemde de değişik finansal araçların belirleyici rol oynamasıdır. 1920' lerde uluslararası sermaye hareketlerinin hakim finansal aracı, başta ABD olmak üzere dünyanın farklı ülkelerinde devlet tahvilleridir. Bu dönemde, uluslararası sermaye akımlarının, 12 büyük ülkenin GSYİH' na oranı % 6' ya çıkmıştır. Bu oran 1980'lerde %1, 1990' larda ise %2 dir (Kaufman, 1999; Eichengreen ve Fishlow, 1998: 38).

1970' li ve 1980' li yıllarda ise tahville finansmanın yerini, banka finansmanı almıştır. 1973- 74 petrol krizi' nin en önemli etkilerinden biri petrol ihracatçısı ülkelerin (OPEC) cari işlemler fazlalarını Batı ülkeleri ticari bankalarına yatırmaları ve bu bankaların da söz konusu fonları petrol ithalatçısı ülkelere kredi olarak kullandırmaları idi. Uluslararası özel sermaye hareketlerinin büyük kısmı, büyük ölçüde petrol ithalatçısı ülkelerin devletlerine açılan sendikasyon kredilerinden oluşuyordu. Dolar cinsinden ve libor faize bağlı olarak dalgalanan bu nitelikteki, gelişmekte olan ülkelerin

borçları 1970' de 4 milyar \$ iken, 1980' lere kadar 135 milyar \$' a ulaşmıştı. En çok borçlu 15 ülkenin çoğu, başta Meksika ve Brezilya (yalnızca bu iki ülkenin borcu, toplam borç miktarının % 37' si idi) olmak üzere, Latin Amerika ülkelerinden oluşuyordu. 1980' lerin başında ABD ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin enflasyona karşı uyguladıkları sıkı para politikası nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi, borçlu ülkelerin faiz maliyetlerini artırırken, yaşadıkları resesyon nedeni ile gelişmekte olan ülkelere yaptıkları ithalatı kısmaları da gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler açıklarının artmasına yol açtı. En ağır borçlu 17 ülkenin faiz ödemelerinin, 1978' de ihracat gelirlerinin ortalama olarak %10' u kadarken, 1982' de %28' e çıkması, bu ülkeleri borçlarını ödeyemez hale getirdi (Allen, 1994: 111). Krizler, borçların Baker ve Brady Planları ile yeniden yapılanması ile sonuçlandı.

1990' lardaki krizlerin belirgin niteliği, hisse senedi finansmanının yaygınlaşmasıdır. Özellikle ABD' de hayat sigortası şirketleri ve emeklilik fonlarının yaygınlaşması ile çeşitlenen uluslararası portföy yatırımları, giderek yaygınlaşan deregülasyon ve liberalizasyon uygulamaları bir yanda, gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi bir yanda, başta Latin Amerika ve Doğu Asya ülkeleri olmak üzere yükselen piyasa ekonomilerine akmaya başlamıştır. O kadar ki, Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye akımı, 1991' de 40 milyar \$, 1992' de 64 milyar \$ ve 1993' de 69 milyar \$ 'a çıkmıştır. Bu dönemdeki sermaye hareketlerinin belirgin niteliği, büyük ölçüde özel kesime ve bankacılık kesimlerine yönelik portföy yatırımlarından oluşmasıdır (IMF, 2000).

Krizler arasındaki üçüncü farklılık, 1930' lu yıllardaki krizlere, borç veren ülkelerin hükümet ve Merkez Bankası yetkilileri çok az müdahale edebilirken, 1980' li ve 1990' lı yıllardaki krizlerde, borç veren ülkelerin bankacılık sistemlerinin yaşadığı risk nedeni ile, gelişmiş ülkeler ve başta IMF olmak üzere uluslararası kuruluşlar çabuk ve etkili müdahalelerde bulunmuşlardır.

Dördüncü farklılık, krizlere karşı ülkelerin nasıl tepki verdikleri ile ilişkilidir. 1930' larda mal ve finansal piyasaların çökmesinden sonra sermaye ithal eden ülkeler, yabancı fonlar olmadan yaşamaya, ithal ikamesi politikaları ile ülkelerinin yabancı piyasalara / sermayeye bağımlılığını ve dış yükümlülüklerini azaltmaya çalışmışlardır. 1980' lerde borçlanmanın durduğu dönemde bile ihraç piyasaları varlığını sürdürdüğünden, ithal ikamecilik artık cazip değildi. Devletlerin borçlanma olanaklarının azalması nedeni ile, gelişmekte olan ülkeler, daraltıcı maliye/ bütçe politikalarıyla bazı mali düzenlemelere başvurmayı seçtiler. 1990' larda ise, yabancı sermaye akımları daha çok özel ve yarı kamusal işletmelere yöneldiğinden ve hükümetler eskisi kadar yabancı fonlara başvurmadıklarından, daraltıcı maliye politikalarından çok yabancı sermaye girişlerini sterilize etmek için daraltıcı para politikalarına yöneldiler. Para politikası (açık piyasa işlemleri), makro iktisat politikalarının temel aletlerinden biri olurken, Merkez Bankalarının işlevleri daha önem kazandı. Sermaye akımlarının serbestleştiği bir dünyada gelişmekte olan ülkeler, hem bağımsız para politikasını, hem döviz politikasını, hem de sermaye hareketlerini aynı anda düzenleyemedikleri için, çoğunlukla ya sterilizasyon politikalarına (açık piyasa işlemleri), ya revalüasyon (ya da sabit, yarı- sabit kur politikalarına) ya da az sayıda ülkenin başvurduğu sermaye kontrolü politikalarına yöneldiler (Reinhart vd., 1998: 94-96). Finansal piyasalara müdahalelerin ve kısıtlamaların söz konusu olduğu 1970' li ve 1980' li yıllarda, birbirinden nispeten bağımsız bankacılık ve ödemeler dengesi krizleri görülmekle birlikte, 1990' lı yıllarda uluslararası sermaye akımları yoğunlaşıp hızlanırken, deregüle ve liberalize olmuş mali kurum ve politikaların varlığı nedeni ile, para ve bankacılık krizlerinin etkileşimi artmış, "ikiz" krizler ortaya çıkmıştır. Krizlerin etkileşimi arttıkça, krizlerden çıkış yolları da daha karmaşık ve maliyetli hale gelmiştir (Kruger, 2000: 39).

Beşinci farklılık da, krizlerin çözümlenmesine ilişkindir. Ödemeler dengesi krizinde geleneksel çözüm, devalüasyonla birlikte sıkı para ve maliye politikaları iken, finansal krizlerdeki geleneksel çözüm, para arzını genişletip

faiz oranlarını düşürmektir. Devalüasyon ve yüksek faizler, bankaları ve finansal kesimi daha da zayıflatır. Oysa düşen faiz oranları, borçluların yükünü azaltıp yükümlülüklerini daha kolay yerine getirebilmelerini sağlarken, ödemeler dengesi krizlerini daha kötüleştirmektedir. Dolayısıyla, 1990' larda "ikiz" krizleri yaşayan ülkeler bir ikileme karşı karşıya gelmişlerdir. İkiz krizlerin optimal çözümü, ülkelerin ekonomik koşullarına (ulusal paranın değerlenme derecesine, enflasyon oranına, iç ve dış borçların hacmine, bankacılık ve finans kesiminin zayıflık derecesine) bağlı olmaktadır. Paranın değerlenme derecesi ve iç borç hacmi ne kadar yüksekse, nispi olarak daha yüksek bir devalüasyon oranı tercih edilebilirken; öncelikli sorunu yüksek enflasyon ve dış borçlar olan ülkelerde, sıkı para ve daha düşük bir devalüasyon daha uygun görülmektedir. Ülkelerin iç yükümlülüklerinin vade yapısı da iki politika tercihini etkilemektedir (Kruger, 2000: 40).

2.3. Finansal Krizlerin Süresi ve Derinliği

Son yüzyılın krizleri genellikle 2-3 yıl sürmekte ve ortalama olarak milli gelirin yüzde 5-10' u arasında bir kayba neden olmaktadır. 1973' den sonra krizlerin oluş sıklığı altın standardı ve Bretton Woods dönemlerine göre iki katına çıkmıştır. Ancak kriz süresi ve yol açtığı kayıp oranında fazlaca bir değişiklik olmamıştır. Serbest kur sisteminin sabit kur sistemine göre daha az maliyetli olduğu söylenebilir. Hükümetin bankacılık sistemini destekleme biçimi de krizin süresi ve derinliği açısından önemlidir (Bordo vd., 2001:27).

Finansal krizlerin çeşit ve dönem olarak etkileri açısından birbirinden farklılığının olup olmadığını inceleyen ekonomik araştırmalara göre, son zamanlarda krizlerdeki yoğunlaşma ile birlikte krizlerin toplam süresinde bir miktar, ancak yol açtıkları kayıplarda ciddi artışlar olmuştur. 1880- 1997 dönemindeki krizleri para, banka ve ikiz krizler olarak kategorize eden ve çeşitli kriterlere göre karşılaştıran bir araştırma bu konuda önemli ipuçları vermektedir (Bordo vd., 2001:53-82).

Bu araştırma bulgularına göre, 1990' lı yıllarda meydana gelen para ve bankacılık krizleri 1980' lerde de meydana gelmiştir. Aralarındaki fark, son krizlerin nitelik ve nicelik olarak giderek şiddetlenmesidir. Para ve bankacılık krizlerinin devam ettiği süre, kriz türüne göre dikkat çekici bir farklılaşma göstermemektedir. Kriz derinliğinde ise, Bretton Woods sisteminin geçerli olduğu 1945-71 dönemi hariç, ikiz (para ve bankacılık) krizlerin derinliği diğerlerine göre oldukça yüksektir.

Krize giren ülkelerde döviz kuru büyük dalgalanmalara maruz kalmaktadır. Önerilerin bir kısmı sabit döviz kuru veya kriz öncesi kur düzeyine tekrar dönülmesi yönündedir. Ancak, ülkelerin para krizlerinden çıkışlarının altın standardına veya kriz öncesi döviz kuru sistemine dönme yolu ile hızlı olabileceğini ileri süren görüşler kesin bir geçerlilik göstermemektedir.

1880-1997 döneminde meydana gelen resesyonlara krizler eşlik ettiği zaman, hem krizden çıkış süresi uzamakta, hem de milli gelir kayıpları ciddi ölçüde artmaktadır. Günümüzde, 1990' lı yıllardaki krizlerin sorumluluğu genelde serbest sermaye hareketlerine yüklenmektedir. Ancak ilginç bir saptama olarak, para krizleri, 1880-1913 dönemi hariç, sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde daha çok meydana gelmiştir. Nitekim, sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde para krizlerinin çok daha olası olduğunu ortaya koyan araştırmalar da vardır.

Bankacılık krizleri ise, sermaye kontrollerinin olduğu 1973 sonrası dönemde daha az meydana gelmiştir, ancak bu örüntü daha önceki dönemlerde gözlenmemektedir. Dolayısıyla, para ve bankacılık krizlerini belirleyenlerin 1880-1997 arasında anlamlı derecede farklılaşmadığı ortaya çıkmaktadır. Para krizlerinin, bütçe dengesi, finansal sistemin yapısı, döviz kuru rejimi veya sermaye hesabı rejimi ile sistematik bir ilişkisi gözlenmemiştir. Ancak 1971 öncesinde meydana gelen krizlerde parasal krizin derinliği, cari hesap açığının olduğu durumda daha küçükken, 1973-97

arasındaki para krizlerinde cari hesap açığının olduğu durumda para krizinin derinliği daha büyüktür.

Bankacılık krizlerinde, tıkanan bankalar için likidite desteği ve döviz kuru rejimi iki önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankacılık krizlerinde sınırsız likidite desteği, 1919-39 ve 1972-97 dönemlerinde krizi likidite desteğinin olmadığı döneme göre daha da derinleştirirken; sabit döviz kuru sistemi, 1880-1913 dönemi hariç bütün dönemlerde krizleri daha çok derinleştirmiştir.

1980'lerden bu yana yaşanan finansal krizler incelendiğinde, bu krizlerin ortaya çıkmalarına uygun zemin hazırlayan çeşitli etkenlerin bulunduğu görülmektedir.

2.4. Finansal Krizlerin Maliyeti

Finansal krizler, finansal piyasaların etkin bir biçimde işlevlerini yerine getirememesi nedeniyle ekonomik faaliyetler üzerinde yarattığı olumsuz etkileri ve özellikle finansal kriz sonrası finansal sisteme yeniden işlerlik kazandırmak amacıyla ortaya çıkan hem mali, hem de yarı mali maliyetler nedeni ile, önemli maliyetler yaratmaktadır.

Tablo 2.1' den de görüldüğü gibi, bankacılık krizlerinin çözüm maliyetleri Şili ve Arjantin' de 1980'lerde GDP' nin % 40' ına kadar ulaşmıştır. Batık krediler ise Malezya' da ve Sri Lanka' da toplam borçların % 30' unu aşmıştır. Bankaların yeniden yapılandırma maliyetleri gelişmekte olan ülkelerde, özellikle Latin Amerika' da, gelişmiş ülkelere oranla daha yüksektir. Bu oran ise diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye' deki % 3' le çok yüksek bir oranda değildir.

Bankacılık krizleri yarattığı mali ve yarı-mali maliyetler yanında, kaynakların yanlış dağılımı ve tam olarak kullanılamamasına ve dolayısıyla

önemli çıktı kayıplarına yol açar. Krizlerin çıktı kaybı cinsinden yarattığı maliyetleri belirlemek için, kriz GDP' deki büyüme ile GDP' nin uzun dönemli büyüme eğilimi (yani trend büyümesi) karşılaştırılmaktadır. Kaybedilen çıktı maliyeti hesaplanırken, trend GDP ile yıllık çıktı büyüme oranı normal trendine dönünceye kadar kriz sonrası geçen süre içerisinde gerçek büyüme oranı farkları toplanmaktadır. Kaydedilen çıktı cinsinden krizlerin maliyetleri Tablo 2.1'de yer almaktadır. (IMF, 1998:79)

Tablo 2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Kesimi Yeniden Yapılandırma Maliyetleri

Ülke Adı	Yıllar	Mali ve Yarı-mali Maliyetler ¹	Batık Kredilerin oranı ²
ABD	1984-1991	5-7	4
Arjantin	1980-1982	13-55	9
	1985	-	30
Brezilya	1994-1996	4-10	9
Endonezya	1994	2	-
Finlandiya	1991-1993	8-10	9
Filipinler	1981-1987	3-4	-
İspanya	1977-1985	15-17	-
İsveç	1991-1993	4-5	11
Japonya	1990' lar	3	10
Kolombiya	1982-1987	5-6	25
Malezya	1985-1988	5	33
Meksika	1994-1995	12-15	11
Norveç	1988-1992	4	9
Sri Lanka	1989-1993	9	35
Şili	1981-1985	19-41	16
Tayland	1983-1987	1	15
Türkiye	1982-1985	3	-
Uruguay	1981-1984	31	-
Venezüella	1980-1983	-	15
	1994-1995	17	-

¹ Yeniden yapılandırma döneminde yıllık GDP' nin yüzdesi olarak tahmin edilmiştir.

² Toplam borçların yüzdesidir.

Tablo 2.2. Krizlerin Kaybedilen Çıktı Cinsinden Maliyetleri

	Kriz sayısı	Ortalama krizden çıkma süresi (Yıl)	Kriz başına kümülatif çıkı kaybı	Çıktı kayıpları ile krizler ¹	Çıktı kaybı ile kriz başına kümülatif çıkı kaybı ²
Para krizleri	158	1,6	4,3	61	7,1
-Sanayileşmiş ülkeler	42	1,9	3,1	55	5,6
-Yükselen Piyasalar	116	1,5	4,8	64	7,6
Döviz Sorunları³	55	2,0	7,1	71	10,1
-Sanayileşmiş ülkeler	13	2,1	5,0	62	8,0
-Yükselen Piyasalar	42	1,9	7,9	74	10,7
Bankacılık Krizleri	54	3,1	11,6	82	14,2
-Sanayileşmiş ülkeler	12	4,1	10,2	67	15,2
-Yükselen Piyasalar	42	2,8	12,1	86	14,0
Para ve Banka krizleri	32	3,2	14,4	78	18,5
-Sanayileşmiş ülkeler	6	5,8	17,6	100	17,6
-Yükselen Piyasalar	26	2,6	13,6	73	18,8

¹Kriz başladıktan sonra çıktının trend çıktısından az olduğu krizlerin yüzdesi

²Trend çıktı büyüme oranı ile krizden sonra çıktının trend çıktı düzeyine ulaştığı döneme kadar geçen sürede gerçek çıktı büyüme oranı arasındaki farkın toplanması ve çıktı kaybının ortaya çıktığı tüm krizlere oranlanması ile bulunmuştur.

³Döviz sorunları, döviz piyasası baskı endeksinin % 75 veya daha fazla bir oranda krizi işaret ettiği krizler olarak tanımlanmıştır.

Kaynak: IMF World Economic Outlook, May 1998, s.79

Yine Tablo 2.2'de görüldüğü gibi, para krizlerinin % 40' ında ve bankacılık krizlerinin de % 20' sinde belirgin bir çıktı kaybı olmamıştır. Para krizlerinde ortalama çıktı kaybı kriz başına % 4,3 dür. Bankacılık krizleri, para krizlerine oranla daha uzun sürmekte ve daha maliyetli olmaktadır. Bankacılık krizlerinin yarattığı çıktı kaybı % 11,6 dır. Hem bankacılık hem de para krizlerinden ortalama kurtulma süreleri, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş

ülkelere oranla daha az olmasına rağmen, yarattıkları çıktı kayıpları daha fazladır.

2.5. Krizlerin Öncü Göstergeleri

Finansal krizlerle ilgili iki tür göstergeden söz edilebilmektedir. Bunlar, ülke koşullarının yatırım riskinin arttığını gösteren ve bu nedenle bir finansal krizin doğacağı konusundaki beklentileri besleyen ön göstergeler ile yaşanan krizin boyutları hakkında bilgi veren temel göstergeler olmaktadır. Bu göstergelerden hareketle, krizler gerçekleşmeden önce krizlerin kontrol altına alınmasını sağlayacak bir erken uyarı sistemi oluşturmaya yönelik pek çok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda, çoğu ortak olmak üzere pek çok gösterge belirlenmiştir.

Göstergelerin oluşturulmasında iki yaklaşım kullanılmaktadır: Sinyalleme Yaklaşımı modellerinde, çeşitli göstergelerin normal zamanlardaki seyri ile kriz dönemleri içindeki seyri arasındaki fark karşılaştırılır. Kalitatif Tepki modelleri ise, regresyon teknikleri kullanılarak oluşturulur. Her iki yaklaşımda da makro ve mikro değişkenler kullanılmaktadır (Bell, 2000)

Krizlerin öngörülebilmesi üzerinde yapılan ilk çalışmalardan biri Kamin (1988)' e aittir. Kamin, çalışmasında, reel kurlar, ticaret hadlerindeki değişimler, dünya faiz oranları ile yurtiçi faiz oranları arasındaki farklılığın artışı gibi değişkenleri öncü değişkenler olarak tanımlamaktadır.(Kamin, 1988:12).Bir diğer çalışma da Velesco'nun (1987) çalışmasıdır. Velesco, ödemeler dengesine ilişkin krizlerin banka sistemindeki başarısızlıklarla öncelenebileceğini ifade etmektedir (Velesco, 1987: 282-83).

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998:1) sinyal yaklaşımını, krizden önceki dönemde beklenmedik davranışlar gösteren çeşitli göstergelerin izlenmesine dayandırmaktadır. Eğer bir gösterge eşik değerini aşıyorsa, bu

bir uyarı sinyali olarak değerlendirilmektedir, ki bu ülkede izleyen 24 ay içerisinde bir para krizi yaşanacağına işaretler. Bu ifadeden de anlaşılacağı üzere bu yaklaşım birkaç ekonomik değişkenin izlenmesine dayanmaktadır, ki bu yaklaşımda ihracat, reel döviz kurundan sapmalar, üretim, hisse senedi fiyatları ve geniş paranın brüt uluslararası rezervlere oranları gibi göstergeler kullanılmıştır. Kaminsky ve Reinhart (1998) modellerini geliştirirken onbeşi gelişmekte olan (Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Endonezya, İsrail, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella) ve beşi gelişmiş ülke (Danimarka, Finlandiya, Norveç, İspanya ve İsveç) olmak üzere, yirmi ülkede 1970-1995 arası yaşanan yetmişaltı krizi temel almıştır.

Geliştirilen sinyal yaklaşımında belirtilen değişkenlerin (göstergeler) izlenmesi esastır. Göstergelerdeki değişimler bir yıl önceki değerleri gözönüne alınarak hesaplanmakta ve yüzde olarak değerlendirilmektedir. Eğer göstergelerin birindeki değişim eşik değerini aşıyorsa, bu bir kriz işareti olarak değerlendirilmektedir. Eşik değerleri saptanırken dikkat ettikleri nokta, krizlerle ilgili yanlış sinyaller almalarıyla sinyalin anlaşılmaması nedeniyle krizin öngörülememesi arasında bir denge kurulmasıdır. Sinyal yaklaşımı geliştirilirken göstergelerin her biri için seçilmiş belirli ülke eşiklerinin optimum bir setine elde etmede şu prosedür kullanılmıştır: Eşik değerler, gösterge gözlemlerinin dağılımının yüzdesi olarak tanımlanmaktadır. Her hangi bir değişkene ilişkin bütün ülke eşik değerleri bir eşik değerler seti oluşturur. Bu oluşturulan setin değerinden sapmalar bir kriz sinyali olarak değerlendirilmelidir (Kaminsky, Lizondo ve Reinhart:17). Bu yüzden eşik değerler %10-%20 arası olarak saptanmıştır.

Yazarlar tarafından vurgulanan diğer bir nokta da göstergelerin krize yolaçabilecekleri dönemle ilgilidir. Bu dönem döviz krizleri için 24 ay ve bankacılık krizleri için 12 ay öncesi olarak değerlendirilmiştir (Kaminsky vd., 1998:18). Çalışmada kullanılan değerler eşik değerlerini aşıyorlarsa ve krizin işaretini 24 ay öncesinde veriyorlarsa, bu iyi bir sinyal olarak

değerlendirilmektedir. Eğer sinyal sonrasındaki dönemde – ki buna sinyal alma dönemi demiştik – bir kriz yaşanmıyorsa, bu kötü bir sinyal olarak ifade edilebilir.

Para krizlerini açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlarda krizlerin önceden saptanabilmesine yönelik çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. Krizlerin öngörülmesinde kullanılan öncü göstergeler, krize en çok hangi etkenlerin neden olacağı konusundaki inançlarla yakından ilişkilidir (Özer,1999:47). Sinyal yaklaşımı bu anlamda, II. nesil modellere dahil edilebilir. Bu nedenle, birçok öncü değişken saptayabilmek mümkündür. II. nesil modellerde, krizin kaynağının finans kesimindeki zaafalarda aranması gerektiği düşünülmektedir. Banka sisteminin kısa dönem borç kompozisyonu, faiz oranları, hisse senetleri fiyatlarını gösterge olarak değerlendirmek mümkündür. Yahut, dış ekonomik ilişkiler krize kaynaklık ediyorsa, yabancı sermaye hareketlerinin vadelerinde değişmeler, dünya faiz oranları ile yurtiçi faiz oranları arasındaki farklılıklar, sinyal değişken olarak kullanılabilir.

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998:9-10) bu göstergeleri 10 alt başlık halinde gruplandırmıştır. Bunlar:

- i. Sermaye hesabı : Uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa dönemli sermaye akımları, doğrudan yabancı sermaye, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklar.
- ii. Borç profili : Toplam dış borç, kamu dış borcu, kısa dönemli borçlar, faiz yapısına ve kredi verenlerin tipine göre sınıflandırılan borç payı, borç servisi ve yabancı yardımlar.
- iii. Cari işlemler hesabı : Reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, ihracat fiyatları, tasarruflar ve yatırımlar.

iv. Uluslararası değişkenler : Yabancı reel GSMH büyüme hızı, faiz oranları ve fiyat seviyesi.

v. Finansal serbestleşme : Kredi büyümesi, para çarpanındaki değişme, reel faiz oranları, banka borç ve mevduat faiz oranları arasındaki fark (spread).

vi. Diğer finansal değişkenler : Merkez bankasının bankacılık sistemine aktardığı kredi miktarı, para talebi ve arzı arasındaki açıklık (gap), tahvil getirileri, yurtiçi enflasyon oranı, "gölge" döviz kuru, M2 / uluslararası rezervler.

vii. Reel sektör : Reel GSMH büyüme hızı, üretim, ücretler, hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler, istihdam / işsizlik, üretim açığı.

viii. Mali değişkenler : Mali açık, hükümet tüketimi ve kamu sektörüne yönelik krediler.

ix. Kurumsal - yapısal faktörler : Açıklık, mal dağılıklığı, döviz kontrolleri, sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı periyot, finansal serbestleşme, bankacılık krizleri, geçmişte yaşanan döviz krizleri.

x. Politik değişkenler : Hükümet değişikliği, yeni maliye bakanı, politik istikrarsızlık, seçim.

Anılan değişkenlerle ilgili olarak şu değerlendirmeler yapılabilir (Kaminsky, Lizondo, Reinhart, 1998: 12-13):

Etkin bir uyarı sistemi, geniş bir değişken setini içermelidir. Çünkü, para krizleri, çoğu kez, çok ekonomik değişkeni ve hatta politik değişkeni ihtiva etmektedir.

Bu değişken setleri, parasal krizlerle ilgili uluslararası rezerv, reel döviz kuru, kredi genişlemesi, kamu kesimine açılan krediler ve ülke enflasyon oranları gibi yeterli sayıda değişkeni içermelidir.

Değişkenlerin dış borç profili ile ilişkilendirilmesi uygun olacaktır. Ayrıca cari hesap dengesi de yararlı bir değişken olarak değerlendirilmelidir.

Özetle, yapılabilecek bir ampirik çalışmada, amaçlara ve hipoteze uygun farklı değişken setleri seçmek mümkündür. Sorun, bunların gerçekte hangisinin "en uygun" öncü değişken olduğu, bir başka deyişle, hangisinin "doğru" sinyal verdiğidir.

Kriz türlerinden en çok bankacılık krizlerinin tespit ve teşhisi (verilerdeki eksikliler ve problemin doğası gereği) zordur. Pek çok ülkenin banka mevduat verilerine ulaşmak ve krizi mevduat kaçışu olarak tanımlamak mümkün olsa da, son yıllardaki pek çok bankacılık probleminin banka bilançolarındaki yükümlülüklerden değil, aktif tarafından kaynaklandığından, bankacılık krizlerini tanımlamakta; banka portföylerindeki geriye dönmeyen borçların payı, gayrimenkul ve borsa fiyatlarındaki dalgalanmalar ya da firma başarısızlıkları gibi değişkenler gösterge olarak kullanılmaktadır. Bu sınırlamalar nedeniyle pek çok araştırmacı, bankacılık krizlerini iki tip olguyla tahmin etmektedir: Bunlar, bir veya daha fazla finansal kurumun kapatılması, birleştirilmesi veya kamu sektörünce el konulması olgusu ile banka paniklerinin olduğu durumda, yoğun bir kamu müdahalesinin gündeme gelmesidir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 476).

Finansal krizlerin doğacağına dair öncü göstergelerin başında reel kurun aşırı değerlenmesi, M2 para arzının uluslararası rezervlere olan oranında ve/veya cari açıkların milli gelire (GSMH'ya) oranında aşırı yükselmeler gelmektedir. Gelişen ülkeler genelde sabit döviz kuru politikası uyguladıklarından, yerli paranın reel olarak belirli bir düzeyin üzerinde değer kazanması kriz beklentilerinde önemli bir faktördür. Ulusal paranın bir yıl

içerisinde en azından % 10 değer kazanması, spekülâtorler için ekonominin fazla ısındığının bir göstergesi olmaktadır. Kriz beklentisinde dikkate alınan diğer bir gösterge M_2 para arzının uluslararası rezervlere olan oranıdır. Bu oranın yüksek olması, kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkma olasılığını artırmaktadır. Sermaye hareketlerinin yoğun olduğu bir ekonomide dikkat edilmesi gereken diğer bir gösterge cari açıklar/ GSMH oranı olmaktadır. Dornbusch (2001:11-13), bir ülke parasının reel olarak değerlendirilmesinde ve cari işlem açığında hangi oranların sürdürülebilir olduğunun, kriz ortamını açıklamak için yeterli olduğunu ifade etmiştir. Buna göre, çalışmada ulusal paranın hızlı ve %25 i bulan reel değerlemesi ile cari açık/ GSYİH oranının % 4' ü bulmasının, bir ülkeyi kriz bakımından kırmızı bölgeye soktuğunu açıklamaktadır.

Bir ekonomide finansal krizin doğacağına dair beklentileri besleyen bu göstergeler dışında, yaşanan krizin boyutları hakkında bilgi veren temel göstergeler de söz konusudur. Döviz kurlarındaki büyük dalgalanmalar, gecelik faizlerde yaşanan aşırı yükselmeler ve döviz rezervlerindeki önemli miktarda azalmalar bu göstergelerin başlıcalarıdır.

Tablo 2.4.' de finansal krizleri açıklamaya yönelik açıklamaya yönelik ampirik çalışmalarda kullanılan temel göstergeler, kategorilerine göre sınıflandırılmış biçimi ile sunulmaktadır. Tabloya göre, krizlerin öngörülmesinde reel döviz kuru, kredi genişlemesi ve $M2$ /uluslararası rezerv oranının en uygun sinyaller olacağı görülmektedir. Buna göre, reel döviz kurlarındaki aşırı değerlendirilme, finansal krizin en başarılı göstergesidir. Ülke parasının önceki iki yıl ortalamasına göre, reel kur yükseliyorsa, bir para krizi beklenebilir.

Sinyal yaklaşımını destekleyen veriler, daha kısa süreler için (3, 8 ve 13 ay) IMF tarafından yayımlanan 1998 yılı "World Economic Outlook" da bulunmaktadır. Seçilmiş bazı öncü göstergelerin krizi öngörmeye ne denli anlamlı olduğu üzerine yapılan analizin sonuçlarına bakıldığında (Tablo 2.3)

gelişmiş ülkelerde yaşanan bir hisse senedi fiyat düşüşü finansal bir krizi öngörmeye anlamlı bir değişkendir. Yine, gelişmiş ülkelerde 3 ve 8 ay önceki dönemlerde rastlanan düşük faiz oranları genişletici bir para politikasını ima eder. Bu nedenle de krizin öngörülmesinde anlamlı bir değişken olarak değerlendirilebilir. Ticaret hadlerindeki kötüleşmeler ise, gelişmekte olan ülkeler için anlamlı bir sinyal olarak değerlendirilebilir. Ayrıca, reel kurlardaki yükselme, her iki ülke grubunda da erken sinyali veren göstergedir. Reel kurlardaki yükselme, iç kredi genişlemesi ve M2/uluslar arası rezerv oranındaki artış, 13 - 3 aylık süreçte istikrarını korur.

Tablo 2.3. Sinyal Göstergelerin Krizleri Öngörmeye Anlamlılıkları

Gösterge	Ülkeler	3 ay önceden	8 ay önceden	13 ay önceden
Reel kurların değerlenmesi	E	X	X	X
	G	X	X	X
İç kredi genişlemesi	E		X	X
	G		X	X
M2/Rezerv artışı	E	X	X	X
	G	X	X	X
Hisse senedi fiyatlarında düşüş	E	X	X	X
	G			
Yurtiçi faizlerde Düşüş	E	X	X	
	G			
Ticaret Hadlerinde kötüleşme	E			
	G		X	
Dünyada faiz Yükselişi	E			X
	G			X

E: Endüstrileşmiş Ülkeler
G: Gelişmekte Olan Ülkeler

Kaynak: IMF. World Economic Outlook, 1998, s. 95.

Tablo 2.4. "Sinyal" Yaklaşımı Altında Göstergelerin Performansı

	Veriye sahip olunan kriz sayısı (1)	24 ay öncesinde en az bir göstergenin verdiği işaretler sonucu oluşan krizlerin yüzdesi (2)	Olası iyi sinyaller içinde iyi sinyallerin yüzdesi (3)	Olası kötü sinyaller içinde kötü sinyallerin yüzdesi (4)	Kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı (5)	P (kriz/sinyal) (6)	P (kriz/sinyal) - P (kriz) (7)
Matristeki terimler cinsinden ifadeler			$A/(A + C)$	$B/(B + D)$	$[B/(B+D)]/[A/(A+C)]$	$A/(A+B)$	
Reel Döviz Kuru	72	57	25	5	0.19	67	39
Bankacılık krizleri	26	37	19	6	0.34	46	17
İhracat	72	85	17	7	0.42	49	20
Hisse fiyatları	53	64	17	8	0.47	49	18
M2/uluslararası rezervler	70	80	21	10	0.48	46	17
Çıktı	57	77	16	8	0.52	49	16
"Aşırı" M1 balansları	66	61	16	8	0.52	43	15
Uluslararası rezervler	72	75	22	12	0.55	41	13
M2 çarpanı	70	73	20	12	0.61	40	11
Yurtiçi kredi/GSYİH	62	56	14	9	0.62	39	11
Reel faiz oranı	44	89	15	11	0.77	34	6
Ticaret hadleri	58	79	19	15	0.77	36	6
Reel faiz farklılıkları	42	86	11	11	0.99	29	0
İthalat	71	54	9	11	1.16	26	-3
Banka mevduatları	69	49	16	19	1.20	25	-4
Borç oranı/mevduat oranı	33	67	13	22	1.69	18	-9

Kaynak: Kaminsky, Lizondo and Reinhart, 1998 , s. 20.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

Literatürde, finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak yapılan çok sayıda sınıflandırma söz konusudur. Bu bölümde, başlıca teorik yaklaşımlar ve kuramsal modeller incelenecektir.

3.1. Geleneksel Teorik Yaklaşımlar

3.1.1. Parasalcı yaklaşım

Friedman ve Schwartz'ın çalışmaları ile öncülük ettiği parasalcı yaklaşıma göre; bir finansal kriz para arzında ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkiler yaratan bankacılık paniklerinden kaynaklanır. Bu yaklaşım, finansal sistemde oynadığı önemli rolden dolayı bankalar üzerinde odaklanmaktadır.

Schwartz (1986:23) tarafından yapılan çalışmada da finansal krizin reel ve yalancı kriz şeklinde iki boyutta olduğu vurgulanmıştır. Schwartz' a göre son yıllarda hisse senedi, mal, gayrimenkul piyasalarındaki düşüşler, ulusal para kurunun değer yitirmesi yalancı türde krizlerdir. Gerçek kriz ise para stokunun göreceli olarak büyük, ani ve beklenmeyen bir biçimde düşmesini önlemede Merkez Bankasının başarısız kalmasıdır.

Finansal kriz ekonomik ortamda değişme korkusunun yer aldığı bir bekleyiş ile başlar, piyasada bu arada finansal kurumlardan bazılarının ödeme güçlerini kaybettiği korkusu hakimdir. Likit ihtiyacı hızla artar, ardından reel varlıkları paraya dönüştürme eğilimi başlar ve varlık fiyatları düşmeye düşer. Ardından Banka Paniği meydana gelir. Talep

yetersizliğinden ve reel varlık satışlarından karlar ve servetler azalır, dayanamayan bazı firmalarda iflaslar baş gösterir. Bunun sonunda iki sondan biri olur, ya Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine girişerek müdahale ederek tüm süreci önler ya da dizginler, ya da likidite darlığının beraberinde görülen reel varlıklardaki düşüş , bir borç krizi yaratır. Böylece daha büyük boyutlu iflaslar, banka panikleri kendini gösterirken para arzı da hızla azalır.

3.1.2. Fisher- Minsky- Kindleberger Yaklaşımı

Borç yaklaşımı olarak adlandırılan bu yaklaşım temellerini Fisher' in 1932 yılında yayınlanan "Booms and Depression " isimli kitabı ile 1933 yılında Econometrica' da yayınlanan " The Debt Deflation Theory of Great Depression" isimli makalesinde bulmaktadır.

Bu yaklaşım finansal krizleri, ekonomide daha önce yaşanmış olan aşırı genişlemenin zorunlu bir sonucu olarak konjonktürel dalgalanmanın tepedeki dönüm noktasının temel unsurlarından birisi olarak görmektedir. Fisher' e göre konjonktürdeki aşağıya dönüş iki temel faktör ile açıklanabilir. Bunlar aşırı borçluluk ve deflasyondur. Konjonktürün yukarı yönde olduğu durumlarda bazı dışsal olaylar, ekonominin önemli sektörlerinde yeni ve karlı yatırım olanakları hazırlar. Bu sektörlerde yaşanan dışsal şoklar üretim ve fiyat artışlarına yol açarak bu sektörlerin daha fazla yatırım çekmesine neden olur. Fiyatların artması ile daha da artan karlar, sadece yatırımları değil aynı zamanda sermaye kazançları için spekülasyon yapılmasını teşvik eder. Konjonktürün çıkış aşamasındaki bu süreç, bankalardan alınan kredi borçları ile gerçekleştirilir. Bu durum ise banka mevduatlarının ve buna bağlı olarak da para arzının artması sonucunu doğurur. Para arzının artması ise fiyatlar genel düzeyinde artışa neden olur. Fiyatlardaki artış borçların değerini reel olarak azaltacağı için, bu süreç kendi içinde borçlanmayı sürekli teşvik eder bir duruma gelir. Süreç, genel bir "aşırı borçluluk" durumuna ulaşana kadar devam eder. Aşırı borçluluk, kişilerin, firmaların ve bankaların borçlarını karşılayabilecek yeterli likit varlıklara sahip olmamaları durumudur. Böyle bir

durumda borçluların veya kredi verenlerin yapabileceği yanlış bir değerlendirme krizi tetikleyebilir. Borçluların, borçları ödemede güçlükle karşılaşacağı düşüncesi oluşur ise, kredi verenler borçlulara varolan borçlarını ödemek için bile kredi açmazlar ve varlıklarını mümkün olan en kısa sürede likit duruma getirmeye gayret ederler. Bu kısa sürede nakite geçme isteği sonucu ortaya çıkan varlık satışları, ekonominin geneline yayılırsa, bu durum eğer para otoriteleri tarafından zamanında müdahale olmaz ise, daha ileriki aşamalarda “borç krizi” , “bankacılık krizi” ve derin bir depresyona neden olabilecek bir “likidite krizinin” tetikleyicisi olabilir. Nalikit duruma gelmek amacıyla başlayan varlık satışları ekonominin geneline yayılır ise, fiyatlar genel düzeyinde düşme başlar. Ayrıca krediler tahsil edildikçe banka mevduatları azalır. Fiyat düşüşüne bağlı olarak kredi verenler için teminatların değerinin düşmesi onları kredi geri çağırmaya teşvik eder. Bu tersine süreç para arzında azalmaya ve dolayısıyla ekonomik faaliyetlerin gittikçe artan oranda olumsuz olarak etkilenmesi şeklinde devam eder.

Bankacılığın ve genel olarak finansal sistemin rolü genellikle ekonomik konjonktür teorilerinde ihmal edilmiştir. Finansal sistemin rolü genellikle para arzı ya da parasal şoklar ile modellere dahil edilmiştir. Bankacılığı ve mali sistemi teorik düzeyde konjonktür teorisine yerleştiren Minsky olmuştur.

Minsky' ye göre ekonomi, konjonktür ile yukarıya doğru giderken finansal yapı daha kırılgan hale gelir. Bir finansal yapının kırılganlığını ya da sağlıklı olmasını üç faktör belirlemektedir:

- Hedge, spekülatif ve Ponzi finansmanının bileşimi,
- Portföylerin likiditesi,
- Borçla finanse edilen yapılmakta olan yatırımların boyutu.

Minsky terimlerini şu şekilde tanımlamaktadır: bir birimin uzun bir dönem boyunca nakit tahsilatları, nakit ödemelerini aşan türde ise hedge

finansman söz konusudur. Spekülatif finansman ise, kısa bir dönem boyunca nakit ödemeleri nakit ödemelerini aşıyor ise ortaya çıkmaktadır. Ponzi finansman birimi ise nakit ödemelerinin faiz kısmı, net nakit tahsilatlarını aşan spekülatif bir birimdir. Bir ponzi birim cari araçlara ilişkin taahhütlerini karşılayabilmek için borcunu artırmak zorundadır. Spekülatif ve Ponzi birimler için, faiz oranlarındaki bir artış negatif net varlığa ve ödeyebilirliğin yitirilmesine neden olabilir.

Mekanizma Minsky' ye göre şu şekilde çalışmaktadır. Konjonktür yukarı doğru giderken yeni yatırımlar için talep aşırı bir finansman talebine yol açar. Yani yatırımın bir kısmı doğrudan kısa süreli banka kredileri ile, bir kısmı özkaynaklarla, bir kısmı ise uzun süreli kredi ile karşılanır. Ekonomi genişledikçe yarattığı aşırı finansman talebinin bir kısmı, kısmen ve geçici olarak finansal yenileşme ile karşılanırsa bile talep faiz oranlarını yükseltir. Yatırımlardaki genişleme hem endojen para arzı, hem de elastik devir hızı ile belirlenir. Faiz oranı arttıkça dört faktör daha kırılğan bir finansal yapı yaratacak şekilde işlev görür:

- a. Borçla finansmanda artış,
- b. Uzun süreli borçtan kısa süreli borca yöneliş,
- c. Hedge finansmandan spekülatif ve Ponzi finansmana kayış,
- d. Finansal kurumların güven marjında azalış.

Ortam bir kez kırılğan ve duyarlı hale gelince hedge finansmandan spekülatif ve Ponzi finansmana kayış faiz oranlarını daha da yükseltir ve bu firmaların borçlarının yenileyememe ve uzatamamaları nedeniyle bir "yeniden finansman" krizine yol açar. Bu ise merkez bankası müdahalesi yapılmadıkça Fisher' in "zorunlu satış" periyoduna yol açar.

Diğer yandan Minsky' nin tezi krizlerin uluslararası boyuta taşınmasını (transmission) da açıklayabilir. Yurt dışına kredi veren bankalar ilave risklerle karşılaşılır. Daha büyük ekonomik ve politik belirsizliği içeren riskler,

kredilerde ödenmeme ve döviz kurlarındaki beklenmeyen sermaye zararlarının olasılığını arttırır.

Kindleberger (1978) tarafından ortaya konulan yaklaşım, reel ekonomi açısından oldukça önemli olan varlık fiyatlarında keskin bir düşüş, finansal aracı kurumların başarısızlıkları ve iflasları, döviz piyasasında bir bozulma gibi daha geniş bir açıdan ekonomideki olumsuzları inceleyen ve dikkate alan bir bakış açısına sahiptir.

Kindleberger' in tanımına göre finansal kriz üç devreden meydana gelir. Bunlar mania, panik ve çökme devresidir. Mania konjonktürel genişleme devresinde , panik ise konjonktürün tepe noktasında ortaya çıkar. Mania sırasında yatırımcılar, paradan kaçarak reel varlıklar adını verdiğimiz ev , arazi, mal, hisse senedi ve tahvil gibi varlıklara kayar. Panik devresinde ise tam tersi, reel varlıklar elden çıkarılarak nakite geçmeye çalışılır. Ardından çöküş devresi takip eder, bu devrede ise önceden alınan reel varlıkların hızla fiyatları aşağıya doğru iner. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Kindleberger finansal krizleri konjonktürün tepe noktasındaki dönüşün bir temel unsuru ve önceki genişlemenin kaçınılmaz bir sonucu olarak görmektedir.

3.1.3. Tesadüfi Çekme Riski Yaklaşımı:

Diamond ve Dybvig, 1983' de, mevduat sahiplerinin likidite tercihlerinde tüketim yönünde ani ve tesadüfi bir değişimin bankacılık krizlerinin en önemli nedeni olduğunu ileri sürdüler. Bu yaklaşım literatürde tesadüfi çekme riski olarak adlandırılmaktadır.

Diamond ve Dybvig (1983: 402-403) çalışmalarında, mevduat sigortası (para yaratılması yoluyla finanse edilen), bankacılık sektörünün istikrarının mevduat sahiplerinin herhangi bir nedenle panik halinde olması nedeniyle tehdit altında olduğu bir modelde, en iyi uygulama/politika olduğunu göstermişlerdir. Banka mevduatlarının sigortalı olmadığı bir sistemde, bir

bankanın varlıklarının değerindeki bozulma, mevduat sahiplerinin panik yapmasına ve mevduatlarını hemen çekmek istemelerine yol açabilir. Bankaların varlıkları temelde likit olmadığı için, mevduat sahiplerinin bu panik durumu bankaların batma sürecini hızlandıracaktır: Likit varlıklarını tüketen bir banka, likit olmayan varlıklarını satmak zorunda kalacak, bu da bankanın varlıklarında değer kaybına yol açacaktır ve sonuç olarak bazı mevduat sahipleri paralarını alamayacaklardır.

Modelin en önemli iki varsayımı, ajanların mevduat bulundurmamak yerine, tüketime kayacakları zamanın tesadüfi olması ve bankaların aktif-pasif vadesi uyumsuzluğu nedeniyle önce gelen önce hizmet alır kuralıdır. Ayrıca çekilen mevduatın sistemden tamamen çıktığı, yani bir bankadan çekilen nakitin başka bir bankaya dönmediği örtük varsayımı yapılmıştır.

Bu varsayımlar altında, eğer bazı mevduat sahipleri diğer mevduat sahiplerinin paralarını çekmeye başladığına (doğru veya yanlış) inanırsa, geç kalındıkça paranın çekilme ihtimali azalacağından panik başlar (Calomaris vd., 1991:121).

Modelde, bir bankanın olduğu, bankanın topladığı mevduatları kredi olarak vermek yerine kendi olanakları ile yatırım yaptığı varsayılmaktadır. Belli bir zaman aralığında kaç mudinin parasını geri almak isteyeceğinin bilinmemesi, bankacılık sistemini istikrarsız hale getirmektedir ve ekonomide iki tür mudi olduğu varsayılmaktadır.

Modeldeki tek bankanın üç dönemli bir çalışma ortamı vardır:

- (t=0) dönemi, mevduatın toplandığı zamandır ve mevduat nakit olarak değil mal cinsinden toplanmaktadır. (Bir tüketim malı ve ekonomide sadece bir tüketim malı var.) Banka topladığı fonlarla yatırım yapar, yatırımın sonucu t=2 döneminde alınacaktır.

- ($t=1$) dönemi, 1.tip mudi $t=2$ dönemine kadar yaşayacağını garanti olmadığını düşünmekte ve bu dönemde ($t=1$) mevduatını geri almakta ve tüketmektedir. Bankanın yatırımları $t=2$ döneminde sonuç vereceğinden yapılan yatırım iptal edilip sahibine geri verilir. $T=1$ döneminde mevduatını geri alanlar r_1 kadar faiz alır.

- ($t=2$) döneminde banka yatırımının sonucunda R kadar bir gelir elde eder ve $R > 1$ dir. Banka elde ettiği gelirden mudiye r_2 kadar bir faiz verir.

Görüldüğü gibi bu modelde işlerliği olan bir banka kontratının $R > r_2 > r_1$ özelliğini taşıması gerekmektedir. $r_2 < r_1$ olduğu bir durumda, 2.tip mudiler de $t=1$ döneminde parasını geri çekecektir ve bu durumda bankanın ödemesi gereken birim elinde olan birimden büyük olacaktır. Bu durum bankanın ödeyebilirliğini yitirmesi demektir.

3.1.4. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı

Asimetrik bilginin izahında en temel örnek Akerlof (1970: 488-500)' un ikinci el araba piyasasındaki durumdur. Akerlof makalesinde iyi ve kötü (limon) kullanılmış arabaların satışının yapıldığı ikinci el araba piyasasında, satıcının arabaların iyi kullanılmış ya da kötü kullanılmış olduğu durumunu bildiği halde, alıcının arabanın iyi olup olmadığını bilmediğini, yani alıcı ve satıcı arasındaki ilişkide bilgi asimetrisinin bulunduğunu ifade etmektedir.

Akerlof bu durum için eksik bilgiye dayanan bir açıklama getirmektedir. Bu pazarda bazı arabaların alındıktan ancak bir süre sonra anlaşılacak bazı kusurları vardır. Bunlar "limonlar" olarak tanımlanır. Buna sahip olanlar fiyatı düşürüp hemen satmak isteyeceklerdir. Ancak pazarda aynı zamanda iyi durumda olan arabalar da mevcuttur. Fiyatın düşmesi ile "iyi" olanların satıcıları arabalarını düşük fiyata satmak yerine elinde tutmaya karar verebilirler. Bu pazardaki ortalama kaliteyi düşürecektir. Fiyatın düşmesi bir ters seçim (adverse selection) etkisi yaratacaktır. Fiyatın düşmesi ile birlikte

kalitenin de düşmesi alıcılar tarafından istenmeyen bir durum ortaya çıkaracak ve pazarda satıcılar azalacaktır. Bu durum Gresham Kanunu ile açıklanmaktadır. Pazarda arabaların çoğunluğu "limon" olacağından "iyi" arabalar pazara hiç girmeyebilir. Bu durumda kötü iyiyi pazardan kovar.

Asimetrik bilginin varlığında ters seçim ve ahlâki tehlike olmak üzere iki durum sözkonusudur. Ters seçim, pazardaki taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkar. Ahlâki tehlike ise, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmaktadır. Sözleşme yapılmadan önce işlem konusu araç veya faaliyet ile ilgili açıklanmamış olan saklı bilginin bulunması nedeniyle farklı karar verilmesi (ters seçim) ve anlaşma sonrasında bu saklı bilginin ortaya çıkması sonucu taraflardan birinin zarar görmesi sözkonusudur (Akerlof, 1970).

Ters seçim durumunda, pazarda mevcut ürünlerin kalitesi pazarın bir kısmında gözlemlenebilirken, pazarın diğer kısmında mal kalitesinin ne olabileceği konusunda sadece, olasılık tahminleri söz konusudur. Bu durumda, az bilgisi olan kısmın davranışları pazar üzerinde istenmeyen etkilere ve ekonomideki kaynak dağıtım etkinliğinin bozulmasına neden olacaktır. Ahlaki tehlike sorunu ise, anlaşmanın yapılmasından sonra, tarafların biri tarafından gözlenen durum diğerince bilinmiyorsa ortaya çıkmaktadır. Bu gibi durumlarda, gizli bilgiye sahip olan taraf bu bilgiden çıkar sağlayabilir.

Stiglitz vd. (1981:393-410) ise, aynı temel senaryoyu kredi piyasalarına uyarlayarak, asimetrik bilginin ters seçim ve ahlaki tehlikenin de etkisiyle kredi piyasalarında faiz oranlarını yükseltmek yerine kredi tayinlemesine yol açacağını vurgulamışlardır.

Kredi piyasalarında ters seçim durumunda genellikle borç almak isteyenler riski ve getirisi fazla olan yatırımlara yatırım yapan kişilerdir. Yani

banka açısından riskli yatırımcılar ya da borç alanlardır (Mishkin,1998:201). Böylece ters seçim problemiyle karşılaşan bankaların faiz oranlarını yükseltmeyip kredi tayinlemesine gitmelerinin nedeni, faiz oranları arttıkça riski yüksek kişilerin bu faiz oranında da borç alma eğiliminde olmaları, riski düşük olan kişilerin bu faiz oranından borçlanmak istemeyerek bu piyasadan çekilmeleridir. Ters seçim durumuyla karşılaşan bankalar geri ödeme yeterliliği yüksek olanlarla düşük olan müşterileri birbirinden ayıramamaktadır. Ahlaki tehlike probleminde ise bankaların faiz oranlarını artırmayıp kredi tayinlemesine gitmelerinin nedeni, faiz oranı arttıkça daha riskli kişilerin bankadan borç alacak olmalarıdır. Kredi tayinlemesine gitmeyip faiz oranlarının yükseltilmesi durumunda geri ödeme riski daha fazla olan müşteriler borç almak isteyeceklerdir. Bundan dolayı bankaların ayırt etme (screening) araçlarını kullanarak iyi ve kötü müşterileri birbirlerinden ayırt etmeleri gerekmektedir (Stiglitz vd.,1981:393)

Kredi piyasalarında ahlaki tehlike probleminin oluşmasının, yani yatırımcıların riskli yatırımlara yönelmelerinin bir diğer nedeni, bu riskli yatırımın başarısız olması halinde, oluşacak zararların tamamen ya da kısmen bir başka unsur tarafından üstlenilecek olmasıdır. Bu durum bireylerin ya da kurumların risk içeren davranışlarda bulunmasına neden olmaktadır. Özellikle bankacılık sektöründe, bankaların mudilerini korumak amacıyla uygulamaya konulan mevduat sigortası uygulaması, ahlaki tehlike probleminin oluşmasında ve yaygınlaşmasında önemli bir etkiye sahiptir. Mevduat sigortasının uygulanmadığı kredi piyasalarında, bir bankanın zarar etmesi durumunda bu zarara mudiler ve zarar eden banka birlikte katlanmaktadır. Mevduat sigortası uygulamasının başarısız olmasının nedenlerinden biri de ahlaki tehlikeden kaynaklanmaktadır. Çünkü bu fon sözleşmesinde zararı üstlenen kişiler ile fayda sağlayan kişiler farklılık göstermektedir. Mevduat sigorta uygulamasında bankaların zararlarının devlet garantisinde olması ve dolayısıyla bu zararların vergi mükelleflerine yansıtılması sonucunda, mudiler paralarını yüksek getiri getiren bankalara

yatırmaktadır. Bankalar da bu giderleri karşılamak için riskli yatırımlara yönelmektedir. Böylece fon uygulaması bankaların yüksek riskli yatırımlara yönelmesini teşvik etmektedir.

Sonuçta bankalar, nasıl olsa zararları devlet tarafından karşılanacağı inancı ile fonları aşırı riskli yatırımlara yönlendirmekte, mudiler de aynı inançla bu bankaları gözlemleyerek onlar üzerinde bir baskı oluşturmamaktadır. Böylece ahlaki tehlike problemi bankaların aşırı risk üstlenerek zarar görmelerine hatta iflas etmelerine neden olmaktadır (Akerlof, 1994:2).

3.2. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Kuramsal Modeller

3.2.1. Birinci Nesil Modeller

Birinci nesil modeller, 1973-1982 yılları arasında Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan para krizlerine tepki olarak geliştirilmiştir. Krugman (1979) ile başlayan ve Flood ve Garber (1984) ile geliştirilen bu modeller (spekülatif atak modelleri de denir) krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, sürdürülemez politikalar ve yapısal dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olarak görmektedir (Krueger vd.:1998:2).

Kanonikal Kriz Modeli de denilen Krugman' ın geliştirmiş olduğu modele göre, sabit döviz kuru sistemi geçerli iken, iç kredi hacminin para talebinden daha fazla artması, yavaş ancak sürekli olarak ülkenin uluslararası rezervlerinin azalmasına ve ülke parasına yönelik spekülatif saldırılara neden olur (Kaminsky vd., 1997:5).

Krugman (1979:311-325)' a göre, ekonominin temel göstergelerinin kötüleşmesinin, sabit döviz kurunu sürdürme amacı ile çatışması krize neden olur. Modele göre sorunların kökeninde ya mali açıkları finanse etmek amacı

ile para basmak ya da zayıf bankacılık sistemine kaynak sağlamak amacı ile genişleyen iç kredi hacmi vardır. Bir başka deyişle, model, hükümetin sermaye piyasalarından borçlanma olanağının olmaması durumunda, harcamalarını ve açıklarını parasallaştırmak zorunda kalacağını varsayar. Bu çerçevede, faiz oranı parite koşulu ülkeden sermaye çıkışına ve ülkenin rezervlerinin sürekli olarak azalmasına neden olur. Bu sürecin sonunda da rezervler spekülâtif saldırıların başlayacağı bir düzeye iner ve sonunda yetkililerin döviz kurunu sürdürmeleri olanaksız hale gelir.

Krugman modelinde spekülâtif saldırıların başlama zamanı, rezervlerin düzeyine bağlıdır. Rezervler belirli bir düzeye indiği zaman, spekülâtörler sermaye kayıplarını önlemek amacı ile kısa sürede kalan rezervlerin de bitmesine neden olurlar.

Krugman modeli kriz öncesi dönemi,uluslararası rezervlerin yavaş, ancak sürekli olarak azaldığı ve iç kredi hacminin para talebine oranla hızlı arttığı bir dönem olarak tanımlamaktadır. Burada ortaya çıkan para fazlasının miktarını, kamu kesimini finanse etmek ve mali dengesizlikleri azaltmak amacı ile kamu kesimine açılan kredilerin miktarı belirler. Bu modelin ana önermesi, krizlerin parasallaşmış aşırı miktarlara ulaşan kamu kesimi borcu ile döviz kuru sistemi arasındaki uyumsuzlardan kaynaklandığını iddia etmesidir.

Krugman' ın kanonikal kriz modelinde şu önemli sonuçlar çıkarılabilir (Eichengreen, 1996:6):

Herşeyden önce bu model krizle ilgili olarak, döviz kuru ve ödemeler dengesi gibi temel ekonomik etkenleri esas almaktadır. İkinci olarak,ülkenin resmi rezervleri bittiği zaman, krizlerin nasıl başladığını göstermektedir. Üçüncü olarak,modele göre merkez bankası, eğer sadece yeterli uluslar arası rezerve sahip olursa sabit döviz kurunu devam ettirebilir. Çünkü ülkenin döviz rezervleri bittiği zaman sabit döviz kuru sistemini terkedip dalgalı döviz

kuru sistemine geçmekten başka çaresi yoktur. Bu nedenle de , modele göre döviz kurunu yeniden sabitlemeden önce, ülkenin uluslararası rezervlerinin yeniden sabitlenen kuru devam ettirecek düzeyde olması gerekmektedir.

Son olarak modele göre, yetkililerin spekülatif saldırıları etkisiz hale getirme olanağı yok denecek kadar azdır. Ülke parasının spekülatif amaçlı satılan miktarı, parasal tabandan az olsa bile, parasal taban merkez bankasının sahip olduğu net dış rezerv stoğundan fazla olur. Yetkililer dışarıdan borçlanarak rezervlerini artırabilirler. Ancak bu rezervlerin, döviz kurunu sürdürmek amacı ile müdahalede kullanılması parasal tabanı genişletir ve bu durumda da ülkenin elinde ülke parasına yönelik herhangi bir spekülatif saldırıyı önleyecek düzeyde rezerv kalmaz. Eğer yetkililer döviz kuruna müdahale etmezlerse, spekülatif saldırıları ancak, faiz oranlarının artması ve parasal tabanın azalması pahasına önleyebilirler. Eğer parasal tabandaki azalma önemli boyutlara ulaşırsa, faiz oranındaki artış yeni bir bankacılık krizine yolaçabilecek düzeylere ulaşabilir.

Krugman' ın modeli ve bu çerçevede geliştirilen kanonik modeller birçok yönden eleştirilmiştir. Bu ilk modeller, 1994 Meksika Krizi ve benzer krizleri açıklayabilmektedirler. Fakat bu modellerin, sabit kur rejiminin çöküşünü, döviz rezervine ve bütçe açığına dayandırmaları, 1992 ERM krizi gibi krizleri açıklamakta yetersiz kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, bu tip krizleri de açıklayabilen yeni modeller geliştirilmiştir. Bu modellere, ikinci nesil modeller denilmektedir.

3.2.2. İkinci Nesil Modeller

Birinci nesil modellerin eksikliği onların aşırı mekanik ve tek boyutlu olmasından; hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarını monetize ettiğini ve merkez bankasının ekonomideki gelişmelere bakmadan rezerv satarak döviz kurunu baskıladığını varsaymalarından kaynaklanmaktadır.

Şüphesiz ki, bütçe açıklarının sürekli olduğu zamanlarda bile açıkları monetize etmenin ötesinde başka politika seçenekleri vardır. Ayrıca bu modellerde, sabit döviz kurunun yaşayabilirliği, tamamen ekonomik ajanların davranışlarından bağımsız, dışsal olarak varsayılmaktadır. Yani bu modellerde, iktisadi ajanların gelecek beklentilerinin veya iktisadi faaliyetlerinin hiçbir şekilde mali dengesizlikler veya kredi politikaları üzerinde etkisinin olmayacağı vurgulanmaktadır (Krugman, 1997:3).

İkinci nesil modeller, piyasa beklentileri ile hükümetin çelişen amaçlarının yarattığı dinamik etkileşim mekanizmalarının, rezervler yeterli olsa bile, krize yol açabileceği ihtimali üzerinde odaklanmaktadır (Dornbusch, 1987:72). Başka bir deyişle bu modeller, para ve maliye politikaları tutarlı olsalar bile, bir ülke parasına yönelik spekülasyon ataklarının nasıl bir krize neden olacağını açıklamaktadır (Asian Development Outlook, 1999:28)

İkinci Nesil Modellerin merkezinde sabit döviz kurunun korunmasının fayda-maliyet analizi yatmaktadır (IMF, 1999:3). Bu modellere göre hükümetler döviz kuru paritesini korumanın faydasıyla, paritenin korunmasının maliyetini karşılaştırarak bir karar alacaklardır.

Bu modellere göre ekonomi politikaları, hükümetler tarafında rasyonel olarak belirlenir. Bu politikaları belirlerken, fayda maliyet analizleri yaparak, sabit bir döviz kurunun devam ettirilmesi ya da ettirilmemesi yönünde kararını verir. Sabit bir döviz kurunu devam ettirmenin yararları, enflasyonist baskının azaltılması, ticareti ve yatırımı teşvik edecek bir ekonomik çevre yaratmaktır. Sabit döviz kurunun maliyetleri ise, yüksek faiz oranları ve eğer ücretler aşağıya doğru rijit ise yüksek oranlı işsizliktir.

Bu modeller, ayrıca ekonomi politikalarının belli koşullara bağlı olarak uygulanmaları nedeni ile, birden fazla dengeye ve kendi kendini besleyen krizlere yol açtıklarını iddia etmektedir (Kaminsky vd., 1997:7). Bu modellerde kendi kendini besleyen beklentiler önemli rol oynar. Eğer kamuoyu,

hükümetin sabit döviz kurunu sürdüreceğine inanmazsa, yurtiçi bono sahipleri paranın devalüasyonuna karşı kendilerini koruyabilmek için yüksek faiz talep edeceklerdir. İşçi sendikaları yüksek ücret talep ederek yurtiçi sanayilerin rekabet gücünün azalmasına neden olacaklardır. Bu tür gelişmeler de hükümetin sabit kuru sürdürme maliyetini artırarak, sabit kur uygulamasından vazgeçmesini hızlandırır. Böylelikle kamuoyunun devalüasyon beklentisi, kendi kendini besleyen bir krize dönüşür.

Bu modellerin dayandığı en önemli varsayım, ekonomik politikalarının önceden belirlenmediğini, buna karşılık ekonomideki değişmelere tepki olarak uygulanmaya başladıkları ve ekonomik birimlerin de beklentilerini oluştururken bu durumu dikkate aldıklarını varsaymalarıdır. Bu arada ekonomik birimlerin faaliyetleri ve beklentileri de ekonomik politikalar oluşturulurken dikkate alınan değişkenlerin bazılarını etkiler. İşte bu döngüsel yapı nedeni ile, ekonomide birden fazla denge olasılığı vardır ve ekonominin temel göstergelerinde bir değişiklik olmaksızın ekonomi, bir dengeden diğerine hareket edebilir. Bu nedenle, ekonomi başlangıçta sabit bir döviz kurunda dengede iken, beklenmedik bir şekilde olumsuzlaşan beklentiler nedeni ile değişen ekonomi politikaları sonucu, döviz kuru sistemi sürdürülemez hale gelir ve çöker. Bu da ekonomik birimlerin beklentilerinin gerçekleşmesine neden olur.

İkinci nesil modellerin iki anahtar özelliği vardır. Bunlardan birincisi, devlet bir amaç fonksiyonunu maksimize etmeye çalışan aktif bir birimdir. İkincisine göre ise, ekonomide birden fazla dengenin oluşmasında etkili olan dairesel bir süreç vardır (Esquivel ve Larrain, 1998:3).

İkinci nesil modellerin krizleri açıklamakta kullandıkları belli bir teorik çerçeve yoktur, bunun yerine belirli örnekler temelinde açıklamalar söz konusudur. Örneğin Obstfeld 1994 ve 1996 yılındaki çalışmalarında, ekonomide oluşan çoklu denge ve kendi kendini besleyen spekülasyon saldırılarının örneklerine yer vermiştir. Obstfeld , 1994 yılındaki çalışmasında,

döviz kurunun sürdürülemediği beklentisinin, ücretlerin artmasına ve istihdamın azalmasına neden olacağını ve bunun da çıktı kaygısı taşıyan hükümeti, pariteyi terketmeye zorlayacağını göstermiştir.

Bir başka modelde de yine döviz kuru sisteminin çökeceği beklentisinin, faiz oranlarını yükselteceği ve faiz oranlarındaki artışın da devlet borçlarının maliyetini artıracığı kaygısıyla, hükümetin nasıl pariteyi terketmek zorunda kalacağını açıklamıştır (Obstfeld, 1996:1037-1047). Bu modele göre, faiz oranlarındaki artış, başka kanallarla da hükümetin amaç fonksiyonunu etkileyebilir. Çünkü faiz oranlarındaki artış, bankacılık krizinin oluşma riskini artırır ve bu da krizle mücadele maliyetlerinin daha da artmasına neden olur.

İkinci nesil modellerde spekülasyonun başlaması için döviz rezervi seviyelerinin kuru savunamayacak seviyeye inmesi şart değildir. Döviz kurunu baskılayan önemli bir maliyeti olan yüksek faiz oranları, uzun vadede bu politikayı uygulayan ülkeleri bir durgunluk içine sokmaktadır. İşsizlik ve iktisadi durgunluğu göze alamayan hükümetler yeterli döviz rezervine sahip olsalar bile döviz kuru baskılaması politikasını terk edebilir. Bu tarz krizlere 1992 ERM krizi iyi bir örnektir (Obstfeld, 1996:1039).

Krugman (1996) 'a göre ikinci nesil modellerde iki nokta dikkat çekicidir. Bunlardan birincisi, eğer ekonominin temel göstergeleri yanlışsa, ekonomide çoklu denge olasılığı zayıftır. İkinci olarak, eğer kamuoyu yetkililerin tercihlerinin ne olduğunu bilmezse, piyasalar tarafından yapılacak spekülasyon saldırıları, piyasalar açısından bir sınav niteliği taşır. Yani, ülke parasına yönelik spekülasyon saldırıları başarısız olabilir, ama yatırımcılar bu sayede en azından yetkililerin tercihleri konusunda bir fikir sahibi olurlar.

3.2.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

İlk iki tip modeller, bazı krizleri açıklamakta yardımcı olsalar da, Asya krizini tam olarak açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Dolayısıyla üçüncü jenerasyon kriz modelleri olarak tanımlanan, para ve bankacılık krizlerinin (ikiz krizlerin) ortak bazı faktörler tarafından yaratıldığını vurgulayan ve problemlerin kaynağının bankacılık ve finans sektörü olduğunu belirten çok sayıda model üretildi. Bu kapsamda geliştirilen modeller, daha önceki modellerden iki önemli unsuru içermekle birlikte (makroekonomik temelli ve kendi kendini besleyen), bu modern krizleri yorumlamak için özellikle bankacılık sektörüne ait bazı mikroekonomik unsurları analize dahil etmişlerdir. Bu modellerin çeşitli versiyonları vardır (Chui, 2002: 10):

3.2.3.1. Ahlaki Tehlike Odaklı Kriz Modelleri

İlk versiyon, finansal liberalizasyonun ardından iyi regüle edilememiş bir bankacılık sisteminin ve mikroekonomik bozuklukların –gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi- ahlaki risk ve aşırı borçlanma yaratarak ciddi krizlere yol açtığını belirten modellerdir.

McKinnon vd. (1999: 19-38), finansal liberalizasyonun ve mevduatların garanti altına alınması uygulamalarının biraraya gelmesi durumunda, ikiz krizlere yol açacak dinamiklerin oluşacağını ve bu faktörlerin sonuçta bankacılık ve para krizlerine yol açacak bir şekilde hem dış hem de iç kredi genişlemesini kapsayan bir borç patlamasını ateşleyebileceğini ifade etmektedir. Devlet güvencesinin getirdiği rahatlık, bankaların dış borçlanma eğilimini arttırmakta ve mevduat sigortası tarafından nihai olarak güvence altına alınan yabancı para riski ortaya çıkmaktadır. Bankaların gereğinden fazla dış borçlanmaya gitmesi ise ekonominin spekülasyon ataklarına karşı daha duyarlı konuma gelmesine neden olmaktadır. Ahlaki tehlikenin ortaya çıkardığı bu durum da sonuçta makroekonomik istikrarı olumsuz yönde etkilemekte ve krizlere neden olmaktadır.

Krugman (1997) 'a göre, hızlı bir finansal liberalizasyondan sonra denetimi ve düzenlemeleri zayıf bir bankacılık sisteminin varlığı durumunda, yoğun sermaye girişleri, risk yönetimi gelişmemiş ve sermaye yeterlilik oranları düşük bankalar aracılığıyla, aşırı bir borç verme ve/veya tüketim patlamasına yol açmakta; aşırı borçlanma, borsada ve gayrimenkul fiyatlarında patlamaya neden olabilmektedir. Ekonomi resesyona girdiğinde ise, iyi değerlendirilmeden ve izlemeden verilen krediler bankaları kırılgan ve krize duyarlı hale getirmekte, ülke parasını savunmak zorlaşmakta ve parada bir çöküş tetiklenmektedir

Krugman (1998), Asya Krizinin nedeni olarak, Asya' daki banka ve finans kurumlarının faaliyetlerini gizli hükümet garantisiyle sürdürmelerini ön plana çıkarmıştır. Bu duruma mevzuat yetersizlikleri de eklenince yanlış yatırım kararlarını alınmasına ve sonuçta bankaların kar beklentisi ile riskli projelere girmeleri neden olmaktadır. Böylece bankalar zarar etseler bile, hükümetin bu zararları finanse edeceği varsayılmaktadır. Kısa vadede, kaynaklar, ticari mallardan ticarete konu olmayan malların finansmanına kaymıştır. Devlet tarafından verilen güvence ve mevzuat yetersizliği içindeki bankalar arası rekabet sonucu, bankalar yatırım kararlarını beklenen ortalama getiri yerine projeden ideal şartlar altında alınacak maksimum kara göre vermeye başlamışlardır. Krugman bu değere "pangloss değeri" adını vermektedir. Sonuç olarak, yatırımların üretimden ve ticaretten çok spekülasyon alanlara kayması, teminat yerine de geçebilen arzı sınırlı gayrimenkullerin fiyatlarını arttırmıştır. Hükümet garantisi devam ettiği sürece, ekonomide oluşan balonun şişeceği, ancak zamanla hükümetin bu yükü taşımaktaki isteksizliğine bağlı olarak devlet güvencesinin ortadan kalkmasıyla iflasların artacağı ve kendi kendini besleyen bir kötümserlik havasının oluşacağı kabul edilmektedir.

Krugman' in teorisinin sonuçlarına göre Asya Krizinin temel nedenleri şöyle özetlenebilir:

- Asya' nın gerçek problemi bankalar ve mevzuat boşluklarıdır.
- Bankaların şişirilmiş teminat ve mevzuat boşlukları altında çalıştıkları durumlarda, uluslararası sermaye hareketleri ekonomik verimliliği maksimize etmemektedir. Eğer yabancı sermaye serbestçe akmasaydı, "pangloss" yatırımların yerel faiz oranlarını arttırır ve şişen yatırım balonu yavaşlatıcı etkide bulunurdu. Bununla beraber, yabancı sermaye girişi balonun daha fazla şişmesine neden olmuştur. Böylece Krugman' in teorisinde IMF ve yabancı hükümetlerin zor durumdaki ekonomileri kurtarma mantığını çürütülmektedir.

Ahlaki tehlikeyi vurgulayan son tip modeller ise, krizlerin temelinde bankacılık ve finans kesimindeki sorunların yanı sıra, özellikle bilanço sorunlarının yattığını ileri süren modellerdir (Krugman, 1999). Bu yaklaşıma göre, krizlerin büyük bir çoğunluğu ya ekonominin önemli bir bölümünün (kamu ve/veya özel kesim) bilançolarının kredi verilebilirliği, ya da döviz kurlarına duyulan kuşkudan doğmaktadır. Sermaye akımları da bu iki sorunu hızla birbiriyle ilişkili hale getirmektedir. Mishkin (1999)' in vurguladığı gibi, bir finansal sektör problemi, parayı zayıflatırken, bir devalüasyon da bankaların pozisyonlarını (eğer yükümlülüklerinin büyük kısmı döviz cinsinden ise) şiddetle zayıflatır (kısır döngü).

Krugman (1999)'a göre, bankaların ve banka-dışı finansal kurumların bilançolarının sağlığı çok önemli bir faktördür. Bankaların bilanço sorunları büyük ölçüde uyumsuzluk sorunlarıyla bağlantılıdır. Bu hem para hem de vade uyumsuzluğudur: bankalar dövizle borçlanıp ülke parası cinsinden borç veriyorlarsa ve ayrıca kısa vadeli borç alıp uzun vadeli yatırımlar için borç veriyorlarsa, sırasıyla hem para hem de vade uyumsuzluğu sorunlarıyla karşılaşılıyor demektir. Bir uyumsuzluk durumunda döviz kurunda bir değer kaybı, iflaslara yol açabilecek olan istikrarsızlığı harekete geçirmekte,

sermaye akımlarının aceleciliği artmakta ve kriz yaratılmaktadır. Uyumsuzluk sorununun yanısıra, banka kırılmasını arttıran diğer unsurlar yanlış değerlendirilmiş (piyasa değerlerinden sapmış) döviz kurları (misaligned exchange rate) ve geri dönmeyen borçlar biçimindeki bilanço sorunlarıdır.

Yine bu tip modellerin bir diğer vurgusu da, hükümet tarafından gizlice desteklenen ve bağlı şirketlerine kredi vermesine göz yumulan bankaların ahlaki tehlikeye dayalı olarak yarattığı aşırı borçlanmanın ve fonlanmamış yükümlülüklerinin aslında gizli devlet borcuna dönüşeceği (Corsetti vd.,1998). Bu durumda, makroekonomik temellerdeki sağlamlık bir yanılsama haline almakta ve hükümetler fiilen dikkatsiz ve sürdürülemez harcamalara katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

Burnside vd. (2001:151-193), ikiz para- banka krizi fenomenini açıklamak için, dört ekonomik ajanın –bankalar, firmalar, hanehalkı ve bir hükümet- olduğu bir küçük açık ekonomi modeli geliştirmişlerdir. Modelde, bankaların dış yükümlülüklerinin devlet tarafından garanti altına alındığını varsayımlardır. Bu varsayımdan hareketle, bir devalüasyon durumunda, bankalar iflaslarını ilan ettiğinde dış borçlarının devletin dış yükümlülükleri arasına transfer edileceğini belirtmişlerdir. Başka bir ifade ile, devlet garantileri, özel ekonomik ajanların devletin bankaları kurtarma kararına bağlı olarak sabit kura saldırma kararı alacağı varsayımıyla çoklu denge ile sonuçlanır. İkiz krizlerin devlet garantilerinden kaynaklandığını ve bu yüzden sadece belirli ülkelerde olduğunu (Meksika 1994, Tayland 1997) vurgulayarak çalışmalarını sonuçlandırmaktadırlar. Ancak krizin zamanlaması hakkındaki yaklaşımları, ikinci nesil modellerde olduğu gibi ekonomik ajanların beklentilerine dayanmaktadır. Bu model, sadece krizin nasıl ortaya çıkacağı konusunda odaklanmamakta, aynı zamanda devlet garantileri, varlık fiyat hareketleri ve ödemeler bilançosunun likiditesini içeren daha geniş bir kriz göstergeleri setini önermektedir.

Kısaca toparlarsak, eğer bir ülkede döviz kurları sabit veya yarı-sabit bir kur politikası gereği denge değerlerinden sapmışsa; finansal araçların kısa vadeli ve döviz cinsinden borçları ve uzun vadeli/ yerli para cinsinden alacakları varsa; banka bilançoları geri dönmeyen borçlarla bozulmuş durumdaysa, banka portföyleri risklere karşı korunmamış durumdaysa, bankaların likidite, ödeyememe ve organizasyon bozukluğu sorunları var demektir. Böyle bir durumda, patlayan bir devalüasyon finansal şokların büyüklüğünü şiddetle arttırmaktadır (Dornbusch, 2001). Kur üzerinde spekülatif bir atak ortaya çıktığında, politika seçenekleri ikilem yaratır. Kuru korumak için faiz oranlarını kullanmak (özellikle geri dönmeyen borçlar durumunda), örneğin faiz oranlarını düşürmek dövize saldırıyı artırırken; faiz oranlarını yükseltmek de borç yükünü ağırlaştırarak bankacılık sektörünü daha da kötü duruma düşürmektedir. Böyle bir durumda, mikroekonomik göstergeler, bir krizin olasılığını veya yaklaşmakta olduğunu, standart makroekonomik göstergelerden daha anlamlı yansıtabilir. Bu göstergeler, şirket karlılığı, borç/aktif oranı, sermaye/aktif oranı, nakit/aktif oranı gibi göstergelerdir.

3.2.3.2. Likidite Yetersizliği Odaklı Kriz Modelleri

Bir başka alternatif görüş ise, Radelet ve Sachs (1998)' de vurgulanan ve Chang ve Velasco (1998) tarafından geliştirilen, krizlerin banka paniklerinin ürünü olduğunu belirten modellerdir. Özellikle Asya Krizinde bu ülkelerin hiçbir hatalı politikaları olmadığı halde, uluslararası yatırımcıların kendi kendini besleyen kötümser davranışlarının etkisiyle banka paniği ve finansal kırılganlıkla sıkıntıya düştüklerini belirtmektedir.

Radelet ve Sachs (1998:12)' e göre, uluslararası finansal piyasaların doğasında varolan istikrarsızlık, Asya ülkelerine yönelik dış şoklar ve Asya ülkelerinin finansal sistemlerindeki zayıflıklar krizin nedenleri olmuştur. Bunların sonucunda , Asya hükümetleri, piyasa katılımcıları ve başta IMF

olmak üzere uluslararası toplumun bir dizi yanlış adımları bir finansal paniğe yol açmıştır.

Chang ve Velasco (1998), Diamond ve Dybvig (1983)' in banka paniği modeline dayanarak finansal kırılganlığı modellemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Model, küçük bir açık ekonomiyi içeren ve uluslararası likidite yetersizliğini analizin merkez noktasına koyacak şekilde, Diamond ve Dybvig modelinin uyarlanmış bir halidir (Chui,2002:11). Bu çalışmada, para krizlerinin bir banka hücumunun yan etkisi olduğunu ifade etmişlerdir. Yazarlara göre, kapalı bir ekonomide merkez bankası en son kredi mercii olarak bu hücumlara karşı koyabilir. Fakat, sabit döviz kuru uygulayan açık bir ekonomide sınırlı büyüklükteki rezervleri, merkez bankasını aynı rolü oynamaktan alıkoyabilir. Ayrıca finansal liberalizasyon kapsamında faiz oranlarını serbest bırakmak, zorunlu karşılıkları düşürmek, finansal aracılığın gelişmesine katkı sağlamakla birlikte, finans kesiminin likiditesini azaltmakta ve bu nedenle potansiyel bir kriz aşamasını hazırlamaktadır (Chang ve Velasco, 1998a:41).

Finansal aracılardan çökmesi sonucu, ahlaki tehlike ve uluslararası aşırı borçlanmanın da eklenmesiyle ülkeyi tam gelişmiş bir finansal krize götürmektedir. Böylece, bankacılık sisteminin likiditesini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen bu faktörler finansal kırılganlığın, yüksek miktarda dış borcun, zayıf bankacılık denetiminin ve mevduat garantilerinin varlığının birer göstergesi sayılabilir (Chui,2002:12).

3.2.3.3. Yayılma Odaklı Kriz Modelleri:

1990' lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin en çarpıcı özelliklerinden birisi, bulaşıcı nitelikte olmalarıdır. Makroekonomik değişkenlerin izlenmesiyle krizlerin ne zaman gerçekleşebileceği hakkında öngörülerde bulunabilmek mümkünse de , bu göstergelerin krizlerin yayılma etkileri ile ilgili olarak açıklama güçleri son derece düşüktür. Bu durum, iktisatçıları bir başka alana,

krizlerin "yayılması" veya "bulaşması" nı ve bu yayılmanın hangi kanallardan gerçekleştiğini ayrıntılı bir biçimde analiz etmeye yönelmiştir.

Bu krizlerin bulaşıcı niteliklerinden dolayı, bu krizleri analiz etmeye yönelik geliştirilen modeller, birinci ve ikinci nesil modellerden bazı açılardan farklılık göstermektedir. Herşeyden önce bu modeller ödemeler dengesi krizlerinin belirtisi olarak bu bulaşıcı etkiler üzerinde durmaktadır (Kaminsky vd.,1997:7).

Bu konuda ilk yapılan sistematik çalışma Gerlach ve Smerts (1994) tarafından yapılmıştır. Gerlach ve Smerts, 1992 yılında Finlandiya parasının (Markka) değerinin düşmesiyle, İsveç Kronuna yönelik spekülasyon saldırıları arasındaki bağlantılardan yola çıkarak, bir ülke tarafından yapılan devalüasyonun, ticaret ortaklarının rekabet güçlerini kaybetmemek için nasıl bu ülkeleri devalüasyona zorladığını açıklayan bir model geliştirmiştir. Bu modele göre, herhangi bir döviz kuruna yönelik spekülasyon saldırıları, o paranın reel olarak değer kaybetmesine ve bu da ülkenin dış rekabet gücünün artmasına neden olur. Bu ise, ikinci bir ülkede ticaret açığı oluşmasına yol açar ve bunun sonucunda da o ülkenin merkez bankasının uluslararası rezervleri azalır. Bu nedenle bu ülke parasına yönelik eninde sonunda bir spekülasyon saldırısı başlar (Eichengreen vd.,1996:12).

Krizlerin bulaşmasının diğer bir kanalı da, ithal mal fiyatlarıdır. Bir ülkede paranın değer kaybı ithal mal fiyatlarını ve dolayısıyla yurtiçi fiyatları artırır (Baig ve Goldfajn,1998:6). Buna göre krizin başladığı ilk ülkede paranın reel değer kaybı, ikinci ülkede ithal mallarının fiyatlarını ve ikinci ülke vatandaşlarının para taleplerinin düşürür.

Bulaşıcı para krizlerinin analizine yönelik bir başka çalışma Goldfajn ve Valdes (1995) tarafından yapılmıştır. Çalışmada finansal piyasalardaki likidite sıkışıklığının rolü üzerinde durulmuştur. Çalışmaya göre finansal araçların varolması, küçük olumsuzlukların büyük ölçekli krizlere

dönüşmesine neden olmaktadır. Örneğin bu anlamda, bir bankanın iflas etmesi, kendi kendini besleyen bir bankacılık krizine dönüşebilmektedir.

Ticari bağların dışında, finansal piyasaların karşılıklı bağıllığı, ortak kreditorlerin portföylerinin karşılıklı bağımlı olması da yayılma etkisini sağlayan kanallardır. Asya'da olduğu gibi, bir piyasadaki likidite eksikliği durumunda borç verenler/ yatırımcılar diğer piyasalardaki aktiflerini likit hale getirmeye çalışmaktadırlar. Borçverenler, her piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları ve yeni bilgi de maliyetli olduğu için, bir ülkedeki borçlular ödemelerini yerine getiremediğinde, diğer ülkelerdeki borçlarını da geri çağırılmaktadır. Bu da yatırımcıların "sürü" (herding) davranışı ile yayılma etkisini hızlandırmaktadır (IMF, 1998). Yayılma etkisi, komşu ülkelerin krizin maliyetlerini düşürmek için birlikte devalüasyon yapma taahhütlerini nedeniyle de ortaya çıkabilir (Aziz, 2000).

Yayılma etkisi 1990' lardaki krizlerin çoğunda görülmüştür. ERM krizi sırasında İtalyan Lireti, İngiliz Sterlini ve Finlandiya Markka' sı dalgalandığında , Fransız Fransı, İrlanda Poundu ve İsveç Kronu spekülasyon baskı altında kalmıştır. Asya krizinde, Tayland' da başlayan spekülasyon atak bölge ülkelerine hızla yayılmış ve bu ülkelerde de krizi tetiklemiştir. Ayrıca, bir ülkedeki krizin, diğer ülkelerin ekonomik yapısını etkilemesinden bağımsız olarak uluslararası yatırımcının genel kanaati de krizlerin yayılmasında etkin rol oynamaktadır. Yatırımcı bir ülkeyi dini, tarihi vb. nedenlerle belli bir kategoriye sokuyorsa bu ülkelerden birinin krize girmesi ile yatırımcılar fonlarını bu kategoriye soktukları tüm ülkelerden hızla çekerler. Örneğin, Latin Amerika krizinde, Meksika' dan Arjantin, Brezilya ve bölgedeki bir çok ülkeye hızla yayılmıştır. Fakat Filipinler ve ekonomisi, diğer Latin Amerika ülkeleri ile iç içe geçmiş olmasına ve benzer bir borç yüküne sahip olmasına rağmen, bu krizden etkilenmemiştir. Bunun en önemli nedeni, yatırımcıların bu eski İspanyol kolonisini Latin Amerika grubundan ziyade Asya grubu içinde görmeleridir. Gerçekten de Asya krizinde Filipinler, krizden etkilenen ülkeler arasındadır (Krugman, 2001).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE YAŞANAN 2000-2001 FİNANSAL KRİZİ

4.1. 1990-1999 Döneminde Türkiye Ekonomisinde Oluşan Temel Sorunlar

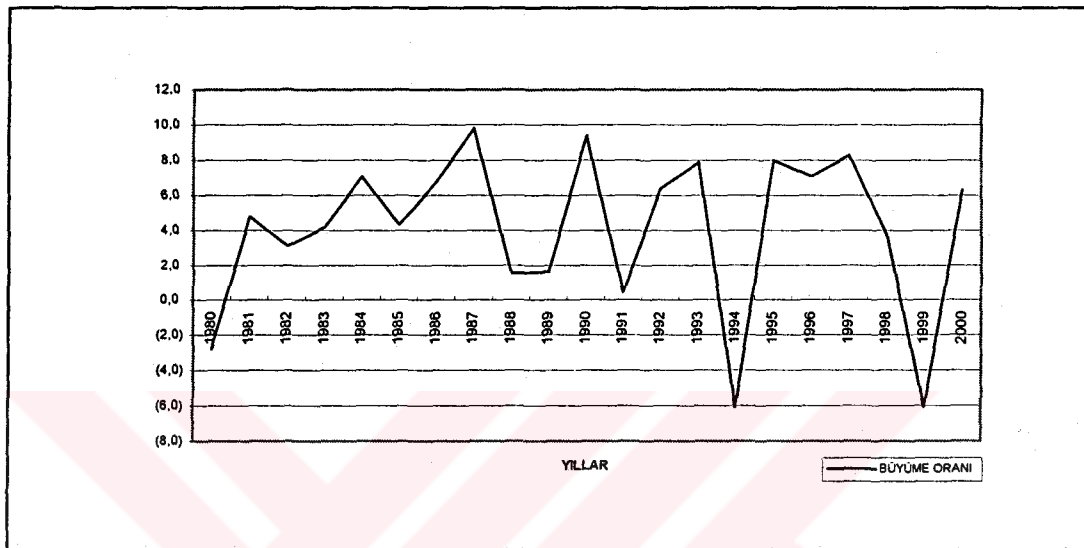
Ülke ekonomilerinin orta ve uzun vadeli performansını, değişen dış ve iç koşulların karakterize ettiği evrelere göre değerlendirmek anlamlıdır.

Türkiye 1980'li yıllarda, ekonominin dış ticaret yönelimini yükselterek ve önemli miktarlarda dış destek sağlayarak, dış borç krizinden hızlı bir çıkış gerçekleştirdi. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren, uluslararası mali sermaye akışkanlık kazanmaya başladı. Teknolojik gelişmelerin de etkisiyle, bu akışkanlık 1990'lı yıllarda beklenmedik ölçülerde arttı. Bu koşullarda, orta gelirli ülkelere yönelik resmi-nitelikli dış kaynak akımları azalma eğilimine girerken, bu ülkeler –kimi istisnalar dışında- sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri azaltarak veya tümüyle kaldırarak özel nitelikli dış kaynak girişlerini kolaylaştıran politika rejimlerini uygulamaya başladılar. Bu bağlamda, uluslararası yatırımcılara portföy çeşitlendirilmesi fırsatı sağlayan “yükselen piyasalar” olgusu ortaya çıktı (Celasun, 2001). 1989'da Türkiye de sermaye hareketlerini serbestleştirdi ve konvertibilite koşullarını kabul ettiğini IMF' ye ilettili.

Ekonominin 1984-87 döneminde ortalama yüzde 6.4 olan yıllık büyüme hızı (Şekil 4.1), 1988-89 da yüzde 1.6'ya gerilemiş ve net sermaye girişi 1 milyar doların altına düşmüştü. 1980' lerde ciddi biçimde bozulan gelir dağılımının düzeltilmesi yönündeki baskılar yoğunlaşmış ve 1988' de reel ücretler sürdürülemez düzeylere inmişti. Celasun (2002)' e göre, dış finansmanın serbestleştirilmesi kararının arkasında, dış kaynak girişlerini

artırarak ekonomiyi canlandırma, kamu harcamalarını ve reel ücretleri artırma güdöleri ağır basmaktadır.

Şekil 4.1. 1980-2000 Dönemi GSMH Büyüme Oranının Gelişimi



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

1989 sonrası dönemde ekonominin makro düzeyde performansı, net sermaye giriş ve çıkışlarına aşırı duyarlı bir konuma geldi. Ekonomi dolarlaştı, ulusal paraya talep azaldı ve nüansları zamanla değişen esnek kur politikası izlendi. Türkiye'nin mali, kurumsal ve altyapı koşulları doğrudan yabancı yatırımlar için cazip bir ortam oluşturmadığından, dış finansman sistemi genellikle borç-nitelikli finansal araçlarla düzenlenen sermaye akımlarına dayalı bir biçimde gelişti (Güven, 2001).

Türkiye'de finansal reform süreci, 1980 sonrası yapısal uyum ve dışa açık piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon programının bir uzantısı olarak gelişim göstermiştir. Bu süreç boyunca 1981'de faiz hadlerindeki sınırlamalar kaldırılmış; 1984'te döviz alım satımı serbestleştirilmiş; 1989'da da kambiyo kontrolleri tamamıyla kaldırılarak yurt içi-dışı sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Ulusal finans piyasalarına yönelik olarak 1986 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

(yeniden) kurulmuştur. Öte yandan, Merkez Bankası 1987'de açık piyasa işlemlerini başlatmıştır.

Finans piyasalarında uygulanan bu reformlar sonucu Türk mali piyasaları 1990'larda "derinlik" sürecinde görece ilerleme kaydetmiş gözükmetedir. Ancak bu süreç, iktisat kuramının öngördüğü tasarruf-yatırım etkinliğinin artmasını ve sabit yatırımlara yönelik kredi havuzunun genişlemesini sağlayamamıştır. İktisat literatüründe McKinnon-Shaw tezi diye bilinen bu Ortodoks yaklaşıma göre, finansal serbestlik tasarruf ve yatırım davranışlarını uyaracak, dolayısıyla kalkınma temposunu hızlandıracaktı. Ancak, mali serbestlik deneyiminin Türkiye sonuçları bu beklentiyi gerçekleştirmemiş; tersine, bu süreç sonunda ulusal ekonominin dışa bağımlılığı artmış, reel üretim yapısı dalgalanmaya itilmiş ve rantiyer tipi davranışlar beslenerek gelir dağılımının bozulması sonucunu doğurmuştur.

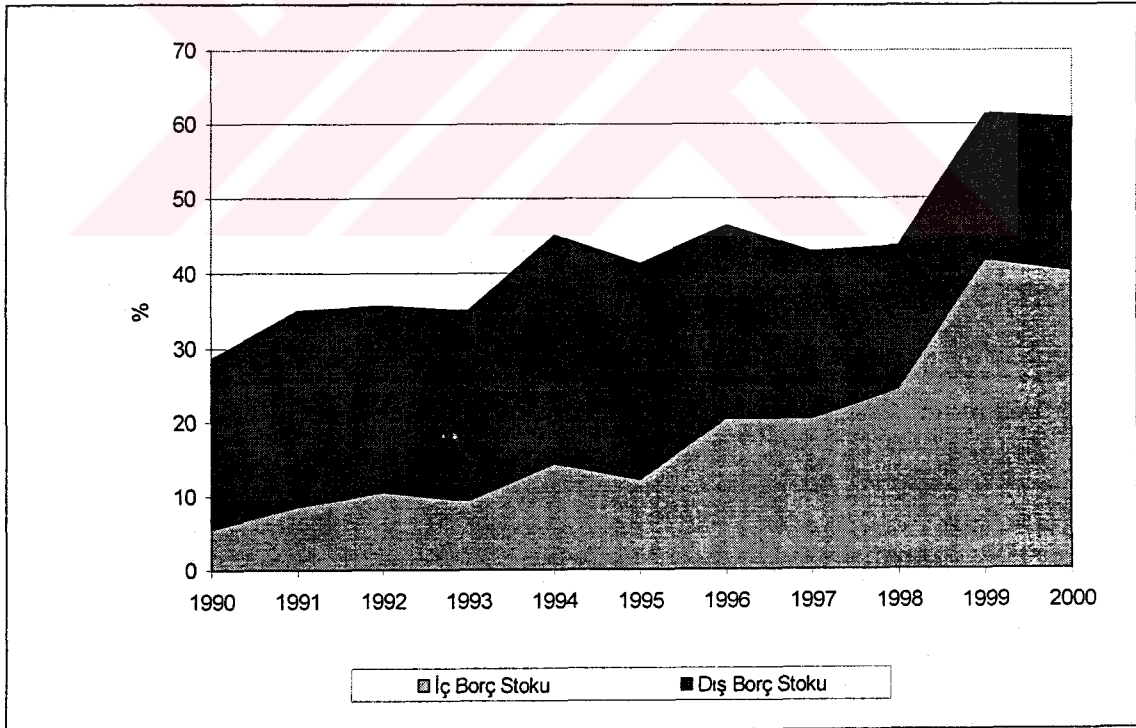
Bu dönemde Türk finansal sisteminin gelişimini belirleyen üç ana süreç vardır: Bunlardan birincisi finansal serbestleşme çerçevesinde geliştirilen araçların çoğunluğunu kamu kesimi açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul değerlerin oluşturması; ikincisi TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit (dolarizasyon); üçüncüsü de spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve giderek reel ekonomide neden olduğu istikrarsızlıktır (Yeldan, 2001:129).

1990' lı dönemin krizlere zemin hazırlayan bir özelliği, kamu açıklarının iç borçla finansmanında bankaların –kısa vadeli dış borçlanmayla, yabancı para pozisyonlarını açarak ve bilanço-dışı repo işlemlerini büyüterek- üstlendiği aracılık işlevinin hızla gelişmesidir. Bu olgu bir taraftan iç borçlanmanın vadesini kısaltırken, diğer taraftan para politikasının iç borçlanma düzeninin sürdürülmesi ve mali piyasalarda nispi bir istikrar sağlama amaçlarını ön plana çıkarmış ve enflasyonu indirmek için –kısa süreli denemeler hariç tutulursa- güçlü bir irade oluşmasını engellemiştir. Bu süreçte, bankaların riskleri birikmiş, kırılabilirlikleri artmış ve iç borçlanma

faizlerinin içerdığı risk primi anormal boyutlara yükselmiştir (Celasun,Oya vd., 1999).

Devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) dayalı finansal serbestleştirmenin mali piyasalarda üç temel etkisinden söz etmek olasıdır: birincisi, kamunun maliye politikası, merkez bankasının parasal politikalarını ikame ederek, kamuya sınırsız bir kredi hacmi sunmuş durumdadır; ikincisi, bu süreç Hazine'ye finansal piyasalarda bir tekel konumu yaratarak kredi havuzunun dağıtımında etkinlik ölçütlerini ve verimlilik beklentilerini geçersiz kılmıştır; üçüncüsü, kamu DİBS'lerinin düzensiz aralıklarla ve büyük boyutlarda piyasaya giriyor olması sonucu, para çarpanı dalgalanmaya ve belirsizliğe itilmiştir (Yeldan, 2001:132).

Şekil 4.2. 1990-2000 Dönemi Toplam Borç Stoku



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

1990' lı onyılın makroekonomik politikalarını standardize ederek değerlendirmek sakıncalıdır. Bu dönemi 1994 Krizi öncesi ve sonrası olarak ele almak daha anlamlıdır.

Yüksek kamu açıklarının yanısıra 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyici durumunda olması, yeterince derin olmayan yurtiçi mali piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faiz oranlarının yüksek seviyede kalmasına yol açmıştır. Bu dönemde yüksek ve değişken enflasyon ortamı risk primini artırmak suretiyle reel faiz oranlarının yüksek seyretmesinde etken olan bir diğer unsurdur. 1992-1999 döneminde yıllık ortalama GSMH büyüme hızı yüzde dördün altında kalırken, iç borçlanma reel faiz oranı yüzde 32 olmuştur. Yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırmış ve hergün Türkiye'yi daha zor bir duruma götüren bir borç-faiz kısır döngüsünü ortaya çıkarmıştır. Borç stokundaki artışla birlikte bu durumun sürdürülemez olduğu açıktır.

1994 Krizi ile bölüntülenen iki alt dönemin makro temellerinde önemli farklar vardır. Özellikle, kamu finansmanı konusundaki ayrışma ilginç görünmektedir. 1994 öncesinde kamu kesimi faiz-dışı harcamaları, kamu gelirinden daha hızlı artmış, diğer bir deyişle kamu kesimi faiz-dışı dengesi açık vermiştir. Faiz-dışı açığın milli gelire oranı 1989' da yüzde 1.7'den 1991-93 döneminde ortalama yüzde 6.4' e yükselmiş ve kamu borç stokunu büyüten bir etki yapmıştır. Merkez Bankası kaynaklı finansman, borç stokundaki artışın yüksek olmasını bir ölçüde önlemiştir (DPT, 1997: 70-77).

1994 Krizinden sonra kamu faiz-dışı dengede kısmi (ama yeterli olmayan) iyileşmeler sağlandığı için, kamu borç stokundaki artışın kaynakları değişmiş, reel faiz oranı ile milli gelir büyüme hızı arasındaki fark, özellikle 1997' den sonra büyüyerek borç dinamiğini hızlandırmış ve çözümü çok güç bir sorun oluşturmuştur.

1990-93 döneminde ekonominin ortalama yıllık büyüme hızı (Körfez savaşının ardından 1991' deki durgunluğa rağmen) yüzde 5.2 dolayında gerçekleşmiştir. Bu alt dönemde kamu faiz-dışı açığının genişlemesi, reel işgücü maliyetinde artış, reel kurda fazla değerlendirme (yerli paranın yabancı paralar karşısında değerinin artması, diğer bir deyişle dövizin ucuzlaması), kısa vadeli dış yükümlülüklerin hızla büyümesi, özellikle 1993' de cari dış açığa patlama, finansal kriz için yeterli koşulları yaratmıştır. Toplam dış borç stoku 1989' da yaklaşık 42 milyar dolardan 1993' de 67 milyara yükselmiştir. Aynı dönemde, kısa vadeli dış borç stoku 6 milyar dolardan 18.5 milyar düzeyine gelmiş, ancak Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1992-93' de 6 milyar dolar seviyelerinde kaldığı için mali yatırımcılara yeterli bir güvence oluşturmamıştır.

Kredi notunun düşürülmesi ve Hazine ihalelerinin iptali gibi olaylarla bozulan güven ortamında tetiklenen kriz sonucu, 1993' de 9 milyar dolara ulaşan net sermaye girişi 1994' de 4.2 milyar düzeyinde net sermaye çıkışına dönüşmüştür (DPT, 1997: 44). Yüksek oranlı devalüasyonlarla birlikte milli gelir 1994' de yüzde 6 dolaylarında daralırken, IMF destekli bir istikrar programı yürürlüğe konulmuştur.

Banka sisteminin görece hasarsız atlattığı bu krizden çıkış, kamu-dışı kesimlerin dış borçlanma olanaklarının geri dönmesiyle tahmin edilenden daha hızlı bir biçimde gerçekleşmiş ve 1995' te ekonomi yüzde 8 büyümüştür. 1995' in ikinci yarısında IMF istikrar programının koşullarına (özellikle, tarım sübvansiyonlarının ve para arzının sınırlanmasında) uyum gösterilemediğinden, bu programın uygulanmasından vazgeçilmiştir.

Ekonominin 2001 krizine sürüklenişinin arka planını anlamak için aşağıdaki alt bölümlerde daha spesifik değerlendirmeler yer almaktadır.

4.2. 1996-1999 Net Sermaye Girişi, Makroekonomi ve İç Borç Birikimi

1990' lı onyılın ikinci yarısında gerçekleşen makroekonomik gelişmeler, kamu finansmanı ve hızla büyüyen iç borçların mali sektör (özellikle ticari bankalar) üzerinde yarattığı baskılar bütünleşik bir tarzda değerlendirilirse, 2000' e girerken karşılaşılan sorunların özü daha iyi anlaşılabilir. Bu bağlamda önem kazanan göstergeler konularına göre sistematize edilerek Tablo 4.1' de sunulmaktadır.

1990' ların ikinci yarısında da genel ekonomik performans, ödemeler dengesi sermaye hesabındaki değişmelere, diğer bir deyişle net sermaye girişinin artmasına veya azalmasına bağımlı bir seyir izledi. Bu dönemde dış mali kaynak kullanımını ve etkilerini değerlendirirken, uluslararası mali konjonktür gözardı edilmemelidir.

1994/5 Meksika Krizinden sonra yükselen piyasalara yönelik sermaye akımlarının 1996-97 döneminde bir patlama yaptığı, 1997 sonlarında oluşan Doğu Asya Krizi ve özellikle 1998 Rusya Krizinden sonra aniden daraldığı ve bu piyasalarda sorunlar yarattığı (örneğin, kısa süreli 1999 Brezilya Krizi) bilinmektedir. IMF kaynaklı değerlendirmelere göre, 1995' den sonra yükselen piyasalarda mali yatırım yapan kurumların çoğalması ve yeni yatırımcıların yeterli bilgi temelinde analiz yapmadan bu piyasalara fırsatçı tavırlarla girip çıkması, fon akımlarındaki oynaklığı arttıran etmenlerden biri olmuştur (IMF, 2000: 14-16). Mali piyasalar arasındaki getiri ve risk farkları ve bu konudaki algılamalar, gelişmiş piyasalardaki konjonktüre de duyarlılık göstermiştir.

1996-97' nin olumlu dış mali koşulları Türkiye'ye de yansımış, cari işlemler açığından daha büyük miktarlarda net sermaye girişi sağlanmıştır. Mali sermaye girişlerini açıklayan başlıca iki değişken, dış piyasalarda faizlerin düşmesi ve Türkiye'nin mali yatırımcılara sunduğu arbitraj

fırsatlarıdır (Celasun, Oya vd., 1999: 12-13). Ayrıca, dış kredilere erişim gücü yüksek olan büyük ölçekli şirket sektörü de bu dönemde önemli miktarda dış kaynak kullanmıştır. Bu yıllarda komşu ülkelerle Türkiye arasında gerçekleşen bavul ticareti ve net hizmet ihracatındaki artışlar, ithalatta (kısmen Gümrük Birliğinin de etkisiyle) görülen patlamaya rağmen cari açığın sınırlı kalmasına neden olmuştur. Merkez Bankası döviz rezervlerinin artışı ile birlikte gerçekleşen parasal genişleme ve kredi stokundaki artışlar, yatırımların ve milli gelirin büyümesine katkıda bulunurken, enflasyon oranı da yükselmiştir.

Türkiye'nin Doğu Asya krizinin ilk şoklarından fazla etkilenmemesine karşın, 1998 Rusya krizinin yansıması olumsuz olmuştur. 1998 yılında net sermaye akımının negatife dönüşmesi, bavul ticaretinin gerilemesi, iç borçlanma faizlerinin yükselmesi ve maliye politikasının sıkılaştırılması sonucunda büyüme hızı düşmüştür. 1998' de IMF'nin de formel olarak izlemeyi kabul ettiği bir program açıklanmış, ancak kapsamlı bir uygulama gerçekleşmemiştir. 1999' da deprem şoku, dış kaynak kullanımının tekrar artmasına ve kamu faiz-dışı dengede açık verilmesine rağmen, ekonominin yüzde 6.1 küçülmesiyle sonuçlanmıştır (Tablo 4.1).

1996-99 döneminin makroekonomik politikalarının bütünlüğü ve etkinliği konusunda kesin yargılara ulaşmadan önce, kamu finansmanı ile Merkez Bankasının izlediği genel yaklaşımın başlıca unsurlarına dikkatli bakmak gerekmektedir.

1999 deprem yılı hariç tutulursa, bu dönemde kamu kesimi faiz-dışı dengesinde açık verilmemesine çalışıldığı gözlenmektedir. Ayrıca, borçlanma gereğinin finansman bileşimine bakılırsa, 1996-98' de kamu sektörünün net dış borç ödeyici konumda olduğu ve kamu dış borcunun milli gelire oranla azalma eğilimine girdiği görülmektedir (Tablo 4.1). Kamu borçlanma gereğinin iç borçla finansmanı, piyasa faizli nakit iç borç stokunun ve nominal faiz ödemelerinin hızlı artışı ile sonuçlanmaktadır. 1999 yılında kamunun

toplam borçlanma gereğinin milli gelirin yüzde 16' sına yakın bir seviyeye geldiği ve nakit iç borç stokunun geniş tanımlı (döviz tevdiat hesapları dahil) para arzına (M2Y) oranının yüzde 50' ye yükseldiği ve mali sistem üzerindeki baskıların arttığı görülmektedir.

Nakit iç borç stokunun finansmanına aracılık işlevini üstlenen ticari bankalarda biriken risklere dikkat çeken göstergeler incelendiğinde, ticari bankaların bilanço-içi döviz pozisyon açıklarının büyümesi, kur risklerinin arttığını ifade etmektedir. Kamu bankalarının döviz pozisyon açıkları görece az olduğundan, kur riski özel banka kesiminde daha yüksek düzeydedir. 1999' da altı aydan kısa vadeli mevduatın toplam mevduat içindeki payı yüzde 72 iken, ortalama vadesi 11.7 ay olan nakit iç borç stokunun toplam pasife oranı yüzde 30 olmuştur. (TCMB, 2001: 44). Bu veriler, yeterli ayrıntıda olmamakla birlikte, sistemde bir vade uyumsuzluğu sorunu olduğuna işaret etmektedir.

1996-99 döneminde hızlı bir büyüme gösteren nakit iç borcun büyük bir payının sabit nominal getirili cinsten olmasının pratik anlamı çok iyi bilinmesine rağmen, bu olgunun makroekonomik etkileri Türkiye'de yeterli ölçüde araştırılmamıştır. 1999 sonu itibariyle, sabit getirili araçların nakit iç borç stoku içindeki payı yüzde 75.8 düzeyindeydi (TCMB, 2002:43). Mali istikrarsızlığın var olduğu bir ortamda, devletin beklenmedik bir tarzda enflasyonu veya nominal kur ayarlamalarını hızlandırarak, daha önce ihraç ettiği sabit nominal getirili (iskontolu) araçların reel değerini düşürmesi olasılığı, az da olsa, her zaman gündemdedir (Calvo, 1988:647).

Enflasyonist bekleyişlerin yüksek ve resmen açıklanan politikalara güvenin (kredibilitenin) düşük olduğu bir ortamda, sabit getirili borçlanma senetlerinin nominal faizleri de gereğinden çok daha yüksek düzeylerde oluşabilmektedir. Kamu kesimi faiz-dışı dengesi veri olarak alınırsa, kredibilitenin yüksek olduğu bir ortamda borçlanma faizleri daha düşük düzeylerde oluşmaktadır. Diğer bir anlatımla, enflasyon bekleyişlerinin ve

kredibilitenin yüksekliği veya dūşüklüđü, ekonomiyi farklı dengelere sürükleyebilmektedir. Bu dengeler farklı bekleyişlere, risk primlerine ve reel faiz yüklerine yol açtığı için, sosyal refah (örneğin, büyüme, istihdam, sosyal harcamaların bütçe payı vb.) açısından ekonominin genel konumu iyi veya kötü olabilmektedir.

IMF tanımlı konsolide kamu sektörünün (Merkez Bankası dahil) netleştirilmiş reel faiz yükü 1999' da milli gelirin yüzde 10.4' ü düzeyinde gerçekleşmiştir (IMF, 2001: 36). 1998 sonundaki net kamu borç stokunun vade yapısı uzun ve efektif reel faiz oranı yüzde 8 olsaydı, 1999' da kamu sektörü reel faiz ödemelerinin milli gelir içindeki payı yüzde 3.7 dolayında gerçekleşebilirdi. IMF'nin reel faiz yükü hesabı doğruysa, aradaki fark (yüzde 6.7), 1999 yılı bütçe uygulamasında gerçekleşmiş savunma harcamalarının milli gelir içindeki payının (yüzde 3.6) iki katına yaklaşmıştır (Maliye, 2001: 31, 46).

2001 krizinden önce, kamu bankalarında biriken görev zararı stokları merkezi hükümetin borç stok verileri arasında yer almıyordu. Milli gelire oranla görev zararı stoku 1996'da yüzde 4.2' den 1999' da yüzde 13.2' ye yükseldi. Kamu bankalarının Hazine'den alacağı olarak muhasebeleştirilen ve bütçe transferleriyle yeterli ölçüde finanse edilmeyen görev zararı borçlarının "bu büyüklüğe ulaşması, sübvansiyonların çokluğundan değil, bu borçlara yer yer yıllık yüzde 300' ü bulan oranlarda faiz yürütülmesindedir" (Sayıştay, 2001: 126). Bu olgu, nakit açıkları hızla büyüyen kamu bankalarını çok büyük likidite riskleriyle karşı karşıya bırakmış ve bu riskler 2001 krizinde ağır bir toplumsal maliyetle realize olmuştur.

1996-99 döneminde para ve kur politikalarının kısa dönem ayrıntıları bu çalışmanın kapsamı dışındadır. Ancak, Tablo 4.1' de özetlenen makro göstergelerden saptanabilen iki ana eğilimi vurgulamakta yarar vardır. Birincisi, net sermaye girişlerinin cari işlemler dengesindeki açıklarından fazla olması, Merkez Bankasının brüt döviz rezervlerinin birikimi ile sonuçlanmış

ve bankaların döviz rezervlerinde önemli bir artış olmamıştır. Bu eğilim, 1990'ların ilk yarısında gözlenenenden farklı olup, Merkez Bankası'nın ani sermaye çıkışlarına (ve olası bir döviz krizine) karşı daha güçlü bir konuma gelmesini ve (IMF tanımlı) kamu net dış borcunun görece azalmasını sağlamıştır. Ancak, döviz rezervlerinin getirisi görece düşük olduğundan, bu yaklaşımın da bir fırsat maliyeti vardır. Ayrıca, döviz rezervlerinin hızla büyümesinden kaynaklanan likidite artışı (Hazinenin iç finansmanını zorlaştırmama kaygısıyla) yeterli ölçüde sterilize edilemediğinden, para arzının denetimi güçleşmiştir (Celasun, 2002).

Para ve kur politikasında ikinci ana eğilim, reel efektif kurun (yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin) özellikle TEFE (toptan eşya fiyatları endeksi) bazında korunmasına çalışılmasıdır. Ancak, TÜFE (tüketici fiyat endeksi) bazında reel kurun değerlendirilme trendi izlediği saptanmaktadır (TCMB, 2002a : 272). Reel kurun TÜFE ve TEFE'ye göre farklı seyri, dış ticarete konu olan malların görece fiyatının düşmesi (veya hizmet sektörü fiyatının artması) anlamına geldiğinden dış ticaret dengesinin olumsuz etkilendiği yönünde bir değerlendirme söz konusu olabilir.

1996-99 döneminde genel ekonomi politikalarının değişik boyutları topluca değerlendirildiğinde aşağıda özetlenen karakteristikler ön plana çıkmaktadır (Celasun, 2002):

- i) Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği bir ortamda "yönlendirilen esnek kur rejimi" ile reel kurda nispi bir istikrar sağlanmaya çalışılmış ve faizlerin belirlenmesi geniş ölçüde piyasalara bırakılmıştır. Kamu kesimi faiz-dışı dengede yeterli ölçüde fazla yaratılmadığı ve (1999 yılı hariç) kamu kesimi net dış borç ödeyici konuma geldiği için, iç borçlanma gereği hızla büyümüş ve yüksek faizli nakit iç borç stokunda hızlı bir artış gerçekleşmiştir. Kamu kesiminin doğrudan dış kaynak kullanımının negatife dönüşmesi durumunda kamu açıkları düşürülemediği takdirde, özel tasarruf

fazlasının büyümesi veya dış tasarrufların mali sistem aracılığı ile yerli paraya dönüştürülüp kamu iç borçlanmasına yönlendirilmesi gerekmektedir. Özel tasarruf fazlasındaki büyümenin, reel faiz oranında ve/veya enflasyon oranında artışla sağlanabileceğine dair ekonometrik bulgular bu bağlamda anlam kazanmaktadır (Celasun vd.,1993). 1997' den sonra büyüme hızında gözlenen gerilemelerin de etkisiyle, iç borç dinamiği özellikle 1999' da bozulmuş ve bütçenin reel faiz yükü çok yüksek düzeylere ulaşmıştır.

- ii) Ekonomide dolarlaşmanın hız kazandığı ve enflasyon beklentilerinin yüksek olduğu bir ortamda iç borçlanma gereğinin yükselmesi, borçlanma vadelerinin uzatılmasını zorlaştırmış ve mali sektör üzerindeki baskıları arttırmıştır. Bu koşullarda, para ve kur politikası mali piyasalarda görece bir istikrarı sağlamaya ve iç borçlanmayı kolaylaştıran bir ortamı sürdürmeye öncelik tanımıştır. Kabul etmek gerekir ki, bu yaklaşımla Türkiye, kamu maliyesindeki dengesizliklere rağmen, 1998- 99' da dış finansal krizlerin bulaşıcı etkisinden korunabilmiştir. Ancak, para arzının enflasyonist beklentileri onaylayan bir tarzda genişlemesi, beklentilerin katılaşmasıyla sonuçlanmıştır. Bu süreçte, ekonomik birimler fiyatlarını geçmiş enflasyona veya nominal dolar kuruna endeksleme alışkanlığı kazanmış ve enflasyon ataleti güçlenmiştir.
- iii) Kamu bankalarında büyük artış gösteren görev zararları stokları bu bankalarda likidite riskini arttırırken, nakit iç borçların finansmanını ve çevrilmesini sağlayan özel bankaların bilançolarında kur ve faiz riskleri birikmiştir. 1994 Krizinden sonra, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamındaki banka mevduatlarına sağlanan devlet güvencesi, bankacılık sektöründe ahlaki risk taşıyan davranışları teşvik etmiş ve (batık bankaların devralınması veya kurtarılması anlamında) devletin muhtemel mali yükümlülükleri yeterli saydamlık kazanmadan büyümüştür. Uzun bir süre gereği

duyulmasına ve gündemde olmasına rağmen, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) gecikmeli bir biçimde fiilen çalışmaya ancak 2000 Ağustos sonunda başlayabilmiştir. Devletin bütçe-dışında biriken mali riskleri ve yükümlülükleri krizden sonra realize edilip formel iç borca dönüşünce, bütçenin ağırlaşan faiz yükü devletin ekonomiyi yönlendirme kapasitesini bir süre felce uğratacaktır.



Tablo 4.1. Makroekonomik Göstergeler, 1996-2001

Makroekonomik göstergeler	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A. Yıllık artış (%)						
GSMH, reel	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,4
Enflasyon, TÜFE	79,8	99,1	69,7	68,8	39	68,5
Rezerv para	80	84,7	78,7	92,7	51,3	33,3
Para arzı (M2Y)	109,7	84	79,4	101,5	42,5	80,1
Yurtiçi krediler	110,7	113,5	55,8	52,7	62,6	24,8
B. GSMH' nin yüzdesi						
Toplam yatırımlar	24,6	25,2	23,7	23,7	24,7	16,4
Yurtiçi tasarruf	19,8	21,4	22,7	21,2	18,2	15,7
Dış kaynak	4,8	3,8	1	2,5	6,5	0,7
C. Endeks (1995=100)						
Reel kur (artış)						
TÜFE' ye göre	101,8	115,9	120,9	127,3	147,6	116,2
TEFE' ye göre	103,2	110,5	107,8	108,8	118,2	106,6
Reel işgücü maliyeti						
Kamu	78,5	101,7	102,3	139,3	168,4	145,3
Özel	105,2	110,2	128,5	148	168	
Memur	114,1	132,1	136,6	151,2	139,7	123,7
D. Milyar ABD doları						
Ödemeler dengesi						
Bavul ticareti	8,8	5,8	3,7	2,3	2,9	3
Dış ticaret dengesi	-10,6	-15,4	-14,2	-10	-22,4	-4,8
Cari denge	-2,4	-2,6	2	-1,4	-9,8	3,3
Net sermaye girişi	5,6	7	-0,8	4,9	9,6	-13,9
Net hata noksan	1,4	-1	-0,7	1,6	-2,8	-2,3
Rezerv hareketleri	-4,5	-3,4	-0,5	-5,2	3	12,9
Dış borç stoku	79,6	84,6	96,8	102,6	119	118,1
Kısa vadeli	17,3	17,7	20,8	22,9	28,3	20,1
Uzun vadeli	62,3	66,9	74	79,7	90,7	98
Döviz rezervleri						
TCMB	16,3	18,4	19,7	23,2	22,2	18,8
Bankalar	7,4	7,6	8,8	9,6	11	10,3
Uluslararası kuruluşlara	8,9	8,1	8	7,8	11,4	20,9
dış borç stoku						

Kaynak: DPT ve TCMB

4.3. Döviz Kuruna Dayalı 2000 Programı ve Kasım 2000 Krizi

Türkiye 1999 yılının sonuna doğru ekonomik açıdan son derecede karamsar bir görünüm içindeydi. Ekonomik büyüme % - 6.1 olmuş, yani ekonomi yüzde 6.1 oranında küçülmüş, enflasyon (TEFE) % 70'e ulaşmış, bütçe açıkları büyümüş ve taşınamaz noktaya gelmiş, Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı % 106'ya ulaşmıştı. Yaklaşık 30 yıldır iki haneli yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'nin bu yapısı artık sürdürülemez bir noktaya doğru hızla ilerlemeye yönelmişti. Bundan sonraki aşama hiper enflasyona geçiş aşaması olarak görünmeye başlamıştı.

Bölüm 4.1 ve 4.2' de sunulan değerlendirmeler, 2000 yılına girerken Türkiye'nin ödemeler dengesinin cari işlemler hesabında bir sorunu olmadığını, ancak kronik enflasyon sürecini kıramamış, kamu iç borç sorunu ağırlaşmış ve bankacılık sektörü kırılma noktasına ulaşmış bir ülke konumunda olduğunu açıkça göstermektedir. İç borç dinamiğinin ciddi bir bozulma eğilimine girmiş olması ve bunu düzeltmek için sıkı bir maliye politikası izlemenin yeterli olmayacağı kaygısından hareketle, güçlü bir dış mali destek sağlayarak kapsamlı bir istikrar programı uygulama düşüncesinin ekonomi yönetimince benimsenmiş olması kuvvetle muhtemeldir (Celasun, 2002:13).

1999 deprem şokundan sonra Türkiye'nin dış ilişkilerinde gözlenen olumlu gelişmeler ve AB aday üyelik perspektifi, ekonomik yapılanmada yeni bir sürecin başlatılması için de uygun bir ortam oluşturdu. Bu koşullar altında, Türkiye Aralık 1999'da IMF stand-by desteğiyle üç yıl süreli (2000-02) bir programı uygulamaya koyduğunu açıkladı (Hazine, 1999).

4.3.1. 2000-2002 Enflasyonu Düşürme Programının Ana Hatları

Enflasyonu Düşürme Programı olarak adlandırılan bu program (kısaca 2000 programı) döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan para ve kur politikasını çok sayıda yapısal düzenleme ve sıkı maliye politikası ile destekleyen bir çerçeve oluştuyordu.

Bu programın 3 temel ayağı vardı: (1) Bütçe ve bütçe dışındaki kamu kesiminde mali disiplinin sağlanması, (2) Önceden belirlenmiş bir sürünen sabit kur uygulamasıyla döviz kurlarının belirlenmesi, (3) Yapısal reformların yapılması ve özelleştirmenin hızlandırılması. Bu çerçevenin temel amacı enflasyonun düşürülmesi ve sürdürülebilir bir büyüme oranının sağlanması idi.

Bu çerçevede tasarlanan ve 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Direktörleri Kurulu'nca onaylanarak yürürlüğe giren Stand-By Anlaşması kapsamında kamuoyuna duyurulan Enflasyonu Düşürme Programı, 2002 yılı sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi amaçlamakta ve özellikle 1998 yılı son çeyreğinde başlayan ve 1999 yılında devam eden yüksek reel faizlerin etkisiyle hızla bozulan kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşmasını hedeflemekte idi. Yapısal reformlar ile bütçe dengesinin sürdürülebilirliğinin sağlanması ve istikrarlı bir büyüme ortamının yaratılması uzun dönemli amaçları oluşturmaktadır.

Makroekonomik hedefler:

Enflasyonu Düşürme Programının ilk ana unsuru sıkı maliye politikası ile faiz dışı bütçe fazlasında iyileşme kaydedilmesi, yapısal reformlar ile bu iyileşmenin kalıcı kılınması ve özelleştirmeye hız kazandırılmasıdır. Bu çerçevede, 1999 yılı sonunda GSMH'nin yüzde 2'si düzeyinde açık veren toplam kamu kesimi faiz dışı dengesinin 2000 yılında GSMH'nin yüzde 2.2 oranında fazla vermesi, 2001 ve 2002 yıllarında ise bu oranın yüzde 3.7'ye

yükselmesi öngörülmektedir. Depremle ilgili harcamalar hariç tutulduğunda öngörülen mali iyileşme önemli oranda artmaktadır. Kamu kesiminde öngörülen iyileşmenin kalıcı kılınması ise hedeflenen yapısal reformlara dayanmaktadır. Yapısal reformlar; kamu yönetimi ve şeffaflık, vergi reformu, sosyal güvenlik ve tarımsal destekleme, özelleştirme, sermaye piyasası ile bankacılık sisteminin denetimi ve gözetimi konularını içeren kapsamlı bir uygulamayı gerektirmektedir.

Uygulama takvimi önceden belirlenmiş yapısal reformlar, kamu mali kesiminde kurumsal ve yönetsel düzenlemeleri, vergi idaresini, tarım sektöründe kamu desteğini azaltacak önlemleri, sosyal güvenlik sistemini, özelleştirmeyi, sermaye piyasasını ve bankacılık sisteminin güçlendirilmesini kapsıyordu. 2000 yılında özelleştirmeden 7.6 milyar dolarlık (nakit) gelir beklentisi niyet mektubunda açıklandı. İç borç yönetiminin kurumsal altyapısını güçlendirmek için piyasa yapıcılığı (primary dealer) sisteminin getirilmesi programlandı.

Tablo 4.2. Temel Makro Ekonomik Hedefler

	2000	2001	2002
GSMH Büyüme Oranı	5,6	5,2	5,8
Enflasyon (TÜFE-Yıl Sonu % Değişim)	25,0	12,0	7,0
Enflasyon (TEFE-Yıl Sonu % Değişim)	20,0	10,0	5,0
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-1,8	-1,6	-1,5
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi/GSMH	2,2	3,7	3,7
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi (Özelleştirme hariç) /GSMH	3,7	-	-
Kamu Borç Stoku/GSMH	57,9	56,6	54,6

Kaynak: IMF Niyet Mektubu, 9 Aralık 1999.

Programın ikinci temel unsuru, hedeflenen enflasyona paralel yürütülen gelirler politikasıdır. Bu çerçevede, 2000 yılı için kamu kesimi maaş artışları ve asgari ücret artışları hedef enflasyon oranında ayarlanmış ve 2001 ve 2002 yıllarında bu uygulamanın devam etmesi öngörülmüştür. Diğer taraftan, tarımsal destekleme fiyatları enflasyon hedefi ile uyumlu olarak

belirlenmiştir. Programın üçüncü uygulama esasını, para ve döviz kuru politikalarının belirsizlikleri azaltarak ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırması oluşturmaktadır. Bu temel uygulamalar sonucunda, TÜFE enflasyon oranının 2000 yılında yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12, 2002 yılında ise tek haneli rakamlara düşmesi hedeflenmiştir. TEFE enflasyon oranının ise bu dönemler itibariyle, sırasıyla, yüzde 20, yüzde 10 ve yüzde 5 olması öngörülmüştür. Diğer taraftan, programda kararlı bir gidişat ile reel faizlerde düşüşün yaşanması ve ekonomik aktivitenin hızlanması, yapısal reformlar ile etkin kaynak kullanımının gerçekleşmesi ve potansiyel büyüme hızının yukarı çekilmesi beklenmektedir. Bu beklentiler doğrultusunda, 2000 yılında büyüme hızının yüzde 5,6 oranında gerçekleşmesi ve bu eğilimin diğer yıllarda da devam etmesi tahmin edilmiştir.

Maliye Politikası:

Programda maliye politikasının temel hedefi toplam kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSMH'ye oranını üç yıllık hedef dönem içerisinde yüzde 3,7'ye çıkarmaktır. 2000 yılında bu oranın yüzde 2,2 düzeyinde gerçekleşmesi öngörülmüştür. 2000 yılına ilişkin gerçekleştirmeler üç ayrı konsolide kamu sektörü açığı tanımı üzerinden belirlenen performans/gösterge hedef kriterleri çerçevesinde izlenmiştir. Özelleştirme gelirleri hariç toplam kamu sektörü faiz dışı fazlasının 2000 yılı sonu itibariyle 4,5 katrilyon TL'nin altına inmemesi, özelleştirme gelirleri dahil edildiğinde bu büyüklüğün 9,1 katrilyon TL düzeyinde gerçekleşmesi, ve 2000 yılı sonunda toplam kamu sektörü açığının 18,8 katrilyon TL düzeyini aşmaması öngörülmektedir.

Para ve Kur Politikaları:

2000-2002 döneminde uygulanacak olan döviz kuru politikası iki ana döneme ayrılmaktadır. İlk 18 aylık dönemde Merkez Bankası tarafından uygulanan kur politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlaması esasına dayanmıştır. 1 ABD Doları + 0,77 EURO olarak takip edilen kur

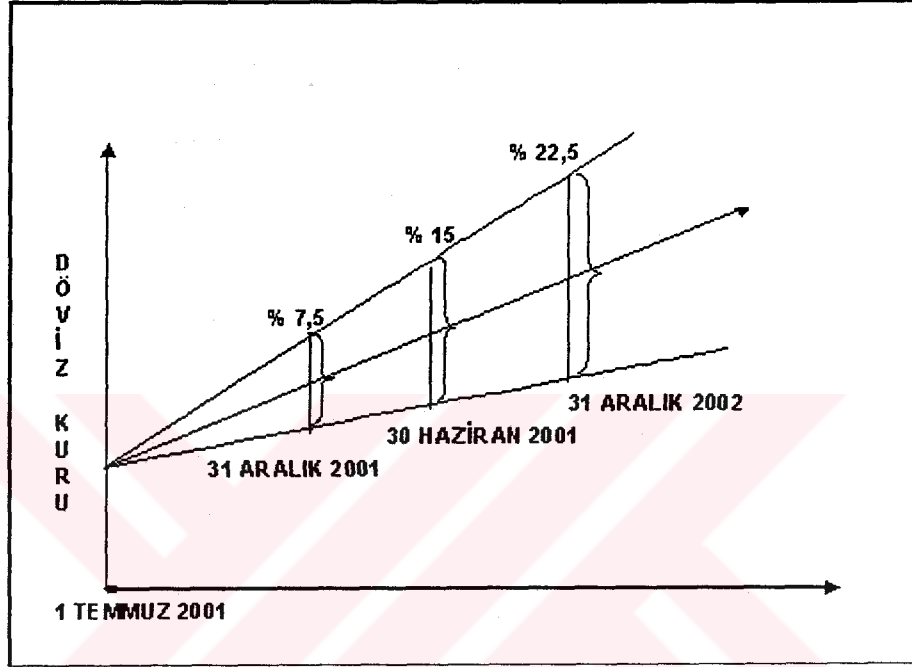
sepeti artış oranı günlük bazda bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Bu kapsamda, kur sepeti günlük artış oranları yıllık yüzde 20 oranında hedeflenen TEFE artış oranına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir. Çeyrekler itibariyle, Türk lirasının kur sepeti karşısındaki değer kaybının 2000 yılının ilk üç ayında aylık yüzde 2,1, ikinci üç ayında yüzde 1,7, üçüncü üç ayında yüzde 1,3 ve dördüncü üç ayında yüzde 1 olması öngörülmüştür. İlk dönem döviz kuru politikası uygulamasında, Merkez Bankası her üç aylık dönem sonunda, ilk 9 aylık dönem için ilan edilen sepet kur artış değerleri aynı kalmak koşuluyla ilave 3 ay için yeni hedef değerleri ilan etmiştir. Bu çerçevede ilan edilen kur artış değerleri 2001 yılı ilk üç ayı için aylık yüzde 0,9 olarak belirlenmiş, takip eden aylarda da bu oran yüzde 0.85 olarak ilan edilmiştir.

Döviz kuru politikasının ikinci alt dönemi olan Temmuz 2001–Aralık 2002 tarihleri arasında bu uygulamanın sona ereceği ve kademeli olarak genişleyen bant sistemine geçileceği önceden taahhüt edilmiştir. Bu uygulamada sepet kurun artış hızının belirlenen bant değeri içinde hareket etmesi sağlanacak, kurun bant değeri içindeki hareketlerine müdahale edilmeyecektir. Bant genişliği Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar kademeli olarak yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar yüzde 15'e ve Aralık 2002'ye kadar yüzde 22,5'e çıkarılacaktır.

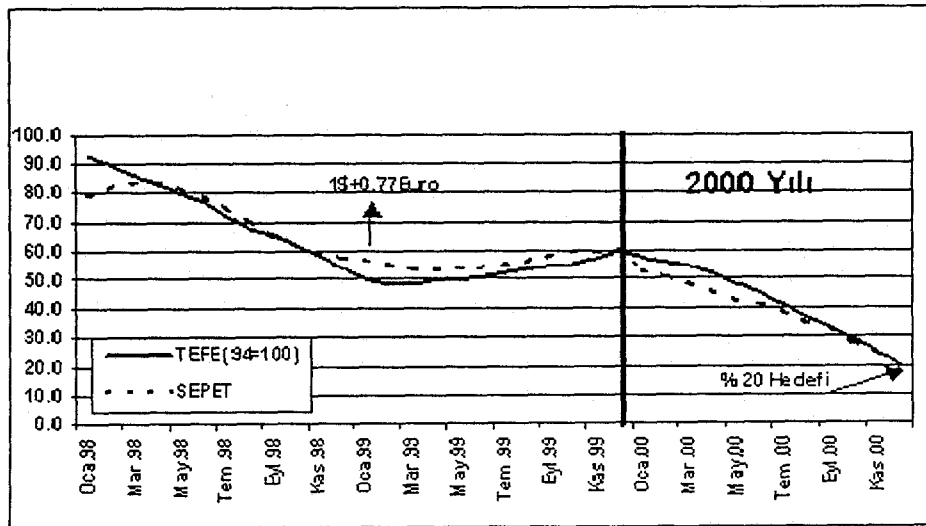
Sözkonusu kur politikasının likidite kontrolü üzerindeki yansıması ise Merkez Bankası'nın önceden açıkladığı fiyatlarla kendisine getirilen tüm döviz satın alması, diğer bir deyişle, piyasaya döviz karşılığı Türk lirası vermesidir. Bu çerçevede, Merkez Bankası bilanço kalemlerinden Net İç Varlıklar (NİV) kalemindeki dalgalanmanın azaltılması ve artışının kısıtlanması öngörülmektedir. NİV kalemi, dini bayram dönemleri hariç, performans kriteri olarak belirlenen maksimum değeri merkez alan ve bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün yüzde 5'i oranındaki alt ve üst limitler dahilinde değişebilecektir. Performans kriteri, NİV kaleminin

değerleme hesabı hariç tutulduğunda, her üç aylık dönem sonunda -1,2 katrilyon TL tutarında sabit kalması olarak belirlenmiştir.

Şekil 4.3. Temmuz 2001-Aralık 2002 Döneminde Uygulanacak olan Kademeli Band



Şekil 4.4. Toptan eşya fiyat endeksi ve kur sepeti (yıllık % değişim)



Kaynak: TCMB

Böylece, para tabanının net dış varlıklardaki (NDV) değişimle belirlenmesi ilkesi, para-kurulu benzeri bir yaklaşımla kabul edildi. Bu bağlamda, faiz politikası özerkliğinden formel olarak vazgeçiliyor ve faizlerin belirlenmesi, sermaye giriş çıkışlarına bağlı olarak piyasalara bırakılıyordu. Enflasyon dinamiği ile döviz kuru bağlantılarının güçlü olduğu bir ortamda döviz kuruna dayalı programların başarısı için kredibilitenin ön koşul olduğu literatürde vurgulanan bir husustur (Agenor/Montiel, 1999: 391- 396). Söz konusu kredibilitenin, IMF'nin desteği, sıkı maliye politikası ve yapısal reformlarla sağlanacağı umuluyordu. Kamu kesiminde maaşların ve fiyatların enflasyon hedefine göre belirlenmesi yöntemi ile kur çapasının desteklenmesi öngörüldü (Celasun, 2002:14).

Para politikası uygulamasına ilişkin izlenen diğer bir değişken Net Uluslararası Rezervler (NUR) kalemidir. Uygulamada, Merkez Bankası NUR kaleminin 2000 yılı ilk üç ayında 12 milyar ABD doları, ikinci ve üçüncü üç ayında 12,8 milyar ABD doları ve son üç ayında 13,5 milyar ABD doları alt limitlerinin üzerinde gerçekleşeceği performans kriteri/gösterge hedef olarak benimsenmiştir.

4.3.2. Kasım 2000 Krizi

Programın açıklanmasının yarattığı olumlu etkiler sonucunda 1999 yılında ortalama % 106'ya ulaşmış olan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı Ocak 2000'de % 37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da ulaşmış olduğu % 66.6'dan yüzde 34.1'e düştü.

Faizlerin seyri 2000 yılı boyunca şöyle oldu:

Tablo 4.3. 2000 Yılında Faiz Oranlarının Değişimi

Aylar	Hazine Yıllık Bileşik Faizi Ort.(%)	Yıllık Bileşik Aylık Ort. (%)	İnterbank Piyasası Gecelik Faizi
Ocak	37.0	34.1	
Şubat	40.7	49.2	
Mart	35.9	37.7	
Nisan	34.4	33.3	
Mayıs	36.0	41.3	
Haziran	39.8	42.0	
Temmuz	32.3	26.0	
Ağustos	33.1	37.6	
Eylül	33.6	46.2	
Ekim	38.0	38.3	
Kasım	39.2	79.5	
Yıllık Ortalama	36.4	38.6	

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve TCMB

Yüzde 106'lık bir ortalamadan yüzde 36.4'lük bir ortalamaaya, ilk aydan itibaren geçilmiş olması, enflasyonla mücadelede gerçekten de önemli sorunlar yarattı. Ertelenmiş tüketim istekleri hızla devreye girdi. Bankaların düşük faizlerle önerdikleri bireysel kredilerin de desteğiyle tasarruflar tüketime kaymağa başladı. Sonuçta talep canlı kaldığı için enflasyondaki düşüş beklenen hızda olmadı.

Bankalar Ekim ayının sonlarına doğru yıl sonu hesapları ve bilanço görünümü nedeniyle açık pozisyonlarını azaltmaya yöneldiler. Bu, likiditeye olan gereksinimi ve dolayısıyla faiz oranlarını bir miktar arttırdı. Bu gelişme bilinen bir durumdu. Çünkü bankalar her yıl aynı işlemi yapmaktadır.

Ekim ayı sonunda Türkiye ekonomisinin genel görünümü şöyleydi:

- Ekonomik büyüme % 6.5 - 7 aralığına doğru yol alıyordu. Böylece 1999 yılının % -6.1 oranındaki büyümesi, ya da daha doğru bir ifadeyle küçülmesi, tekrar büyümeye dönüşerek tedavi edilmiş bulunuyordu.
- Büyümenin altında yatan temel neden olan talep canlılığı hem iç piyasaya hem de dış piyasaya (ithalata) yönelikti.
- Talep canlılığına karşılık enflasyon % 69'dan % 40'ların altına inmişti. Enflasyondaki inişin daha hızlı olamamasının nedeni ise yine talebin, özellikle de bankalarca açılan bireysel krediler de desteklenerek canlılığını korumakta olmasıydı. Yukarıda da değindiğimiz gibi faizlerin beklenenden daha hızlı düşmesi, gelir akımlarından tasarrufa ayrılacak bölümün de tüketime kaydırılması sonucunu getirmiş, bu gelişme talebin artmasına ve dolayısıyla enflasyonda beklenenden daha yavaş bir inişe ortam yaratmıştı.
- Bütçe, faiz dışı fazlada tarihi bir rekora doğru koşuyordu. Yani artık bütçe açıklarının yarattığı enflasyonist baskı yavaş yavaş ortadan kalkıyordu.
- Yapısal düzenlemelerde gecikmeler olmasına karşın uzun yıllardır yapılamamış olan reformlar yürütülüyordu. Tarım kesimine yönelik reformda küçük fakat önemli adımlar atılmıştı. Bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılması çalışmaları sürüyordu.
- Özelleştirmede aksamalar ortaya çıkmasına karşın son 15 yılda yapılan özelleştirmelerden daha fazla gelir tek başına 2000 yılında elde edilmişti.

- En önemli sorun cari açığın, başlangıçta tahmin edilenin çok üzerinde bir noktaya, 8-10 milyar dolar aralığına doğru ilerlemekte olmasıydı. Buna karşın bu açığın bir tehlike doğurmayacağı kabul ediliyordu.

Dolayısıyla Kasım ayının başlarında ortada bir kriz yaratacak neden görünmüyordu. Yalnızca bankalar, yavaş yavaş açık pozisyon kapatmaya uğraşıyorlar ve yabancılar da yıl sonu hesaplarını kapatma çabası içinde döviz talebini arttırıyorlar, bu gelişme doğal olarak faizleri bir miktar yukarı tırmandırıyordu.

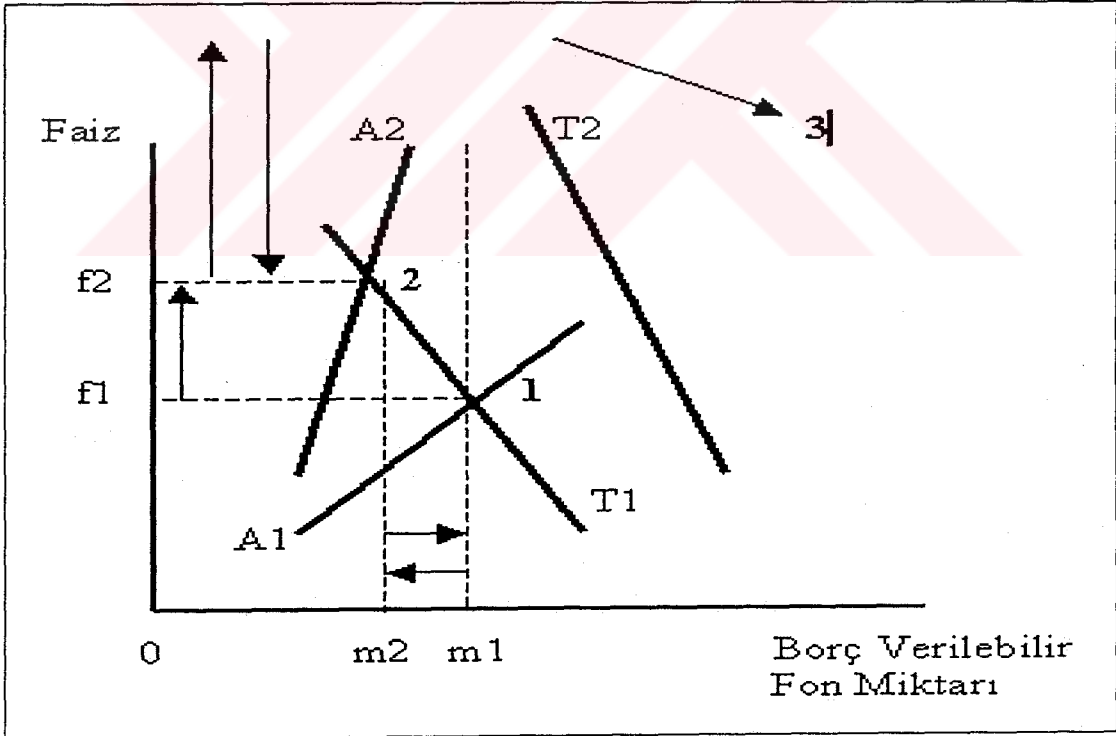
Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemeler birden hız kazanmaya başladı. Bu yeni gelişme, bankaları, açık pozisyonlarını kapatma yolunda çok daha hızlı ve ani davranışlar içine soktu. Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini daha fazla arttırmaya yöneldiler. Daha fazla likidite talebi ise doğal olarak faizlerin çok daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi sonucunu getirdi.

Faizlerde başlayan bu tırmanma yüksek miktarda Hazine kağıdı taşıyan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaları hızla sıkıntıya sokmağa başladı. Likidite sıkıntısı çeken ve ellerindeki Hazine kağıtlarını fonlamak zorunda olan bu bankalar büyük kayıplarla karşılaşmaya başladılar. Bu noktada bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) alınacağına ilişkin söylentilerin yayılması, bankaların birbirlerine olan kredi hatlarını iptal etmelerine ya da minimum düzeye düşürmelerine yol açtı. Bu gelişmenin yarattığı ek likidite daralması, bankaların daha yüksek faizle fon bulmaya razı olmaları sonucunu getirdi. Faizlerde ortaya çıkan hızlı yükselme Hazine kağıtları ikinci el piyasasında işlem hacminin hızla düşmesine neden oldu. Başlangıçta yıl sonu hesap işlemleri nedeniyle yavaş yavaş piyasadan çıkmaya yönelen yabancı yatırımcılar, gelişmelerin farklı bir boyuta kaydığını algılayarak döviz taleplerini arttırıp, ellerindeki Hazine kağıtlarını hızla satarak Türkiye'den çıkışlarını daha da hızlandırdılar. Bu eğilim faizleri daha da tırmandırdı. Faizlerin yükselmesi ve bu gelişimin hız kazanması bankaların

yurt dışında yarattıkları fonların dağılmaya başlamasına yol açtı. Bu fonların ortağı konumundaki yabancı bankalar paralarını alarak fonlardan çıkmaya başladılar. Bu durumda bu fonlardaki Hazine kağıtlarının fonlanması da yerli bankaların üzerine kaldı. Faizler daha da yükseldi.

Türk bankalarının, riskin tümünü üstlenerek, yurt dışındaki bir bankayla ortaklaşa yarattıkları fonlarla Türk Hazine kağıtları satın alınıyor ve kar paylaşılıyordu. Ancak risk Türk bankalarınca üstlenildiği için Hazine kağıtlarının faizlerinin yükselmesi karşısında, yabancı bankalar bu fonları bozarak paralarını istemeye başladılar. Bu durumda da Türk bankaları yabancıların parasını ödemek için ellerindeki fonlarla döviz talebine yöneldiler. Bu gelişme de piyasada likidite daralmasını besledi.

Şekil 4.5. Kasım 2000 Krizi-Öncesi ve Sonrası



Kaynak: M. EĞİLMEZ (2002), Ekonomi politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, s.269.

M. Eğilmez (2002:269) bu gelişmeleri bir şekil yardımıyla şu şekilde analiz etmiştir (Şekil 4.5):

Şekilde görüleceği gibi başlangıç dengesi 1 numaralı dengede T1 talep eğrisiyle A1 arz eğrisinin kesiştiği noktadaydı. Bu noktada faiz oranı f_1 ve borç verilip alınan fon miktarı m_1 idi.

Sonra piyasada yukarıda açıkladığımız nedenlerle bir fon arzı daralması ortaya çıktı. Bu durumda A1 arz eğrisi bu daralmayı gösterecek şekilde A2'ye kaydı. Bu kez piyasa dengesi A2 arz eğrisiyle T1 talep eğrisinin kesiştiği noktada oluştu (2 numaralı denge noktası). Bu noktada faiz oranı f_2 'ye çıkarken miktar da m_2 'ye geriledi. Ne var ki piyasa talebi halen aynı düzeyde sürüyordu. Yani talebin azalmasını gerektiren bir neden yoktu. Bu durumda bu kez talep eğrisi daha yüksek faizlere razı olan bir eğilim göstererek sağa doğru kaydı (T2). Bu durumda yeni talep eğrisinin (T2) yeni arz eğrisiyle (A2) kesişme noktası olan (3) numaralı nokta yeni denge noktasını oluşturdu. Bu yeni denge noktasında faiz çok daha yüksek bir noktaya (şekilde gösterilemiyor) yükselirken miktar başlangıçtaki noktaya dönmüş oldu. (Şekildeki gösterim çok daha karmaşık hale getirilmemek için üç aşamalı bir gelişmeye indirgenerek verilmiştir.)

Bir süre NİV hedefine kilitlenen ve piyasaya ek likidite vermemekte direnen Merkez Bankası bu noktada devreye girerek NİV hedefini aştı ve piyasaya ek likidite sundu. Ne var ki bu aşamada artık geç kalınmıştı ve piyasada en fazla likiditeye gereksinim duyan, elinde en fazla Hazine kağıdı bulunan büyük bir banka sıkıntıya düşmüştü. Üstelik Merkez Bankası sıkıntıya düşen bankaya, elindeki sıfır faizli parayı % 210 faizle vererek krizi çözümden uzaklaştırdı. IMF, Türkiye'ye 7.5 milyar dolarlık bir Ek Rezerv Kolaylığını gündeme soktu ve Merkez Bankası, piyasaya likidite vermeyi kesti. Söz konusu bankanın devreden çıkarılıp TMSF bünyesine alınmasıyla piyasada likidite talebi düştü.

Bu kez talepte ortaya çıkan düşüşle talep eğrisi yeniden T1'e döndü. Yeni piyasa dengesi, T1 talep eğrisinin A2 arz eğrisini kestiği noktada (2), f2 faiz oranı ve m2 fon miktarında oluştu. Yeni denge, Demirbank'ın piyasa dışına çıkmasının yarattığı etkiyle, başlangıca göre, daha az fon miktarının daha yüksek faizle alınıp satıldığı 2 numaralı denge noktasıdır.

Bu noktaya gelirken interbank piyasasındaki gecelik faizler Kasım ayında ortalama yüzde 72.4; Aralık ayında ise ortalama % 223.8 olmuştur. Repo piyasası gecelik faizlerini günlük bazda ele alırsak gelişimi daha yakından görme fırsatımız olabilir.

Tablo 4.4. Repo Faizi Gecelik Faizi (%)

Günler	Repo Piyasası Gecelik Faizi (%)
1 Kasım	44.4
10 Kasım	29.7
15 Kasım	91.8
22 Kasım	153.4
28 Kasım	199.5
1 Aralık	727.0
4 Aralık	1,275.2
15 Aralık	63.0

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Hazine, Aralık ayı içinde yaptığı ihaleyi, faiz oranını açıklamaksızın iptal etti. Ocak ayında yaptığı üç ihalenin ortalama yıllık bileşik faizi ise % 63.3 oldu.

Her önemli mali krizde olduğu gibi bu krizde de mali kesimde başlayan sarsıntı kısa süre sonra reel kesimi de derinden etkilemeye başladı. Piyasada ortaya çıkan faiz dalgalanmaları talep canlılığını birdenbire kesiverdi. Talepte

ortaya çıkan bu ani kasılma, reel kesimin satışlarının daralmasına ve dolayısıyla stoklarının hızla yükselmeye başlamasına yol açtı.

2000 sonlarında IMF'den sağlanan "ek rezerv kolaylığı" türünden bir destekle döviz rezervleri arttırılıp mali piyasalar kısmen sakinleştirildi. Gecelik basit faiz ortalaması Ocak 2001'de yüzde 43'e geriledi. Özel imalat sanayiinde kapasite kullanım oranı Ekim 2000'de yüzde 79.6'dan Ocak 2001'de yüzde 66.6'ya gerilemiş ve ekonomide durgunluk belirtileri ortaya çıkmıştı (DPT, 2002: 29). DPT'nin 2001 Programının makro çerçevesinde GSMH reel büyümesi yüzde 4.5 ve deflatör artışı yüzde 18 olarak öngörülmüş ve yeni bütçede harcamalar kısıtlanmıştı. Bu resmi belgelerde yıllık net sermaye girişinin 12 milyar dolara yakın bir düzeyde devam edeceği ve döviz kuru taahhütlerinin sürdürülebileceği varsayılıyordu (DPT, 2000: 16, 43). Ancak, dış mali yatırımcıların Türkiye'nin programına olan güvenleri sarsılmıştı (Uygur, 2001a: 22).

4.3.3. Şubat 2001 Krizi ve Yeni Program

Ekonomide bekleyişlerin olumsuzlaştığı bir ortamda, Hazinesinin yüklü bir iç borç itfasi öncesi 19 Şubat 2001'de beklenmedik siyasal gerginlikler yaşandı. Başbakan'ın devlet yönetiminde "kriz var" açıklamalarıyla mali piyasalarda panikle başlayan süreç, yerli parayı savunmak için gecelik faizlerin astronomik oranlara yükselmesine rağmen, yerleşiklerin yoğun döviz talebi nedeniyle Merkez Bankası'nın 20-21 Şubat'ta 5 milyar dolarlık döviz satışıyla sonuçlandı. Kamu bankalarının likidite ihtiyaçlarının karşılanamaması, ödemeler sistemini kilitleyecek boyutlara ulaşmıştı. Banka sisteminde büyük çöküşü önlemek için 22 Şubat'da Türk Lirasının yabancı para birimlerini karşısındaki değeri dalgalanmaya bırakıldı (TCMB, 2001 : 89).

Krizin getirdiği kredibilite kaybıyla, öngörülebilir kur rejimi seçeneği geçerliliğini yitirdi. Sermaye hareketlerinin kontrol edilmediği bir ortamda,

hem döviz kurunu ve hem de faizleri bir araç olarak kullanmak olanaklı değildir. Serbest dalgalı kur rejimine ani ve zorunlu geçiş ve ardından gelen yüksek oranlı devalüasyonlar, daha önce faiz şoklarıyla bilançoları hasar görmüş banka ve şirket sektörünü, özellikle açık döviz pozisyonları ile bu krize yakalanan ekonomik birimleri beklenmedik ölçülerde kötü dengelere sürüklemiş, özkaynaklar erimiş ve varlık değerleri düşmüştür.

Şubat 2001 krizinin ardından bankacılık sisteminin çöküşünü önlemek için yapılan düzenlemeler devletin mali yükümlülüklerini çok yüksek düzeylere sürükledi. Ödemeler dengesinin sermaye hesabında büyük net çıkışlar gerçekleşti. Reel ekonomi arz ve talep yönlü olumsuzlukların etkisiyle önemli oranda daraldı. Krizden çıkışın hızlı ve kolay olamayacağı görüşü yaygınlık kazandı.

Mayıs 2001'de açıklanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" Mayıs'ta imzalanan yeni IMF stand-by düzenlemesiyle ve Dünya Bankası kredileriyle desteklenmiş ve üretimdeki serbest düşüşü önleyememesine rağmen krizin denetim altına alınmasında etkili olmuştur (Hazine, 2001). Tüm güçlüklerine ve kimi olumsuz yönlerine karşın, serbest dalgalı kur rejimi piyasalarda aniden ortaya çıkabilecek bir paniklemenin para krizlerine dönüşmesini önleyebilecek bir sistemdir.

Bu programda öncelik tanınan bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi sürecinde enflasyonun kontrolden çıkmaması için kamu borç yükünün artışı tercih edilerek, parasal büyüklükler denetim altında tutuldu. M. Celasun (2002)' a göre, bu yaklaşım, dalgalı kur rejimi veri olarak alınırca, yerli paranın yabancı paralar karşısında çok daha büyük değer kaybını ve reel ücretlerin çöküşünü önlemiştir. Kamu maliyesinde faiz-dışı fazla hedefine ulaşılması ve IMF kredilerinin kullanımı, parasal hedeflerin aşılmamasına olanak sağlayan iki ana faktördür.

Programda öngörülen yasal düzenlemelerin çoğunun yapılması, krizden çıkış çabalarına güven sağlama açısından yardımcı oldu. Merkez Bankasına araç bağımsızlığı sağlayan ve fiyat istikrarını öncelikli hedef olarak belirleyen yeni yasal düzenleme, makroekonomik politikaların tasarım yöntemini değiştirecek yeni bir gelişmedir.

Banka sisteminin mali yapısının güçlendirilmesi üç kanaldan yürütüldü. Görev zararı stoklarını bilançolarından tasfiye etmek için, kamu bankalarına özel tertip DİBS verildi. Mali yükümlülüklerinin kapatılması ve özkaynakları ile döviz pozisyonlarının güçlendirilmesi için TMSF bünyesindeki bankalara özel tertip DİBS ve döviz cinsi senetler ihraç edildi. Özel sermayeli ticari bankalara yabancı para pozisyon açıklarının kapatılmasına katkıda bulunmak ve Hazinesin iç borçlanma vadesini uzatabilecek koşulları sağlamak için bu kesimle iç borç takası yapıldı (TCMB, 2002a: 45-50; DPT, 2001 : 89-92).

Banka sisteminin mali bünyesinin güçlendirilmesinin yanısıra, sistemin kurumsal yapısını ve denetimini etkinleştirecek yasal ve operasyonel düzenlemeler uygulamaya konuldu. Yeni yasal çerçevede kamu bankalarına görev verilmesi merkezi hükümet bütçesine ödenek konulması koşuluna bağlandı. Türkiye'nin ekonomi politikası için önem taşıyan bu değişim, bütçenin siyasal işlevinin ve saydamlığının artmasına katkıda bulunacak bir olgudur. Ancak, 2001 yılında kamu bankalarını yeniden yapılandırırken kredilendirme kapasitelerinin daraltılmış olması, krizden çıkışı zorlaştırmıştır.

Tahsili gecikmiş alacaklar, ekonomik aktivitenin daralması, yeniden yapılanma sürecine giren kamu bankalarının kredi arzını sınırlandırmaları ve Fon bankalarının aktiflerinin daha şeffaf hale gelmesi ve kredi arzının yavaşlaması nedeniyle hızla büyümüştür (Tablo 4.5 ve 4.6). Fon bankalarının alacaklarının kamu alacağı sayılması ve tahsilatın hızlandırılması yönündeki yaklaşım bankaların kredi politikasını olumsuz etkilemiştir. 2002 yılında uygulanan yeniden sermayelendirme yaklaşımı özel sermayeli bankaların sorunlu kredilerinin daha gerçekçi tanınmasını sağlamıştır. Fon'a

devredildikten sonra kapatılmasına karar verilen bankaların sorunlu kredileri verilere dahil edildiğinde bu oran çok daha yüksek bir düzeye ulaşmaktadır (TBB, 2002:12). Fona devredilen bankaların piyasadan çekilmesi, kamu bankalarının yeniden yapılandırma yaklaşımı ve risk yönetimi anlayışındaki değişiklikler kredi arzını etkilemiştir.

Tablo 4.5: Kredi arzı

%	Aralık 2000	Aralık 2001	Aralık 2002
Kredi stoku	100	100	100
TL	64	53	49
YP	36	47	51
Kamu bankaları kredileri	33	24	23
TL	26	17	18
YP	6	6	5
Özel banka kredileri	57	71	68
TL	34	36	30
YP	23	35	38
Kredi stoku/GSMH (%)	23	21	17

Tablo 4.6 : Mevduat banka grupları itibariyle kamu kağıtları ve krediler

%	Aralık 2000	Aralık 2001	Aralık 2002
Kamu kağıtları/T. mevduat	28	58	69
Kamu	14	124	83
Özel	15	35	52
Kredi+Tahsili Geciken Alacaklar/T. mevduat	52	37	36
Kamu	52	30	26
Özel	42	37	39

Kaynak: TBB (2002), Bankacılar Dergisi, s.11.

4.3.4. Türkiye'de Yaşanan Kasım ve Şubat Finansal Krizlerinin Nedenleri

Türkiye ekonomisinin 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşadığı şiddetli finansal krize yol açan nedenlerin başında şu beş faktörün yer aldığı söylenebilir :

- 1- Makroekonomik temeller,
- 2- Finansal kesim/ bankacılık kesiminin sorunları,
- 3- Döviz kuruna dayalı istikrar programının sorunları,
- 4- Sermaye hareketlerinin değişkenliği sorunu,
- 5- Politik istikrarsızlık.

1- Makroekonomik temeller

Türkiye 1999 sonunda bir istikrar programına başlarken, çok önemli ve kemikleşmiş olan makroekonomik ve yapısal sorunlarla işe başladı. Bunların başında kronik enflasyon sorunu olmakla birlikte, asıl sorun kamu kesimini finanse etmekte 1990' ların başından beri hızla içine sürüklendiği borçlanma kısır döngüsü geliyordu. Başlangıçta iç borçla finansman monetizasyon dışında mucizevi ve enflasyon yaratmayacak bir araç gibi görünse de, ekonomik ve politik belirsizliklerden dolayı giderek daha kısa vadeli ve daha yüksek faizli bir iç borçlanmaya dönüşen sürecin de enflasyonu besleyen olumsuz bir faktör olarak ortaya çıktığı görüldü. Bu kısır döngü 1990' ların ortalarında yaşanan 1994 krizinden sonra daha da belirginleşmeye başladı ve 1997' de daha da fazla hissedilmeye başladı. Türkiye, yüksek enflasyon yaşanan, aşırı borçlanma problemi olan ve istikrarlı olarak büyüyemeyen bir ülke durumuna geldi (Yay, 2002:51).

Yapılan bütün ekonometrik çalışmalarda döviz kuru ile enflasyon arasında paralel bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu anlamda devalüasyon fiyat istikrarı için büyük bir risk haline gelmektedir. Ulusal paranın yerleşikler tarafından kabul görmemesi, bankaları veya bireysel yatırımcıyı yabancı para ile borçlanmak zorunda bırakmıştır. Bilhassa Türkiye’de uzun vadeli yatırımları kısa vadeli borçlanıp finanse etme çabaları, döviz kurunun enflasyon üzerindeki riskini daha da artırmıştır. 2000 yılında uygulamaya konulan istikrar programından önce “yönetimli dalgalanma” adı verilen döviz kuru politikası uygulanmaktaydı. Bu döviz kuru politikası finansal krizleri absorbe etme yeteneğine sahip olmasına karşın, ülke içerisinde istikrarı sağlamada yetersiz kalmaktaydı. 2000 yılı istikrar programı ile beraber sabit (önceden belirlenen) döviz kuru politikası uygulanmaya başlandı. Döviz kuru programının çapası oldu. Kur çapası ile beraber hedeflenen faizler üzerindeki döviz kuru riskini ortadan kaldırıp, faiz oranlarında, kamu açıklarında ve enflasyonda önemli gerilemeler yaşanması hedefleniyordu (Eren vd., 2001).

1990 yılı sonrası fiyat istikrarının sağlanamamasının nedeni, geleceğe yönelik enflasyonist beklentilerdi ve bu beklentiler ancak bu yolla kırılabilirdi. Sabit döviz kuru politikasının en önemli avantajı, enflasyon beklentisini kırmadaki etkisidir. Bu etkiden dolayı döviz kurunun bir sepete bağlanarak, (1\$+0.77 Euro) bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanması esası benimsenmişti. Aslında sabit döviz kuru politikasının uygulanmak istenmesi mantıklı bir karardı. Uzlaşmaz üçlü gereği kalkınmasını sermaye hareketlerine dayandıran bir ülke, sabit döviz kurunu benimseyip, faizleri serbest bırakacak, bu da döviz kuru rizikosunu azaltıp içerideki bankaları veya şirketleri dış borçlanmaya teşvik edecekti.

Sabit döviz kurunun bu avantajına rağmen en önemli dezavantajı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi durumunda ithalatın ucuzlayıp ihracatın pahalılaşmasına ve cari açığın büyümesine neden olmasıdır. Diğer bir dezavantajı da Merkez Bankasının son borç para verme görevini yerine

getirme şansını ortadan kaldırmasıydı. Bu ulusal ekonominin spekülâtif döviz giriş-çıkışı karşısında hiçbir denetleme ve yönlendirme olanağı olmaması anlamına geliyordu. Çünkü TCMB, uyguladığı sabit döviz kuru nedeniyle ancak dış varlık karşılığında piyasaya para sürebildiği için, para arzı silahı elinden alınmış oluyordu. Yani Merkez Bankasının aktif bir para politikası uygulama şansı kalmıyordu (Eren vd.,2001).

Döviz kurunun sabitlenmesi, yatırımcıların yatırımlarını TL olarak değerlendirmesini kazançlı duruma getirdiği için, Döviz Tevdiat Hesabı(DTH)nda bir azalma olması beklentisi içerisine girilmesine neden olmuştur.

Ancak, Tablo 4.7' in ilk sütunundaki değerlerden de anlaşılacağı gibi, 2000 yılı boyunca DTH azalmamış, tersine belirli bir artış göstermiştir. Bu döviz kuru çapasının beklentileri kıramadığının açık bir göstergesidir.

Aynı şekilde TCMB döviz rezervleri de beklenildiği ölçüde artmamış ; 2000 yılına girerken 5.9 milyar Dolar olan net döviz pozisyonu, 17 Kasımda (kriz öncesinde) ancak 8.7 milyar Dolar düzeyine çıkabilmiştir. Bu iki değerlendirme döviz kuru çapasının kamu oyunda yeterince inandırıcı algılanmadığını göstermektedir. Hedeflenen döviz kurunun inandırıcı olmamasında başlıca iki etken rol oynamıştır (Eren vd., 2001) :

İlk olarak program uygulamasına aşırı değerlendirilen reel kur ile girilmiş ve yıl boyunca TL nin aşırı değerlendirilmesi devam etmiştir. Tablo 4.5' in ikinci sütununda 19 ülke parasına ve TÜFE değerlerine göre hesaplanan reel kur indeks değerleri verilmiştir. TCMB verilerine göre, Ocak 1999'da 100 olan indeks değeri 2000 yılı başında 128.5'a ulaşmıştır. Yani 1999 yılı boyunca reel kur % 28.5 oranında aşırı değerlendirilmiştir. Üstelik TL'nin 2000 yılı boyunca aşırı değerlendirilmeye devam ettiği görülmektedir. Bu gelişme ister istemez kamu oyunda her an için programdan vazgeçilerek devalüasyona gidileceği beklentisini pekiştirmiştir.

Tablo 4.7. Türkiye'de Kriz Döneminde Döviz Tevdiat Hesabında, Reel Döviz Kuru İndeksinde ve Ticari Bankaların Sendikasyon Kredileri Hacminde Gelişmeler

Aylar	Döviz Tevdiat Hesabı Stoku (Milyon TL)	Reel Döviz Kuru İndeksi 1999 =100	Sendikasyon Kredi Hacmi (milyon \$)
1999 Kasım	17.410.7	126.37	9.609
Aralık	18.420.6	127.29	9.861
2000 Ocak	19.342.8	128.50	12.609
Şubat	20.440.7	131.59	12.909
Mart	21.381.9	132.59	13.333
Nisan	22.202.8	132.93	13.521
Mayıs	23.523.2	135.67	13.412
Haziran	23.733.0	132.29	14.432
Temmuz	24.453.2	133.49	15.240
Ağustos	25.367.5	135.92	16.564
Eylül	26.345.3	139.02	16.245
Ekim	26.759.7	142.45	16.702
Kasım	26.702.3	146.50	16.900
Aralık	25.341.7	147.59	17.671
2001 Ocak	25.685.9	148.08	17.945
Şubat	30.341.3	138.40	19.245
Mart	34.296.4	110.51	16.117

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Hedeflenen döviz kurunun inandırıcı olmamasında diğer bir neden, Doların uluslararası platformda aşırı değer kazanması olmuştur. 1999 Ekim – 2000 Ekim ayları arasında, Doların Alman Markı karşısında bile % 35.5 değer kazanmasına karşılık, TL'nin Dolar karşısında ancak enflasyon ölçüsünde değer yitirmiş olması, programlanan hedeften vazgeçilerek, TL'nin her an için devalüe edileceği beklentisini güçlendirmiştir.

Reel kurun aşırı değerlenmesinin en olumsuz etkisi dış ticaret değerleri üzerinde olmaktadır. Nitekim 2000 yılı içinde ithalat büyük gelişme göstermiştir. 1999 yılında % 11 oranında azalan ithalatın, 2000 yılında % 32.7'lik artış göstererek, 54 milyar Doların üzerine çıktığı görülür. Buna karşılık ihracat ancak % 2.8 oranında arttığından, dış ticaret açığı çok büyük

oranda(% 92.4) bir artış göstermiştir. İthalatın 2000 yılında adeta patlama göstermesinde, faizlerin gerilemesinin de büyük etkisi olmuştur.

Dış ticareti açığının GSMH'ya oranı, 1999 yılı sonunda % 6.9 iken, 2000 yılı sonunda % 12.6'ya çıkarak kritik gösterge durumuna gelmiştir. Üstelik 2000 yılında cari işlem ve dış ödemeler dengeleri açıkları da rekor düzeye ulaşmıştır. İhracat değeri kadar dış ticaret açığı verilen, cari işlem açığının GSMH'ya oranı % 4.9'a ulaşan ve hatta dış ödemeler dengesinde bile açık yaşanan bu dönemde, ülke parasının aşırı değer kazanması yerine, aşırı değer yitirmesi gerekirdi. Sadece bu gelişme bile reel sektörün finans sektörüyle bağıını koparmaya yeterliydi.

2- Finansal kesim/ bankacılık kesiminin sorunları

Kasım ve Şubat krizleri aslında genel anlamda, zayıf bankacılık sisteminden ve sıcak paraya aşırı güvenmekten kaynaklanmıştır (Molpass vd., 2001). Bankacılık kesiminin kriz öncesi dönemde artan temel zayıflıkları şöyle sıralanabilir :

- Bankaların yapısal problemleri giderek artmış, etkin denetimden uzak ve bankacılık prensipleriyle bağdaşmayan yönetimler yaygınlaşmıştır.
- Borç temininde vadelerin kısalması, döviz borçlarının artmasına ve aktif-pasif kalemlerin vade uyumsuzluklarına neden olmuştur.
- Artan Konsolide Bütçe açıkları bankaların özel sektöre değil, kamu kesimine kredi veren kurumlar haline gelmesine yol açmıştır. Bilançoların aktifinde yer alan DİBS stokları artmıştır.
- Kredi vermede güvenilirlik ve geri dönebilirlik kriterlerinden uzaklaşıldığı için, bankaların geri dönmeyen kredileri artmıştır.

Sektörün yaşadığı krize yönelik yapılan bu tespitler, sektörün büyük ölçüde bilgi eksikliği ve yanlış algılanma altında (asymmetric information) altında çalıştığını göstermektedir.

Sistemi bu şekilde çalışmaya iten etmenlerin başında mevduatın tamamının sigorta kapsamında olması gelmektedir (Çolak, 2001:10). Çünkü böyle bir mevduat sistemi, bazı bankaları fon kaynak ediniminde yüksek faiz uygulamaya itmiştir. Yüksek faizin riskini bir anlamda TSMF üstlenmiştir. Uygulamanın bir uzantısı olarak ahlaki tehlike ortaya çıkmış ve bazı banka sahipleri kolaylıkla topladıkları mevduatla kendi şirketlerini finanse eden bir kredi sistemi geliştirmişlerdir. Bu ise bankacılık sektörünü bir "limon piyasası" na dönüştürmüştür diyebiliriz.

Faiz oranlarının yüksek olmasının altında yatan ikinci önemli etmen kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek olmasıdır. Bu iki faktörün birleşmesi ile sistem, yüksek faiz oranı ve aynı zamanda yüksek risk primi ile çalışmak zorunda kalmıştır.

Bankacılık sektöründe bankacılık ilkelerine uygun çalışmayan bankaların sistem dışına çıkarılamaması, varolan likidite, geri dönmeyen kredi, faiz ve döviz riskini her geçen gün artırmıştır. Sektörün Aralık 1999' a kadar denetimi ile görevli olan Hazine Müsteşarlığı ve bu tarihten sonra 4389 sayılı yasaya göre BDDK' nın başlangıçta müdahalede gösterdikleri yavaşlık, daha sonra aceleciliğe dönüşmüş, bu ise sektördeki panik havasını artırmıştır. Paniği önlemeye yönelik müdahaleler ise, sistemin yeniden yapılandırma maliyetlerinin artmasına neden olmuştur.

Bankacılık sektöründeki kriz sürecinde ilginç olan bir başka nokta da, TCMB' nin krizin derinleşmesini engelleyerek reeskont ve kanuni karşılıklar politikası gibi araçlara sahip olmasına karşın bunlara başvurmamasıdır. TCMB bununla da kalmamış, Şubat krizinde, T.C.Ziraat bankasının

disponibilite yükümlülükleri ile içinde bulunduğu likidite sıkışıklığını aşmak için istediği 1.8 katr. TL' lik krediyi vermeyerek adeta tetiği çekmiştir.

Bankacılık kesimi etkin bir denetime ve borçlanmada belirli sınırlanmalara tabi olmadığı için, bir çok banka, özellikle 1994 yılı sonrası kısa vadeli borçlanma politikası izlemeyi tercih etmiştir. Kısa vadeli borçlanma, bir yandan devletin iç borçlanma ihtiyacını karşılarken, diğer yandan da bankalara arbitraj olanağı ile kâr sağlamıştır. Ancak bu süreç bankacılık kesiminin açık pozisyonlarının artması ile sonuçlanmıştır.

Tablo 4.8' da görüldüğü gibi, 1999 yılında 10 Milyar Doları aşan bankaların net açık pozisyonları tutarı, 2000 yılının dokuz ayı sonunda 20 Milyar Dolara ulaşmıştır. Bu gelişme, Türk bankacılık sisteminin kriz öncesi dönemde ne kadar kırılgan ve hassas bir yapı kazandığını göstermektedir.

Tablo 4.8. Türkiye'de Bankaların Açık Pozisyonları (Milyar \$)

Aylar	
1998	-8.4
1999	-13.3
2000- I	-15.78
2000 -II	-18.18
2000- III	-20.00
2001-I	-12.16

Kaynak: TBB, TCMB

Kamu açıklarının bankacılık sektörü tarafından kapatılıyor olması nedeniyle, bankacılık sektörü etkin bir şekilde denetlenememiş, gerekli önlemler ve yasal düzenlemeler zamanında devreye sokulamamıştır. Bankacılık kesiminin açık pozisyonlarının artmasına karşılık, bu açık pozisyonlar sayesinde kamunun fonlanması, bu açığa göz yumulmasına yol açmıştır. Üstelik, teorik kısımda da belirtildiği gibi, dışarıdan borçlanma sonucu artan ahlaki tehlike' nin tedirginlik yaratmaması amacıyla, kısa vadeli yükümlülükleri devlet garanti altına almıştır. Bu da bankaları daha fazla borçlanmaya ve açık pozisyonlarını daha da artırmaya yönlendirmiştir.

1990-2000 yılları arasında faiz ve kur dalgalanmalarını azaltan, kurdaki artışı enflasyon oranı kadar tutan, aynı zamanda piyasaları gecelik fonlayan ve Hazine'nin rahat borçlanmasını sağlayan bir politika izlenmişti. Ancak bu politika bankaları faiz ve kur riski karşısında gerekli tedbirleri almaktan uzaklaştırmıştır. Hazine'nin iç borçlanmaya gitme zorunluluğu arttıkça, bankalar, kısa vadeli dış krediyi daha yüksek faizlerle almaya ve bunu risk primi ile beraber Hazineye aktarmaya devam etmişler. Aynı zamanda bu mekanizma bankaların, tasarruf-yatırım eşitliğini sağlama amacı yerine devlete borç verme amacına yönelik çalışmasına neden oluyordu. Bu mekanizmanın yarattığı avantaj nedeniyle, özel sermayeli ticaret bankası sayısı 1991 yılında 26 iken, 1999 yılında 35'e çıkmıştır.

Ancak kriz ortamında bu avantaj dezavantaja dönüşmüş ve krizin büyümesine neden olmuştur. Çünkü kriz, orta büyüklükteki bankaların düşen faizlere karşı kısa dönemli fonlar ile pozisyon almaları ile başlamış ve Kasım ayı ortasından itibaren faizlerin yükselmesine sebep olmuştur. Faizlerin artması bankaların bilançolarında riskli pozisyonda bulunan tahvillerin değerini düşürmeye başlamıştır. Bu tahviller kısa vadeli borç ile finanse edilmekteydi. Likidite sıkıntısı içine düşen bankalar hem bu sıkıntıyı atlatmak, hem de az zararla dönemi kapatmak amacıyla, ellerindeki devlet tahvillerini satmaya başladılar. Aynı olay piyasa yapımcıları tarafından gerçekleştirilince faizler iyice yükselmiştir. 20 Kasımdan itibaren bankaların likidite sıkışıklığına girdiği dedikodusu yayılmaya başladı. Likidite sıkışıklığı gecelik faizlerde çok belirgin bir baskıya neden oldu.

Tablo 4.9' da görüldüğü gibi gecelik faiz oranları 2000 Nisan ayında % 36 iken, 2000 Kasım ayından itibaren yükselerek % 79 a ulaşmış ve daha sonraki ayda % 200 e kadar çıkmıştır. Faizlerdeki en hızlı değişim 2000 yılı Kasım ayı sonlarında yaşanmıştır. Bu ayın ilk yarısında O/N faiz oranları % 30 – 50 bandında iken, ayın 15'inde % 80, ayın 22'sinde % 110 olmuştur. Aynı ayın 28'inde % 184 olan bu oran, 30 Kasım'da % 316'ya yükselmiştir.

Tablo 4.9. Türkiye'de Kriz Öncesi ve Sonrası, Gecelik İşlemlere Uygulanan Basit Faiz Oranları (Ağırlıklı Ort.)

AYLAR	O/N Faiz Oranları %
2000 Nisan	36.16
Mayıs	41.28
Haziran	42.00
Ağustos	37.57
Eylül	46.20
Ekim	31.41
Kasım	79.45
Aralık	198.95
2001 Ocak	42.16
Şubat	435.99
Mart	81.88
Nisan	80.64

Kaynak: TCMB

Tablo 4.7' in ilk ve son sütunlarında kriz öncesi ve krizin yoğun olarak yaşandığı aylarda bankaların temin ettikleri döviz tevdiat hesaplarıyla sendikasyon kredilerinin gelişimi verilmiştir. Dövizle bağlı her iki kaynağın da, özellikle 2000 yılı boyunca sürekli artış gösterdiği anlaşılmaktadır. Bu artış hem likidite açısından bankaları zorlamış hem de vadeleri kısaltarak ikinci bir riske sokmuştur. Bu risk sonuçta krizde bir etken haline gelmiştir. Üstelik artan bu kredilerin büyük çoğunluğu, kısa vadeli nitelikte olmuştur. Sendikasyon kredilerinin daha çok kısa vadeli olarak temin edildiği Tablo 4.10' dan anlaşılmaktadır.

Tablo 4.10. Ticari Bankalarının Kısa Vadeli Borç Stoku (Milyon \$)

AYLAR	MİKTAR
1998	11.150
1999	13.172
2000	16.900
2001-Ocak	19.279
2001-Şubat	10.076

Kaynak: TCMB.

Türk bankacılık sektörünün kırılğan yapısı krizlere hassas bir yapı ortaya çıkardı. Bu kırılğan yapı yatırımcılarda güvenin kaybolmasına neden oldu. Bunlara artan rekabet ve kötü yönetim koşulları eklenince, küçük bankalar faizlere karşı çok hassas duruma geldi. Tüketici kredilerinde risk ihmal edildi. Bankaların vade uyumsuzlukları arttı.

1990 yılından sonra kamunun artan faiz ödemelerinin kaynak transferi olduğu herkes tarafından kabul edilmektedir. 2000 yılıyla beraber bu kaynak transferinin kapanma yoluna girmesi, faaliyet dışı kârlarıyla ayakta kalan banka ve firmaları zor duruma sokmuştur.

3- Döviz kuruna dayalı istikrar programının sorunları

Türkiye'nin IMF ile anlaşarak, 1999 yılı sonunda 2000-2002 yılları için uygulamaya koyduğu dezenflasyon programının da bazı aksaklıklar içermesi, Kasım ve Şubat krizlerine katkıda bulunmuştur.

Programın içerdiği zaafılar kısaca şöyle özetlenebilir :

- Programın uygulanmasına aşırı değerlenen reel kur düzeyi ile başlanmış olması ve reel kurun aşırı değerlenmeye devam etmesi.
- Faizlerin hızla düşürülmesi. Faizlerin düşmesiyle birlikte özellikle tüketim amaçlı talepte ortaya çıkan hız gelişmesinin yarattığı ithalat baskısının cari işlem dengesinde olumsuz etki yaratması.
- Döviz kuru çapasından başka parasal çapanın benimsenmemiş olması. Daha doğrusu, 1999 yılı sonlarından başlayarak, çapa olarak belirlenen Doların uluslararası platformda önemli düzeyde değer kazanabileceğinin hesaba katılmamış olması.

– Konsolide Gelirler politikasındaki zayıflık : Programın iyi bir gelirler politikası içermemesi de toplumsal uzlaşmanın sağlanamamasına yol açmış, bu da enflasyonda beklenen düşmenin gerçekleşmemesine neden olarak reel kurun aşırı değerlenmesine katkıda bulunmuştur. Uygulanan gelirler politikası, tüketim eğilimi yüksek rantiyer kesim lehine olduğu için ithalatı artırıcı etki yapmış ; faizlerin düşmesi, ertelenen tüketim harcamalarını artırarak bu etkiyi artırmıştır. Toplu iş sözleşmesi hakkı olanlar reel gelirlerini artırabildikleri halde, diğer kesim gelir kaybına uğramıştır. Bu bağlamda kiraların dondurulması kararı da etkili bir biçimde uygulanamamıştır.

– Programın açıklanmasından önce spekülasyon bir canlanmanın yaşandığı İMKB’de , Şubat ayında yabancı yatırımcıların kar realizasyonuna giderek Türkiye dışına çıkmaları sonucu bir düşüş yaşanmıştır. Enflasyonu düşürmek amacı ile uygulamaya konulan kur çipası, kurdaki artışları da sınırlaması nedeniyle döviz, faiz ve borsanın yatırım aracı olarak çekiciliğini kaybetmesine neden olmuş, bunun sonucu olarak da tüketim eğilimi daha da artmıştır (Ongun, 2001).

Programın uygulama sürecinde ortaya çıkan bu gelişmeler, gerçekleşen enflasyon oranlarının programın öngördüğü rakamların üstünde çıkmasına neden olmuş, bu bağlamda enflasyonun direnç göstermesi uygulanan “çipa” nın başarısız olmasında çok önemli bir rol oynamıştır (Ongun, 2001).

Yaşanan finansal krizin temellerini uygulamakta olan programın, “döviz kuruna dayalı anti-enflasyonist politika” hedefinden aldığı çok açık olduğunun görüldüğü ve geçmiş uygulamalardan bilindiği halde, IMF yetkilileri kasım krizinin, uygulamakta olan programdan bağımsız olduğu yönünde çaba göstermektedir. Döviz kuruna dayalı anti-enflasyonist politikaları, fiyat istikrarı-finansal kriz olasılıkları arasında seyreden özellikler taşıdığı, nominal

kur ve enflasyon hedefini tutturmanın mümkün, ancak bunun reel maliyetinin orta dönemde çok ağır olacağı bilinmekteydi.

4- Sermaye hareketlerinin değişkenliği sorunu

Türkiye'de 1990'lı yıllarda sıcak para hareketlerine dayalı bir politika uygulanarak, cari işlem dengesinde ortaya çıkan açıklar, genelde kısa vadeli sermaye hareketleri sayesinde kapatılmaya çalışılmıştır. 1990 yılı sonrası, 1991 ve 1998 yılları dışında cari işlem açığı yaşandığı halde, sermaye hareketlerinin pozitif olması sayesinde, 1991 ve 2000 yılları dışında dış ödemeler dengesinde hep fazlalık elde edilmiştir. Bu fazlalıklar da zaman içinde reel kurun aşırı değerlenmesine katkıda bulunmuştur.

Burada sıcak para mekanizmasını kısaca açıklamakta yarar vardır. Bu mekanizmanın üç ayağı bulunmaktadır : Faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kuru artış oranı. Döviz kurundaki artış oranını enflasyon oranının altında tutulduğu dönemlerde TL (reel kur) aşırı değerlenmektedir. TL aşırı değerlenmese bile, enflasyon oranı ile devalüasyon oranı genelde birbirine yakın seyretmektedir. Döviz kurundaki artışlar, genelde enflasyon oranı düzeyinde veya onun altında kaldığı halde, DİBS faiz oranları 1994 yılı Ocak ayından sonra hep üç rakamlı olmuştur. Üstelik 1996 yılı Ocak ayında DİBS faiz oranı % 200 ü aşmıştır.

DİBS faiz oranlarının 1992 ve 1993 yıllarında düşürülme çabalarının başarısız kalması, 1994 yılından sonra ise hep yüksek oranda seyretmesi, kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) nin finansmanında iç borçlanma yönteminin zorunlu olarak ön plâna çıkmasının bir sonucudur. 1990 yılı ve öncesi borçlanmada en fazla başvurulan yöntem, konsolide borçlar diye adlandırılan ve sosyal güvenlik kurumlarının biriken fonlarından temin edilen kaynaklar olmuştur. Bu kaynağın faiz yükü fazla olmadığı için, Konsolide Bütçe içinde borç faiz ödemelerinin payı oldukça düşüktü. 1991 yılı ve

sonrası IMF'nin desteğinin kaybedilerek, dış borçlanma olanağının kalmaması nedeniyle, Hazine, faiz yükü fazla olan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) aracılığıyla kaynak sağlamıştır. Buna bağlı olarak borç faiz ödemelerinin artması sonucu, KKBG ve DİBS kaynağına bağımlılık giderek artmıştır. Hatta öyle ki, çoğu zaman uzun vadeli borçlanmayı sağlayan devlet tahvili çıkarımı yerine, kısa vadeli hazine bonosu ile borçlanma zorunda kalmıştır. Bu nedenle DİBS ortalama bileşik faizi, 1996-2000 yılları arasında sürekli olarak % 100'ün üzerinde seyretmiştir.

Döviz kurunda yıllık artış oranı enflasyon oranı düzeyinde gerçekleşirken, DİBS faiz oranlarının % 100 ün çok üzerinde olması, TL ye dönüşüp DİBS'e yatırılan kaynağa % 100 e varan getiri elde etme şansı yaratmıştır. Örneğin 1996 Ocak ayında elindeki Doları bozdurup DİBS'e yatıranlar yıllık % 100 getiri sağlayabilmişlerdir. Doların net getirisi tarafımızdan her ayın sonu itibariyle hesaplandığı halde, özet bir tablo sunabilmek için yıllık ortalama değerler Tablo 4.11' de verilmiştir.

Tablo 4.11. Türkiye'de Doların DİBS Faizine Göre Reel Getirisindeki Gelişmeler (Yıllık Artış Oranı %)

	DİBS Ort Bil. Faiz	Ort.Yıl. TEFE	Dolar Değer Artış Oranı	DİBS reel Getirisi*
1990	52.9	58.4	23.0	24.3
1991	79.0	52.5	58.9	13.5
1992	85.8	60.6	65.8	12.5
1993	87.6	58.4	59.5	17.8
1994	161.3	86.8	168.4	-1.8
1995	124.5	115.9	63.5	42.8
1996	134.6	73.1	76.5	34.4
1997	127.8	79.2	86.2	22.4
1998	122.3	81.6	74.1	28.9
1999	110.1	56.9	59.8	26.4
2000	37.9	57.0	51.1	-10.8

*Dolar kurunun yıllık artış oranına göre hesaplanmıştır.

Kaynak : TCMB

Tabloya dikkat edilirse, 1994 yılından sonra, 2000 yılına kadar DİBS faiz oranlarının Dolar kurundaki artış oranından (ortalama olarak) daha büyük olduğu ; bu nedenle bu dönemde TL'ye dönüşüp DİBS'e yatırılan Doların yıllık reel getirisinin oldukça yüksek olduğu görülür.

Ancak bu durum 2000 yılında tersine dönmüştür. 2000 yılına girerken Doların yıl sonuna kadar % 25 değer kazanması öngörüldüğü ve yıl sonunda bu hedefe ulaşıldığı halde, ilk aylarda Doların yıllık değer artışı henüz % 60'ların üzerinde idi. Üstelik 2000 yılında Doların uluslararası platformda başta Alman Markı ve Japon yeni olmak üzere bütün yabancı paralara karşı değeri artmıştı. Buna karşılık 1999 yılının son aylarında çıkarılan DİBS'lerin ortalama bileşik faizi % 40'ın altına inmişti. Böylece Doların reel getirisi, Tablo 4.9' da görüldüğü gibi, 2000 yılı boyunca sürekli negatif olmuştur.

2000 yılı içinde Doların reel getirisinin negatif olması, sadece sıcak para akımını tersine çevirmemiş, aynı zamanda ülkemizdeki mevcut birikimin büyük ölçüde döviz tevdiat hesabına kanalize olmasına yol açmıştır. Kriz öncesi 9.9 milyar Dolarlık bir sermaye girişi olmuş, ancak kriz sırasında 13.5 milyar Dolar bir sermaye çıkışı yaşanmıştır. Buna hiçbir ekonominin dayanacak gücü olamazdı.

Finansal krizlerle ilgili diğer bir ön göstergenin kısa vadeli dış borçların döviz rezervine oranı olduğu daha önce belirtilmişti. Tablo 4.12' de kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz rezervine oranları, üçer aylık dönemler itibariyle verilmektedir.

Tablo 4.12. Türkiye'de Kısa Vadeli Dış Borç/Döviz Rezervi Oranlarındaki Gelişmeler

AYLAR	ORAN
1999-IV	1.01
2000-I	1.08
2000-II	1.02
2000-III	1.10
2000-IV	1.45

Kaynak: TCMB

Uluslararası finans çevrelerince, kısa vadeli dış borcun döviz rezervine oranının 0.60 olması kritik bir nokta olarak görüldüğü halde, Türkiye'nin bu oranın çok üstünde değerlere sahip olduğu tablodan anlaşılmaktadır. Bu değerler bile kriz öncesi kırılğan yapıyı ortaya koymaktadır.

2000-01 döneminin ödemeler dengesi verilerinde küçük bir ayrıntı gibi görünen "net hata/noksan" kalemi aslında önemli bir olguya işaret etmektedir. (Boratav, 2001). Bu kalem, 2000'de 2.8 milyar dolar ve 2001 yılında (geçici tahminlere göre) 2.3 milyar olmak üzere 2000-01 döneminde toplam 5.1 milyar dolar açık vermiştir. Bu olgu, yerleşiklerin kayıtlı ödemeler sisteminde belirlenemeyen kanallardan çeşitli yöntemler kullanarak yurtdışına 2000-01'de fiilen 5 milyar dolaylarında net sermaye transferi yaptığı şeklinde yorumlanabilir. Bu kalem de dikkate alınırsa, 2001 yılında yurtdışına toplam 16.2 milyar dolarlık net sermaye çıkışı olduğu anlaşılmaktadır. 2000 yılı fiyatlarıyla, GSMH'sı 202 milyar dolar olan bir ekonomiden bu ölçekte sermaye çıkışının derin sarsıntılar yaratması kaçınılmazdır (Celasun, 2002).

M. Celasun' a göre, 2001 yılında (net hata/noksan kalemi dahil) 16.2 milyar dolarlık sermaye çıkışı, 3.3 milyar dolar düzeyinde cari işlemler fazlası ve 12.9 milyarlık rezerv kullanımı ile dengelenmiştir. Buna karşın, uluslararası kuruluşlardan sağlanan kredilerin rezervleri güçlendirmesi sayesinde, Merkez Bankasının brüt döviz rezervlerinde azalışın 3.4 milyar dolarla sınırlı kaldığı görülüyor. Söz konusu (IMF ağırlıklı) uluslararası dış destek gerçekleşmeseydi, döviz rezervlerinin erimesiyle birlikte, iç borç sorununa dış borç bunalımı da eklenmiş olabilirdi.

Resmi dış destek kanalından sağlanan kredilerin Hazine'nin iç finansmanında kullanılmasıyla genişleyen likidite, Merkez Bankası'nın döviz satışlarıyla geri çekilmiş ve para tabanındaki genişleme sınırlı kalmıştır. Enflasyonun daha yüksek bir platoda patlamaması ve kamu borcunun çevrilebilmesinin sağlanması bu bağlamda yorumlanmalıdır. Ancak, dış borç

servisinin yeni sorunlara yol açmaması açısından, iç borcun birkaç yıl daha dış borçla ikame edilmesi de riskli ve sakıncalıdır (Celasun, 2002:19-20).

Özetlemek gerekirse ; Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllar ile beraber sermaye hareketlerine bağlı bir ülke haline gelmiştir. Gerekli makro ekonomik şartları sağlamadan uluslararası finansal sermayeye açılmak, ülkeye yaradan çok zarar getirmiştir. Sermaye hareketleriyle büyüme, sermaye hareketleri ile ödemeler bilançosu arasında sıkı bir ilişki doğmasına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin olumlu olduğu dönemde finansal piyasalar her şeyin yolunda gittiğini düşünürlerse dış ödemeler dengesinde fazlalık elde edilir. Bununla birlikte kötü haberler yayılmaya başladıkça sermaye hareketi tersine dönerek, ödemeler dengesi kötüleşmeye başlar. Piyasalar çok fazla kredinin ülkeye tahsis edildiğini düşünerek, kredilerini geri çekmeye başlar. Böylece kriz ortaya çıkar. Türkiye'de de 1990'lı yıllar boyunca bu şekilde olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerine dayanan büyüme, üretimden değil para üzerinden para kazanmak zihniyeti ile sağlandığı için, yatırımlar üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Büyüme yatırımlara değil kısa vadeli sermayeye dayanmıştır. Bu balon büyüme her iki üç yılda bir patlamış ve ekonomik büyümede negatif değerler yaşanmıştır. Sermaye girişlerinin yarattığı savurganlık, hem kamu açığının hem de cari işlemler açığının artmasına neden olmuştur.

5- Politik istikrarsızlık

Aslında 1999 seçimleri sonrasında kurulan ve oldukça farklı politik/ekonomik görüşleri içinde barındıran üçlü koalisyon hükümeti, böylesine zor ve riskli bir programı devreye sokma konusunda başlangıçta ortak bir irade göstermiştir. Ancak, yapısal reformların yasal ve uygulamaya dönük takvimi işlerken ortaya çıkan itiraz ve engellemelerin daha sonra programın işleyişini zaafiyete uğrattığı görülmüştür. Politik bir süreç içerisinde kamu bankalarının/kurumlarının özelleştirilmesi, tarımda reform gibi yapısal düzenlemelerin bir koalisyon hükümeti tarafından gerçekleştirilmesinin çok güç olduğu ortaya

çıkmiştir. İkincisi, böyle zorlu ve riskli olan program resmi kanallardan halka yeterince anlatılmamış, halkın desteği alınmamıştır. Programın hükümet içinde bir sahibinin olmaması bir eleştiri konusu olmuştur. Son olarak, Cumhurbaşkanı ve başbakan arasındaki tartışma ise tetiği çekmiştir.

Asya, Brezilya ve Rusya krizlerinde olduğu gibi, Türkiye'de de finansal kriz tek nedenden kaynaklanmamıştır. İşin en acı yanı da finansal krizin yarattığı belirsizlik ortamı ekonomik krizin de ağırlaşarak Türkiye Ekonomisinin gündemine oturmasına yol açmasıdır. Bu çalışmada ekonomik (reel) kriz ile ilgili herhangi bir bilgiye yer verilmemekle birlikte, boyutlarının daha ağır olduğu bilinmektedir. Üretimde ve istihdamda yaşanan gerilemenin yarattığı olumsuz tablonun giderilmesi için, devletin kamu harcamalarını ve dolayısıyla piyasaları tetiklemesi gerekmektedir. Oysa içinde bulunulan ortamda kamu otoritelerinin bunu başarması mümkün görülmemektedir. Finansal krizi bir şekilde atlatan Türkiye'nin uluslararası finans çevrelerince kriz beklentisi olan bir ülke olarak algılanması da herhalde bu yüzdendir.

4.4. Türkiye' de Yaşanan Finansal Krizin Diğer Ülke Deneyimleri ile Karşılaştırılması

Türkiye'nin 2001 krizinin 1990'larda dünyanın başka bölgelerinde karşılaşılan finansal krizlerden farklı yönleri daha iyi anlaşılabilirse, krizden daha yararlı dersler çıkarılabilir. Finansal krizlerle ilgili değerlendirmelerde aynı veri setleri kullanılmasına rağmen, vurgulamalar araştırmacıların algılamalarına, değer yargılarına ve analiz yöntemlerine göre değişebilmektedir.

M. Celasun (2002) tarafından finansal kriz literatürüne dayanarak düzenlenen tabloda (Tablo 4.13) 1994/5 Meksika, 1997 Doğu Asya ve 2001 Türkiye Krizlerinin oluşumunu etkilediği düşünülen faktörler karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir.

Araştırmacılar finansal krizlerin nedenleri ile sonuçları arasında kuramsal ve istatistiksel açılardan tümüyle tatminkar ve anlamlı ilişkiler bulmakta zorlanmaktadır. (Furman vd., 1998). İktisadi açıdan kriz irdelemeleri ekonominin makro ve yapısal temellerindeki zaafların görelî önemini ortaya çıkarmaya ve bunlara ek olarak mali yatırımcıların panikleme süreçlerini aydınlatmaya çalışmaktadır. Dış koşullardan kaynaklanan olumsuz Şokların rolü ve başka ülkelerin krizlerinin bulaşma etkisi sorgulanmaktadır. Bu anlayışla düzenlenmiş Tablo 4.11' de niceliksel bulgular yer almadığından, göstergeler niteliksel açıdan, hata olasılıkları da dikkate alınarak, kabaca yorumlanmalıdır. (Celasun, 2002).

Makro temeller açısından, Meksika, Doğu Asya ve Türkiye deneyimlerinde kriz öncesi dönemde sermaye hareketlerinin serbest olduğu, sabit (veya sabitimsi) bir kur rejimi uygulandığı, kredi stokunun hızla büyüdüğü, reel kurun değerlendiği, dış açığın büyüdüğü ve döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borca ve yurtiçi likit varlıklara göre yeterli olmadığı saptanmaktadır. Kriz öncesi kamu açığı Türkiye'de ve kısmen Meksika'da fazla olmasına karşın, Doğu Asya'da bir sorun oluşturmayan düzeydedir. Meksika'da kamu iç borcunun büyük bir bölümünün dış yatırımcıların portföylerinde dövize endeksli bonolardan (tesobonos) oluşması, Meksikayı bir devalüasyon durumunda yatırımcı paniğine çok duyarlı bir konuma getirmiştir.

Doğu Asya ekonomilerinde cari açıkların genişlemesi, özel yatırımların , özel tasarruflardan çok daha hızlı bir artış göstermesinden, diğer bir anlatımla özel sektör yatırımcılarının riskli bir biçimde (banka aracılığı ile veya doğrudan) aşırı dış borçlanmasından kaynaklanmıştır.

Makro çerçevede, Türkiye 2001 krizinin diğer krizlerden farkı, ekonomi krize yakalandığında kamu borç yükünün ve enflasyonunun görece yüksek görünmesi ve daha önemlisi bu sorunlardan kurtulmak için IMF destekli bir

programın uygulama sürecinde olmasıdır. Bu gözlem ışığında IMF programının sorgulanması doğaldır. Yapısal temeller açısından, her üç kriz öncesinde mali denetimin yetersiz, ahlaki tehlikenin fazla ve bilanço risklerinin bankacılık ve şirket sektörlerinde yüksek olması ortak özelliklerdir. Mali sektörde karar alıcıların üstlendikleri riskler realize edildiğinde, bunun külfetini yüklenmelerinin söz konusu olmadığı koşullar “ahlaki tehlike” taşıyan durum olarak tanımlanmaktadır. Kriz şoklarından sonra, topyekün çöküşü önlemek için, bankaların ve şirketlerin yeniden sermayelendirmesi gereği devletin yeni yükler altına girmesine yol açmıştır. Bölge ekonomilerinin krizi birbirlerine bulaştırdıkları Doğu Asya deneyiminde, banka-dışı mali kurumların denetimsiz faaliyetleri ve krize katkıları önemli boyutlardadır.

Doğu Asya Krizinden önce Japon parasının dolara karşı değer yitirerek rekabet gücü kazanması, yerli paralarını dolara göre sabitleyen Doğu Asya ülkelerini zora sokmuştur. 2000 yılında euro'nun dolara karşı değer kaybı ve ithal petrol fiyatlarında artış da Türkiye'nin dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir. Ancak, 2000 yılının dış açığının büyük olmasının başlıca nedenleri dışsal değil, içsel bir nitelik taşımaktadır.

Kimi araştırmacılara göre, uluslararası yatırımcıların orta gelirli ülkelere, yeterli analiz yapmadan, mali sermayeleriyle giriş ve çıkışlarında ortaya koydukları “sürü davranışları” ve uluslararası düzeyde yeterli gözetim, denetim ve likidite yönetim sistemlerinin olmaması, reel sektörleri oldukça sağlam görünen Meksika ve Doğu Asya ekonomilerini finansal şoklara maruz bırakmıştır (Radelet vd., 1998).

Tablo 4.13 Finansal Krizlerin Oluşumunu Etkileyen Faktörler

	Meksika 1994/5	Doğu Asya 1997	Türkiye 2001
A. Makro temeller			
IMF-destekli program			X
Kamu borcu fazla			X
Enflasyon yüksek			X
Bütçe açığı büyük	X		X
Kredi stokunda hızlı artış	X	X	X
Sermaye hareketleri serbest	X	X	X
Döviz kuru esnek değil	X	X	X
Reel kur değerli	X	X	X
Dış açık büyük	X	X	X
Döviz rezervleri yeterli değil			
Kısa vadeli borca göre	X	X	X
Toplam likit varlıklara göre	X	X	X
B. Yapısal temeller			
Mali denetim yetersiz	X	X	X
Ahlaki tehlike (moral hazard)	X	X	X
Bilanço riskleri fazla			
Banka sektörü	X	X	X
Banka-dışı mali sektör		X	
Şirket sektörü	X	X	X
C. Dış koşullarda olumsuzluk			
Çapraz kurlar aleyhte		X	X ^a
Dış talepte ve fiyatlarda sorun		X	X ^a
D. Bulaşma etkisi	X	X	
E. Yatırımcı paniği (sürü davranışları)	X	X	X

a/ 2000 YILINDA Euro'nun ABD Doları karşısında değer kaybı; AB ekonomilerinin düşük büyüme hızı ve dünya petrol fiyatlarında artış.

Kaynak: M. CELASUN,(2002), "2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", A. DİKMEN (Ed.), Türkiye Sosyal Bilimler Derneği.

4.5. Kriz Modelleri Çerçevesinde 2000-2001 Krizinin Değerlendirilmesi

4.5.1. Birinci ve İkinci Nesil Kriz Modelleri Açısından Değerlendirme

Bu bölümde, 1. ve 2. nesil kriz modellerinin 2000-2001 krizini anlamamıza ışık tuttuğunu ama ne yaşandığını tam olarak açıklama gücüne sahip olmadığı tartışılmaktadır.

Örneğin, bir yandan kriz öncesi dönemde kamu kesimi borçlanma gereksiniminin (KKBG) çok yüksek bir seviyede olması, hemen akla 1. nesil modelleri getirmekte iken; öte yandan ise kamu kesimi borçlanma gereksiniminin, bu modellerin merkez noktasını oluşturan enflasyon vergisinden farklı olarak iç borçlanma ile finanse edildiği görülmektedir. Bunun yanında, düzeltici mali önlemler zaten uygulanmakta idi.

Yine bir yandan yüksek faizli ve kısa vadeli kamu borçları ve zayıf bankacılık sektörü faktörlerinin, hükümetin kuru korumak için faiz oranlarını artırma yoluna gitmeyeceği beklentisinde olan spekülörlerin kendi kendini besleyen bir atağa teşvik etmesinin olasılık dahilinde olduğu bir durum sözkonusu iken; düzeltici önlemlere rağmen makro ekonomik temel göstergelerin keskin bir şekilde zayıfladığı ve mali politikaların kriz sonrası dönemde 2. nesil modellerin kurguladığının tersine genişleyici olmadığı görülmektedir.

Birinci nesil kriz modellerinde, paranın çöküşünün temel nedeni olarak merkez bankalarının uluslararası rezervlerini tüketen makroekonomik temel göstergelerdeki kötüleşmeyi vurgulamışlardır. Bu genellikle kamu sektörü açıklarını finanse etmek için senyoraj gelirlerine güven üzerine şekillenmiştir. Bir an gelir ve uluslararası rezervlerin kademeli bir şekilde azaldığını bilen rasyonel ekonomik ajanlar geçerli olan döviz kuru rejiminin ayakta

kalamayacağı beklentisine girerler. Bu beklenti, büyük çaplı sermaye kayıplarını önlemek için ulusal paraya bir spekülasyon saldırısı tetikler. Bu yöndeki araştırmalara göre, döviz kuru rejiminin çöküşü, gevşek para politikalarının da uygulanıyor olmasına da bağlı olarak kaçınılmazdır.

Tablo 4.14 Konsolide Bütçe Açığının Finansmanı (GSMH' nin % si)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi	5,0	8,6	7,7	9,4	15,6	12,5	15,5
Konsolide Bütçe Borçlanma Gereksinimi	3,7	8,5	7,6	7,1	11,6	10,2	17,4
Net İç Borçlanma	3,6	7,1	7,5	8,6	12,4	7,4	12,6
Net Dış Borçlanma	-1,0	-0,9	-1,5	-1,9	0,6	2,1	-2,4
Merkez Bankası Avansları	1,2	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer	0,0	0,7	0,6	0,5	-1,4	0,6	7,2

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Tablo 4.14, konsolide bütçe açıklarının 1996-2000 döneminde nasıl finanse edildiğine dair bilgi sağlamaktadır. Merkez Bankası avanslarının 1997' den beri "sıfır" olduğu çok açık bir şekilde görülmektedir. Bu yüzden, bütçe açıkları krizi önceleyen dönemde merkez bankası kaynaklarından finanse edilmemiştir. Yani, 1. nesil kriz modellerinin temel unsuru sahnede yoktur. Bundan başka, iki nokta daha dikkat çekicidir. Birincisi, analiz edilen dönemde sadece son iki yılın net dış borçlanması pozitifdir. İkincisi, yurt içi borçlanmanın vadesi yine son iki yılda oldukça artmıştır. Bu iki fenomen, ekonomik koşulların sürekli kötüleştiği ve risk düzeyinin sürekli arttığını ileri süren senaryoyu tam olarak desteklememektedir.

2000-2001 krizinde, hem faiz oranlarındaki artışın hem de rezervlerdeki düşüşün bir anda gerçekleşmediği, zamana yayılan bir şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Gecelik faiz oranları 2000 yılının ilk 11 ayı boyunca yüksek bir dalgalanma seyrine sahipti, % 40 gibi sabit bir oran etrafında dalgalandı. Gecelik faiz (O/N) oranları 15 Kasım 2000' de % 82' ye

ve 1 Aralık 2000' de % 873' e çıktı. Hazine Müsteşarlığı' nın ihraç ettiği 30 yıl vadeli Eurobond fiyatının gelişimi de aynı yöndedir.

Benzer şekilde bir hareket de rezervlerde gözlenmiştir. 1998 Temmuz ayı sonunda rezervler 26,7 milyar \$ gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştı. Rusya krizinin de etkisiyle rezervler aynı yılın sonunda 19,7 milyar \$' a kadar geriledi. Bu tarihten sonra, rezervler 1999 yılının sonuna kadar bir yükselme trendi izledi ve 24,8 milyar \$ seviyesine ulaştı. Bu trend yerini, finansal paniğin ortaya çıktığı 2000 yılının ikinci yarısında, 24 milyar seviyesinde bir dalgalanmaya bıraktı. 17 Kasım 2000 tarihinde (yani finansal paniğin ortaya çıkmasından sadece iki ay kadar önce) rezerv düzeyi 24,4 milyar \$ dı, ki bu Rusya krizinden beri gözlenen en yüksek rezerv düzeyidir. Bu yüzden krizi önceleyen dönemde, 1. nesil modellerin önkoşulları yoktur. Şöyle ki, kamu kesimi borçlanma gereksinimi asla merkez bankası kaynaklarından (avanslarından) karşılanmamıştır ve krizin oluşumunun beklendiğine dair hiçbir belirti yoktur.

Ancak bu saptamalar, 2000 yılını bir köşeye koyarsak, mali göstergelerin gerçekten kötü olduğu gerçeğini değiştirmez. Kanıt olarak, bütün boyutlarına rağmen 1999 yılı mali performansı, 1995-2000 arası dönemin en olumsuz koşullara sahipti.

Mali göstergelerin gelişiminin krizin zamanı hakkında aydınlatıcı olmadığı açıktır. Mali gevşekliğin her zaman bir para krizi ile sonuçlanmayacağına dair akademik saptamalar, bu görüşü desteklemektedir. Eichengreen vd.(1995), OECD ülkelerinin savaş sonrası verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, mali disiplin eksikliği ile döviz piyasası panikleri arasında herhangi bir bağlantı bulamamışlardır.

Frankel ve Rose (1996), 105 ülke için 1971- 1992 yıllarına ait verileri kullanarak, 117 farklı krizi analiz etmişler, çalışma sonucunda ne cari açığın

ne de bütçe açıklarının tipik bir krizde önemli bir rol oynamadığını ifade etmişlerdir.

Sachs vd. (1996), 20 yükselen piyasa açısından, Meksika pesosunun devalüe edilmesi sonrasındaki finansal gelişmeleri analiz etmişler, bir ülkenin mali politikaları teorik olarak ne kadar önemli ise de, geçmişte yaşanan mali sıkıntılarının temel nedenleri arasında, sorumsuz mali tutumların yer almadığına dikkat çekmişlerdir.

Bu gözlemler, olumsuz mali temel göstergeler ile bir para krizi arasında hiç bir bağlantı olup olmadığı sorusunu akla getirmektedir. Sachs (1996), daha iyi mali performansa sahip ülkelerin herhangi bir krize uğramama ve krizden kaçınma şansının daha yüksek olduğunu vurgulamıştır. Eichengreen (1995), sadece para basılarak finanse edilen açıkların sorun olabileceğinin üzerinde durmuştur. Bu kritik saptamada, daha önce açıklandığı gibi, 1997' den beri Türkiye 'de kamu açıklarının merkez bankası tarafından finanse edilmemesi olgusu önem kazanmaktadır.

2000-2001 Türkiye finansal krizini ilgi çekici kılan temel nedenlerden birisi, krizi önceleyen dönemde, yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminin, temel olarak yurt içi borçlanma ile finanse edilmesidir. Yurt içi aşırı para arzını sınırlayan bu finansman mekanizması , hem enflasyon oranının gerçekleşenden daha yüksek olmasını önledi, hem de zaten kötü durumda olan mali göstergelerin 1. nesil bir para krizine kaynaklık edecek bir şekilde daha da kötüye gitmesinin önüne geçti. Daha önce de bahsedildiği gibi yurt içi borçlanma, döviz cinsinden kayıpların önüne geçmektedir. Önemli olan nokta, buna rağmen, eğer reel faiz oranı pozitifse ve dengeleyici bir bütçe fazlası yoksa, yurt içi borçlanma mekanizması her zaman yeterli olmayabilir. Bu süreç er ya da geç tıkanma noktasına gelir ve sona erer, ancak bunun zamanlaması, ekonomiyi kendi kendini besleyen ataklara açık hale getiren borç piyasasındaki başlıca oyuncuların davranışlarına bağlıdır.

Birinci nesil kriz modellerinin krizin oluşumuna dair getirdiği açıklamalar ışığında, bir ülkenin hali hazırda ülkedeki mali dengesizlikleri gidermeyi amaçlayan bir istikrar programı uyguladığını varsayalım. Bununla birlikte, kamu açıklarının seviyesi yurt içi borçlanma mekanizmasının sürdürülebilirliğini sağlayabilecek bir mali disiplinin gerçekleştirilmesini zorlaştıracak kadar yüksek olabilir. Bu durumda bile, kendi kendini besleyen atakların olmadığını varsayarsak ekonomi birinci nesil modellerin öngördüğü türden bir kriz yaşamayabilir ve geçerli olan döviz kuru rejimi varlığını sürdürebilir.

Bu gerçeğe rağmen, ikinci nesil kriz modelleri, hükümetin kendi kendini besleyen ataklara karşı gerekli önlemleri almaktan kaçınacağı beklentisinde olan spekülâtorlerin atakları yüzünden, döviz kuru sisteminin çökebileceğini savunmaktadır. Yüksek miktarda kamu açıkları ve kırılgan bir bankacılık sektörü bu beklentilere neden olabilir. Bu senaryonun kriz sonrası gelişmeler dikkate alındığında, Türkiye' de yaşanan krizi açıklama gücünün büyük ölçüde yüksek olduğu söylenebilir. Ancak, ikinci nesil kriz modelleri, kriz sonrasında ekonomide çıktı düzeyinde bir kayıp olmayacağını vurgulamışlardır.

Krugman (2001:6-7), a göre, "Eğer bir spekülâtif atak, kuru bantın dışına sürüklerse, bu istihdam ve çıktı düzeyinde negatif bir şok anlamına gelmez. Gerçekten, bu durumda tam tersi gelişmeler daha mantıklıdır, çünkü kur üzerindeki politik kısıtlama kalkmış olur. Sonuç, kısa dönem ekonomisinde açıkça pozitifdir."

Bu gelişmeler açıkçası Türkiye' de olmadı. Ekonomi, 2000 yılında % 6' ya ulaşan bir büyüme oranı sonrasında, 2001 yılında % -9,4 oranında keskin bir şekilde daraldı.

Benzer bir yaklaşımda, Flood vd. (1996), ikinci nesil kriz modellerinin, kriz sonrası dönemde spekülâtorlerin beklentilerini doğrulayacak bir şekilde

genişleyici politikaların olması gerektiğine dikkat çekmişlerdir. Bununla birlikte, Türkiye’ de kriz sonrası politikalar genişleyici değildi. Tam tersine, 2001 yılı Mayıs ayında Türk hükümeti yeni bir stand-by anlaşması imzaladı ve rekor seviyede bir faiz dışı bütçe fazlası gerçekleştirildi.

Bu saptamalar, Türkiye’ de yaşanan krizin, ikinci nesil kriz olma olasılığını oldukça azaltmaktadır ve başka tür açıklamaların gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır.

4.5.2. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri Açısından Değerlendirme

Bu bölümde, “Türkiye’de yaşanan finansal krizin temel nedeni, zayıflayan bankacılık sistemine örtülü kurtarma garantilerinin eşlik ettiği potansiyel açıklar mıdır? Ya da üçüncü nesil kriz modelleri bağlamında, bankacılık sektöründeki finansal kırılganlık problemleri midir?” sorularına cevap aranmaktadır.

Üçüncü nesil kriz modellerinin, kendi kendini besleyen süreçlere en az ikinci nesil kriz modelleri kadar önem verdiği belirtilmişti. Bu çerçevede, herhangi bir nedenle ülkeden sermaye çıkışının gerçekleşmesi durumunda, hem bankacılık hem de özel sektör ekonomiyi derin bir resesyona iterek çökmektedir.

Daha öncede ifade edildiği gibi, üçüncü nesil kriz modelleri, finansal liberalizasyonun ardından iyi regüle edilememiş bir bankacılık sisteminin ve mikroekonomik bozuklukların –gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi- ahlaki risk (moral hazard) ve aşırı borçlanma (over-lending) yaratarak ciddi krizlere yol açtığını belirten modellerdir.

Türkiye' de yaşanan 2000-2001 finansal krizinin oluşum biçimi ve nedenleri konusunda, ahlaki tehlike odaklı kriz modellerinin açıklayıcı gücü oldukça yüksektir.

Türkiye' nin finansal liberalizasyon sürecinde, faiz oranlarının serbest bırakılması, faiz oranlarının reel olarak pozitif düzeye erişmesinin yolunun açılması, sektöre yeni banka girişlerinin kolaylaştırılması, sektörün uluslararası piyasalara açılması, uluslararası piyasalardan kaynak ediniminin serbest bırakılması, sektörde yer alan bankaların yabancı para cinsinden işlem yapmasının serbest bırakılması gibi kararların altında yatan nedenlerin başında, hızla artan kamu açıklarının finanse edilmesi kaygısı vardır. Özellikle 1990 yılında uygulanan para politikası programı Hazine' ye bütçe açıklarını ticari bankalardan kaynak aktararak finanse etmesinin yolunu açmıştır. Bu program kendi içinde tutarlı olmasına karşın Türkiye ekonomisini 1994 krizine hazırlayan en önemli unsur olmuştur. 1990-1993 yıllarında uygulanan borçlanma politikası bir anlamda krize ve bankaların bünyelerinde erozyona kaynaklık etmiştir. Bir anlamda devlet, bankalara kendisini fonladıkları sürece, onlara koruyuculuk ve kollayıcılık yapacağı sözünü vermiştir. Bu sözün garantisi de 1994 yılında tasarruf mevduatlarının tamamının Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamına alınması olmuştur. Tasarruf mevduatının tamamının sigorta kapsamına alınması bir çok ülke deneyiminde olduğu gibi kısa dönemde sisteme yönelik paniği azaltırken, uzun dönemde sistemde finansal istikrarsızlığı ve risk primini artırmaktadır. Türk bankacılık sisteminin son onbeş yıldır dalgalı bir gelişim göstermesinin altında yatan temel unsur da budur.

Bankacılık sektörünün yaşadığı krize yönelik olarak yapılan tesbitler, sektörün büyük ölçüde asimetrik bilgi teorisine uygun bir görünüm almasına neden olmuştur(Çolak, 2001).

Müslümov (2002) tarafından yapılan bir araştırmada, Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların finansal verileri esas alınarak, 1994

yılında Türkiye'de uygulanmaya başlayan doğrudan mevduat sigortasının para piyasalarında ahlaki tehlike sorununa neden olduğu ve ahlaki tehlike sorunun Türk bankacılık sektörünün 1994 sonrası dönemde kötü performansının nedeni olduğu teorik olarak ortaya konulmakta ve test edilmektedir. Oluşturulan teorik çerçeve, ekonomide mevduat sigorta sisteminin olduğu durumlarda, getiriden faydalanan taraf (mevduat sahibi ve bankalar) ile riski üstlenen tarafın (nihai olarak vergi ödeyiciler) farklı olmasının para piyasalarında asimetric bilgiye ve sonuçta, ahlaki tehlike sorununa neden olduğunu ifade etmektedir. Ahlaki tehlike sorunu özellikle, bu soruna yüksek duyarlılığı olan küçük ölçekli yerli özel ticaret bankalarının performansının kötüleşmesine, getirisinin düşmesine ve riskinin yükselmesine neden olmaktadır.

Araştırmanın bulguları, oluşturulan teorik çerçeveyi doğrular niteliktedir. Türkiye'de 1994 yılında uygulanmaya başlayan mevduat sigorta sistemi bankalarda ahlaki tehlike sorununa neden olmuştur. Ahlaki tehlike sorununa yüksek duyarlılığı olan küçük ölçekli yerli özel ticaret bankalarının mevduat sigorta sisteminin uygulanmasından sonraki dönemde sermaye yeterliliğini kaybettikleri, kredi, likidite risklerinin arttığı, gelir-gider dengesinin bozulduğu, ortalama faiz yükünün arttığı ve temsilcilik maliyetinin yükseldiği araştırma bulguları arasındadır. Banka performansındaki bu değişimler ekonomik konjonktürden arındırıldığı için ahlaki tehlike sorunundan kaynaklandığı görülmektedir.

Türkiye' de Devlet iç borçlanma senetlerinin birincil piyasada ağırlıklı alıcısı bankalardır. Özellikle bankaların 1990' lı yıllardan sonra reel kesime kaynak aktarma yerine kamunun en büyük fonlayıcısı durumuna gelmeleri bilanço yapılarında köklü bir dönüşüme sebep olmuştur. Özellikle 32 sayılı Karar ile serbestleşen sermaye akımları; artan reel faizlerin çekiciliği ile beraber sıcak para girişlerinin artmasını ve bunun sonucunda bankaların açık pozisyon vermesi yoluyla kamuyu fonlamasını beraberinde getirmiştir. Böyle bir durum, bankacılık kesiminin bilanço yapılarını değiştirmiş ve bu değişim

sonucunda bankalar daha önce karşılaşmadıkları kur, faiz ve likidite riskiyle karşı karşıya gelmişlerdir.(Aydın, 2002:3)

Bankaların döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerini karşılayamaması hali olan kur riski özellikle 1980'li yıllarda dövizin konvertibil hale gelmesi, 32 Sayılı Kararın çıkması ve bankalarda döviz mevduatı tutulabilmesi ile ortaya çıkmıştır. 1980'li yıllarda makul düzeyde seyreden döviz yükümlülüklerin bilanço büyüklüklerine oranı, 1990'lı yılların başından itibaren büyük bir ivmeyle hızlanmış ve günümüzde toplam bilanço büyüklüklerinin yarısını oluşturur hale gelmiştir.

1990'lı yıllarda yürütülen yüksek faiz düşük kur politikası ile yaratılan ve sermayenin serbest bırakılması ile desteklenen yabancı para kaynakların TL yatırım araçlarına (özellikle kamu kağıtlarına) plase edilmesi olgusu, kurların dalgalanma gösterdiği dönemlerde banka bilançolarını, oluşan faiz riskiyle beraber oldukça kırılgan hale getirmiştir. Sermayenin serbest bırakılması ile desteklenen yabancı para kaynak kullanımı Türkiye'de bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonu üzerinde oldukça etkili olmuştur.

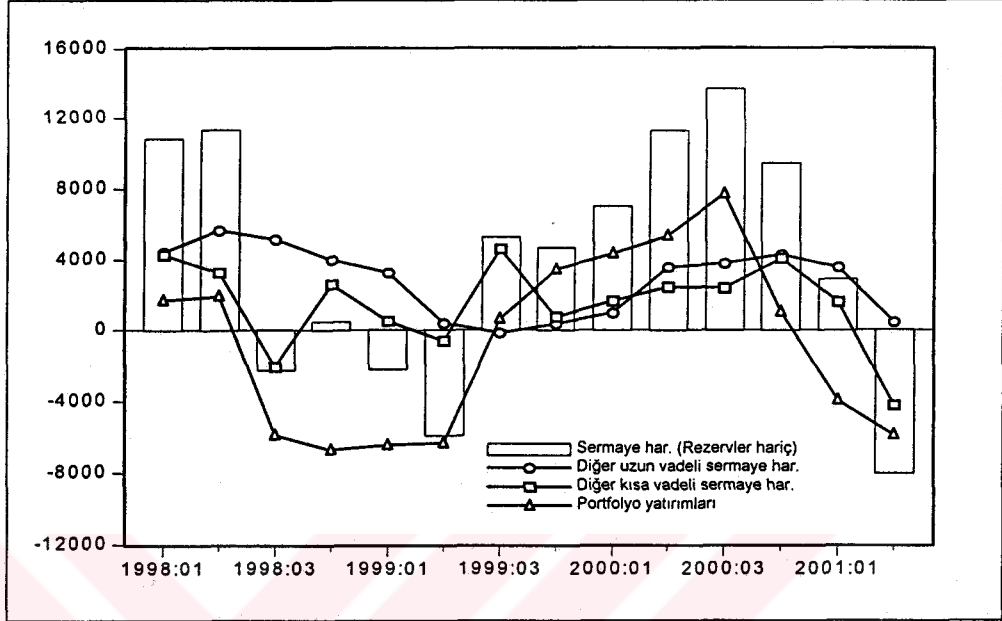
BDDK (2001) verilerine göre, Eylül 2000 itibariyle, bankacılık kesimi bilanço içi açık pozisyonu 18,2 milyar dolardı. Bunun 6,3 milyar doları Fon bankalarına, 9,6 milyar doları özel, 0,001 milyar doları kamu bankalarına, 2,1 milyar doları da yabancı bankalara aitti. Bu veriler dikkate alındığında, 10-12 milyar dolar civarında sermaye tabanı olan bankacılık sisteminin, sermayesinin iki katı kadar açık pozisyonda olduğu anlamına gelmektedir. Yasal sınır ise, Haziran 2000' den sonra % 50' den % 20' ye düşürülmüştür.

Sabit kur sistemi bankacılık sisteminin yabancı para cinsinden kullanmış olduğu krediler için dolaylı bir sigorta fonksiyonu görmektedir (Domaç, 2000). Türkiye' de de kriz öncesi dönemde , sabit kur sistemi bir sigorta olarak algılandığı için kur riski gözardı edilmiştir. Döviz kurundaki belirsizliği hükümet politikaları ortadan kaldırmaktadır. Bu şekilde, hükümet

bankacılık sistemine ve yabancı para cinsinden borçlanan birimlere döviz kurundaki değişim için bir sigorta sunmaktadır. Bu durum bir taraftan sermaye girişlerini teşvik ederken, diğer taraftan ekonomiyi dış şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Ayrıca, sabit kur sisteminde bankacılık sistemi yabancı para cinsinden pozisyon açıklarını riske karşı koruma ihtiyacı hissetmemektedir. Ayrıca, esnek kur sisteminde kur riski kısa vadeli sermaye girişlerini azaltıcı bir etki yaparak, bankaların pozisyon açıklarını sınırlandırmaktadır.

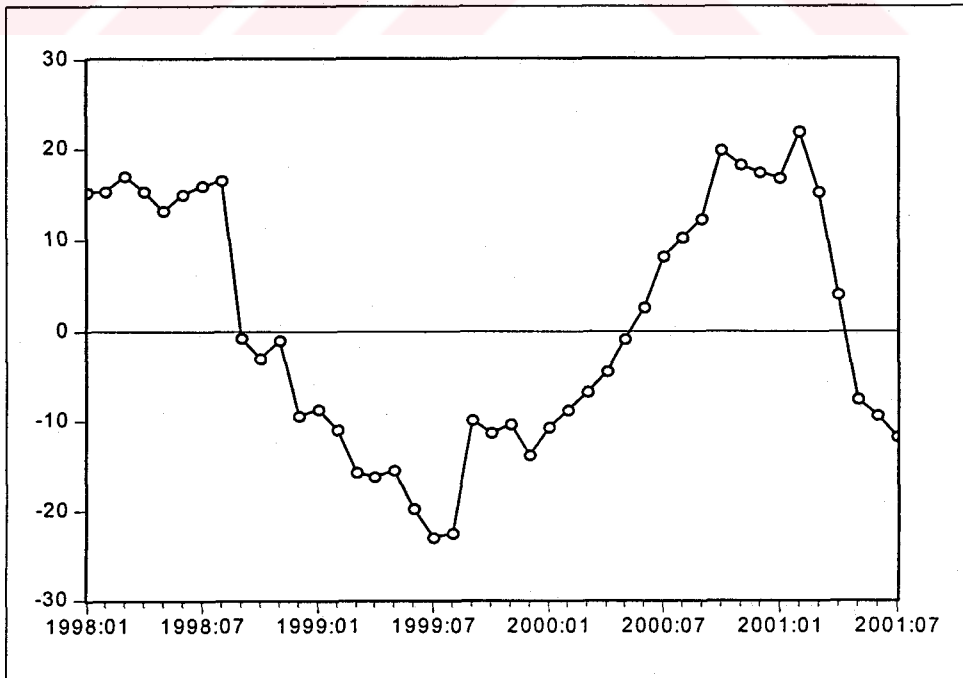
Türkiye döviz kuruna dayalı istikrar programının yürürlüğe konmasından sonra büyük miktarda sermaye girişine sahne oldu (Şekil 4.6). Bu girişlerin büyük bölümü bankaların ve özel sektörün dışarıdan aldığı borçlardan oluşmakta iken, doğrudan yabancı yatırımların katkısı sınırlı olmuştur. Bu gelişmeler, üzerinde çok tartışılan ve çıpalı döviz kurunun dövizle borçlanmak isteyenlere üstü kapalı bir şekilde garanti vereceğini öne süren ahlaki tehlike sorununu da belli ölçüde destekliyordu. Yetkililer çıpayı sürdürmek için genellikle bunun değişmesi ihtimali olmadığı konusunda ısrar etmişlerdir. Bu şekilde, hükümet özel sektöre döviz kuru değişiklikleriyle ilgili bir garanti vermektedir. Bu durumda sermaye girişi olmakta, ancak ekonomi dıştan gelen şoklara karşı daha savunmasız hale gelmektedir.

Şekil 4.6. Sermaye Hareketlerinin Değerlendirmesi
(milyon ABD doları, 12-aylık kümülatif)



Kaynak: TCMB

Şekil 4.7. Kredilerin Artış Oranı (Yıllık)



Kaynak: TCMB

Sermaye girişinde meydana gelen artış, bankaların elindeki borç verilebilir fon miktarını artırarak bankaların bir borç verme dalgası yaratmasına neden oldu (Şekil 4.7).

Türkiye'nin yaşadığı tüketime dayalı kredi artışı -tüketici kredilerindeki dikkat çekici artıştan da anlaşılacağı üzere büyük cari hesaplar açığına etki eden önemli bir faktör olmuştur .

İkinci olarak, bankaların istikrara kavuşturulması ve döviz çıpasının korunması birbiriyle çatışan amaçlar oldukları için zayıf ve yeterince denetlenemeyen bankacılık sektörü, sabit döviz kuru rejimlerinin çökmesine neden olan temel etkenler olmaktadır. Türkiye'de de durum farklı değildi; şekil 4.8' den de açıkça görüldüğü gibi bankacılık sektörü çeşitli nedenlerden dolayı yeterince denetlenememekte olup, bankalar olumsuz şoklara açık hale gelmişti. Tüm bunlar, bu zayıflıkların Türkiye'de DKDİP'ye geçilmeden önce giderilmiş olması gerektiğine işaret etmektedir (Serdengeçti, 2002).

Bu bağlamda, bankacılık sektörünün zayıflıkları, rejimin sürdürülebilirliğini aslında bugüne kadar gözden kaçan bir yönden de etkilemiştir. İlk bakışta, 2000 yılında mali politikalar oldukça sıkı bir görüntü çizerlerken, gitgide kötüleyen bankacılık sektörüne verilen üstü kapalı yardım garantileri ve muhtemel açıklar çıpanın sürdürülebilirliği konusunda ciddi endişelere yol açmıştır. Gelecekte meydana gelecek bu açıkların en azından bir kısmının senyoraaj gelirleri ya da nominal borç stoku üzerine enflasyon vergisiyle finanse edilebileceği beklentisi Türkiye'de çıpanın çöküşüne katkıda bulunmuştur (Serdengeçti, 2002).

Bu tartışmalara dayanarak, bankalar tarafından domine edilen Türk finansal sistemi, ani bir sermaye çıkışına neden olabilecek faiz oranında ve döviz kurundaki bir sıçramaya karşı oldukça zayıf ve hassastı. Daha da ötesi, bu kırılganlık 2000 yılında keskin bir şekilde artmıştır.

Türkiye' de bankacılık sektörü problemi, temel olarak çok yüksek bir seviyede olan kamu kesimi borçlanma gereksinimini finanse etmeyi seçen bir mekanizmaya sahip oluşudur. İlk olarak bu durum, özellikle özel sektör bankalarının bilançolarında kamu borçlanma araçlarının oransal olarak ağırlığının büyük ölçüde artmasına neden olmuştur. İkinci olarak, görev zararlarının birikmesi olgusu, kamu bankalarının bilançolarında önemli bir kötüleşmeye neden olmuştur.

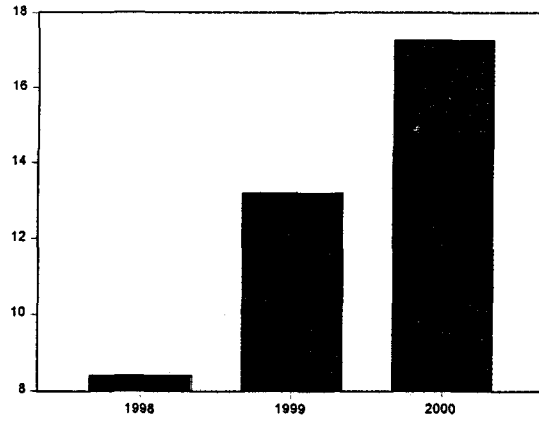
Yurt içi borç stokunu taşımak için bankaların bilançolarındaki risk birikimi, krizin dinamiklerini anlamakta oldukça önemli bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır

Üçüncü nesil modellerin farklı biçimlerinin odak noktasında, finansal sistemin kırılabilirliği vardır. Ancak bütün bu benzerliklerine rağmen, Türkiye' de yaşanan krizin üçüncü nesil modellere tam olarak uymayan bazı özellikleri de vardır. Bunların en dikkate değer olanı, yurt içi borçlanma ile finanse edilen yüksek bütçe açıklarıdır. Bu özellik, Krugman' ın modelini geçersiz kılmaktadır. Krugman (1999) özel sektör bilançolarının para krizlerinin etki alanında olduğunu vurgulamaktadır ve sunduğu model, kriz sonrası dönemde oluşan yüksek faiz oranı-düşük çıktı düzeyi dengesinin üstesinden gelebilmek için mali genişlemeyi bir çözüm olarak önermektedir. Bu çözüm, özellikle Türkiye gibi yurt içi kamu borçlanmasının sürdürülebilirliğinin ekonomik ajanların ana ilgi odağı olduğu bir ekonomide oldukça zor görünmektedir.

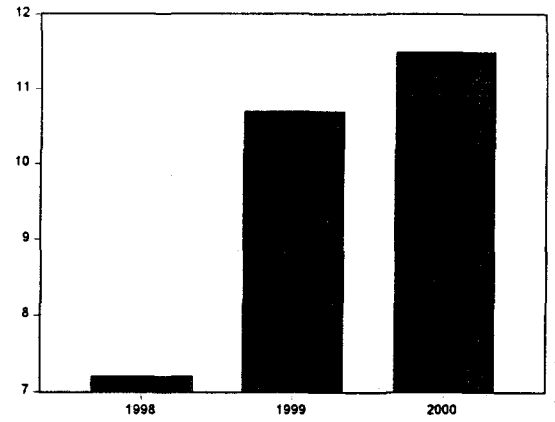
Burnside vd.(2001), 1997 Asya krizinin temel nedeni olarak başarısız bankacılık sistemine gizli kurtarma garantilerinin eşlik ettiği büyük miktardaki açıkları vurgulamışlardır. Buna göre, ekonomik ajanlar bu açıkların sabit döviz kuru sisteminin çöküşüne neden olabilecek olan para yaratılarak (money creation) finanse edileceği beklentisi içindedir. Türkiye' de yaşanan kriz, bu beklenen açık modelleri ile de bazı benzerlikler göstermektedir.

Şekil 4.8. Bankacılık Sisteminin Kırılganlığına İlişkin Temel Göstergeler

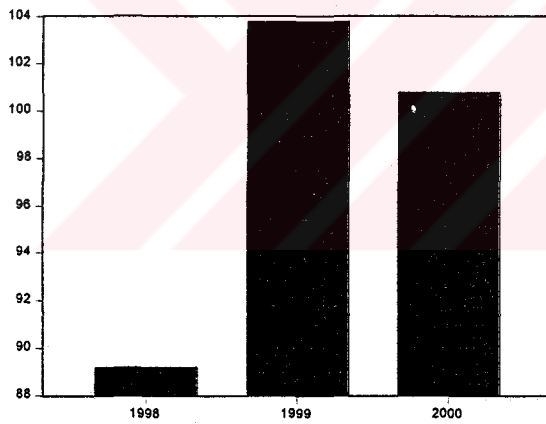
Bankaların Açık Pozisyonları
(milyar ABD doları)



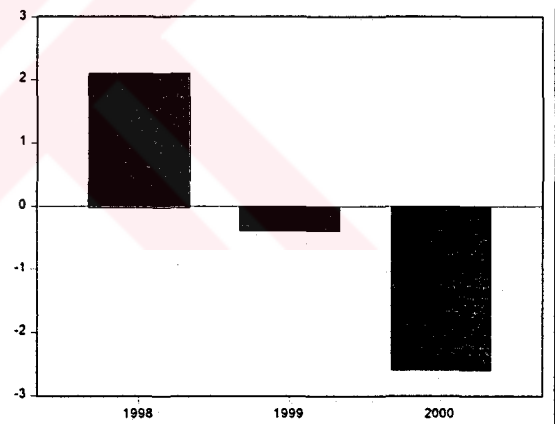
Geriye Dönmeyen Krediler
(Toplam kredilerin yüzdesi olarak)



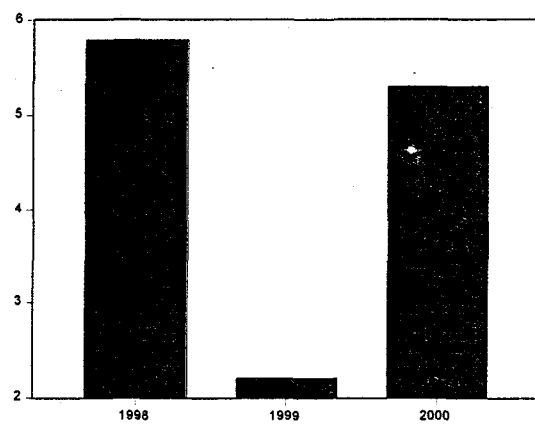
Bankaların Bilanço Dışı Kalemlerinin Büyüklüğü



Bankaların Net Kârları



Bankaların Sermayeleri



SONUÇ

Son yıllarda finansal krizler, gerek Bretton Woods sisteminin çöküşü, gerekse iç ve dış finansal liberalizasyon uygulamaları ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrarı ve düzenli büyümesi açısından önemli bir tehdit haline gelmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde, 1990' larda gözlenen başlıca finansal krizler, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda gerçekleşmiştir. Finansal krizlerde ortaya çıkan likidite darlığı, faiz şokları ve ağır devalüasyonlar, mali kurumların ve şirket sektörünün bilançolarını bozarak, büyük zararlara ve güven kaybına neden olmakta, üretimde ve istihdamda büyük kayıplara yol açmaktadır. IMF' nin yapmış olduğu bir çalışmaya göre, 181 üye ülkenin 133' ünde 1980-1996 yılları arasında önemli bankacılık sorunları yaşanmıştır. Yine bir başka çalışmaya göre, son yirmi yılda ekonomilerde büyük durgunluklara yol açan bankacılık krizlerisayısı 90' a varmıştır. Bu krizlerin yaklaşık %73' ü etkisi ortalama 4-5 yıl süren sistemik krizlerden oluşurken, geri kalan %27' si sistemik kriz olmamasına karşın krizlerin ortalama süresi 3-4 yılı bulabilmektedir. Krizler, gelişmiş ya da gelişmekte olan bütün ülkeleri etkisi altına almakta ve kimi kez ülkelerin GSYİH' larının %50-60' ına varan mali kayıplara yol açmaktadır. Üstelik krizlerin etkileri yalnızca ortaya çıktığı ülke ile sınırlı kalmamakta, çevre ülkelere de yayılmakta ve hatta giderek büyüyen ve hız kazanan sermaye hareketlerinin de etkisiyle tüm uluslararası finansal sistemi de olumsuz yönde etkilemektedir.

Şüphesiz sözkonusu bu gelişmelerin iktisat teorisini ve ülkelerin finansal sistemlerinin kurumsal yapılarını etkilememesi olanaksızdı. Yakın geçmişte yaşanan krizlerin nedenlerini ve kısa dönemli sonuçlarını değerlendiren araştırmalar oldukça zengin bir literatür oluşturmaya başlamıştır. Bu değerlendirmelerde yapılan vurgulamalar, araştırmacıların politik görüşlerine ve analitik yaklaşımlarına göre farklılık gösterebilmektedir.

Çalışmada sunulan teorik modeller ve uygulama sonuçlarından hareketle krizlerin nedenlerinin iki ana grupta toplanabileceğini söyleyebiliriz: Krizlerin önemli nedenlerinden biri ülkelerin kamu açıkları ya da cari açıklar gibi makroekonomik dengelerinin bozuk olmasıdır. İkinci önemli nedense Asya krizi örneğinde görüldüğü gibi, makroekonomik dengeleri sağlam olmakla birlikte, riskleri dikkate almayan bir bankacılık kesimi ve zayıf bir regülasyon sistemine sahip ülkelerde tek bir bankanın ödeme güçlüğüne girmesi gibi mikro bazlı bir sorunun, kısa zamanda bütün ekonomiyi etkisi altına alan bir sistemik finansal krize dönüşmesi, bir başka ifade ile bankacılık sisteminin kırılma yapısıdır.

Bu bağlamda, finansal krizlerin analizinde asimetrik bilgi olgusunun finansal piyasaların temel bir özelliği olduğu ve bu piyasaların etkin çalışması yönünde engel oluşturduğu varsayımından hareket eden yaklaşımların getirdiği açıklamalar önem kazanmaktadır. Asimetrik bilgi olgusunun yol açtığı ahlaki tehlike ve ters seçim sorunları, faiz oranlarının yükselmesi ile artmaktadır. İç finansal liberalizasyonun genel olarak faizleri yükselttiği çalışmada belirtilmişti, ama daha da önemlisi döviz kurunun baskılanması da hem faiz oranını hem de faiz volatilitelerini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu da, bankacılık krizi- para krizi ikileminin temel noktasını oluşturmaktadır. Bu bağlamda makro hedeflere ulaşmak için kullanılan nominal çıpa (fiyat ve/veya döviz kuru gibi) finansal kırılma eğilimi yüksek ekonomilerde önemli sorunlar doğurmuştur. Güney Doğu Asya krizi sürecinde IMF' nin nominal çıpa politikalarından yana tavır alması bankacılık sektörünün bilanço yapısının bozulmasına kaynaklık etmiştir.

Güney Doğu Asya krizi merkezinde yer alan Tayland, G. Kore ve Malezya ile Arjantin ve Türkiye' nin yaşadığı krizlerde IMF kaynaklı nominal çıpa temelli programlar, bu ülkelerde banka bilançolarının yabancı para ağırlıklı olmasında büyük rol oynamışlardır. Bankaların pasif yapılarının

yabancı para ağırlıklı olması, aktif plasmanını da etkilemiş ve aktif kalitesinin bozulmasına neden olmuştur.

Finansal krizlere maruz kalan ülkelerde, kriz öncesi dönemlerde mali bilançoların sağlıklı bir biçimde büyümesi, açık döviz pozisyonları, döviz kuru ve kredi riskleri krizlere hassas bir yapı oluşturmuştur. Bu koşullarda herhangi olumsuz bir olayın tetiklemesiyle ortaya çıkabilecek bir likidite daralması, sermaye kaçıışı veya devalüasyon, bilançolarda özkaynakların erimesine neden olduğundan mali sistem tıkanmakta ve kredi kanallarının bozulmasıyla kriz reel sektöre de yansımaktadır. Ekonominin "en son kredi mercii" olan merkez bankalarının çok hızlı hareket ederek mali sisteme likidite sağlaması bu noktada önem kazanmaktadır. Ancak merkez bankalarının müdahale gücünün her zaman yeterli olmadığı, finansal krizlerde ortaya çıkmaktadır.

Mali sektörün krizlere dayanıksız bir yapı içinde gelişmesini, bir ölçüde makroekonomik koşullarla da ilişkilendirmek gerekir. Makroekonominin temel özelliklerinin döviz kuru rejimi, dış rekabet gücü, cari açık, kamu borçları ve bütçe açıkları, para politikası ve enflasyon oluşturmaktadır. Finansal krizlerin genellikle sabit veya esnekliği çok kısıtlanmış döviz kuru rejimleri uygulayan ülkelerde oluştuğu görülmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği bir ortamda Türkiye 1994 ve 2001 yıllarında finansal krizlerle karşılaşmıştır. Bu çalışmada sunulan değerlendirmeler, bu iki krizin benzer ve farklı yönlerinin belirlenmesini olanaklı kılmaktadır. Her iki krizin de ortak özelliği, kriz öncesi yılda büyük miktarda kısa vadeli sermaye girişinin olması ve kriz yılında da büyük ölçekli sermaye kaçıışının ekonominin küçülmesiyle sonuçlanmasıdır. Başlıca işlevsel özellikleri arbitraj fırsatlarını değerlendirmek olan dış ve iç mali yatırımcılar, Türkiye'de devalüasyon bekleyişleri yükselince tedirgin olmuş ve krizi tetikleyen olayların ardından mali sermayelerini aniden dışarıya transfer etmişlerdir.

1994 krizinden önceki dönemde kamu kesimi faiz-dışı dengesi büyük ölçüde açık vermiş, reel kur fazla değerlenmiş ve Merkez Bankası rezervleri düşük düzeyde kalmıştır. Krizle birlikte ekonominin daralmasına karşın, bankacılık sektöründe hasar sınırlı olmuştur.

2001 krizinin arka planında farklı özellikler ve eğilimler saptanmıştır. 1994 krizinden çıkarılan dersler yeterli ölçüde uygulamaya yansımamıştır. 1995-97 döneminde, uluslararası ekonomik ve mali konjonktürün elverişli koşullarından yararlanılarak, devlet-dışı sektörlerin hızlı dış borçlanmasına dayalı bir büyüme patikasının izlendiği, Merkez Bankası rezervlerinin güçlendirildiği, reel kurda fazla değerlenmenin önlenmeye çalışıldığı, ancak reel faizlerin yükseldiği bir ortamda kamu kesiminin faiz-dışı dengesinde yeterli fazlalar yaratılmadığı için kamu iç borçlarının arttığı ve enflasyonun daha yüksek bir platoya yerleştiği gözlenmiştir.

Devletin iç borçlanmasını sürdürebilme kaygısının ön plana çıktığı 1995 sonrası dönemde, banka mevduatlarına getirilen devlet güvencesinin de etkisiyle, banka sisteminde risk birikiminin hızlandığı görülmektedir. Diğer ülkelerde gözlenen finansal krizlerin etkisiyle değişen risk algılamaları sonucu, 1998'de tekrar mali sermaye kaçıışı olmuş, kamu borç dinamiği bozulmuş ve banka sisteminin kırılganlığı belirginleşmiştir.

Kriz literatürü bağlamında, Türkiye'nin 2001 deneyiminin önde gelen özelliği, krizin IMF destekli bir programın uygulanma sürecinde çıkmış olmasıdır. Döviz kuru taahhütlerine dayalı 2000 programının başlıca zaafı, bankacılık sisteminin mali yapısını güçlendirmeden uygulamaya konulması, gerçekçi olmayan enflasyon öngörüsüne göre nominal kur artışlarının sabitlenmesi, para tabanının sermaye giriş ve çıkışlarına bağımlı bir konuma gelmesi ve uygulamada uzlaşmacı yaklaşımlarla ileriye dönük fiyat ve ücret endekslemesine yaygın biçimde geçilememesidir. Kredibilite gereksinimi çok fazla olan 2000 programının uygulanmasında enflasyonu düşürme hedefi ön

plana çıkarılmış, kamu kesiminin borç sorunu ile banka sisteminin kırılganlığı arasındaki etkileşimin kontrol altında tutulabileceği umulmuştur. Programın yapısal düzenleme taahhütleri ile aşırı yüklü olması ve bunların yeterli ölçüde ve zamanında yerine getirilememesi, cari açığın patlamasıyla birlikte kredibilitenin aşınmasına neden olmuş, mali dengeler ve bilançolar krize hassas bir konuma gelmiştir.

19 Şubat şoklarıyla realize olan bilanço riskleri dolaylı ve dolaysız olarak kamu borç yüküne büyük artış getirmiştir. Uluslararası mali desteğin artarak devam etmesi, kamu borçlarının çevrilme sorununun hafifletilmesine ve yerli paranın değer kaybının aşırı boyutlara ulaşmasının önlenmesine yardımcı olmuştur.

2002'den sonra serbest dalgalı kur rejimi altında büyümeye geçişin ve enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için, kamu borç yükünü sürdürülebilir düzeylere indiren politikaların izlenmesi, uzlaşmacı yaklaşımlarla fiyat ve ücret belirleme süreçlerinde hedef enflasyonun gözetilmesi, banka ve şirket sektörü reformlarının bütünlük kazanması ve dış kaynak temininin doğrudan yabancı yatırımlara yönelmesi gerekmektedir. Üretimde canlılık ivme kazandıkça, verimliliği ve eğitimi ön plana çıkarmaya, kayıtdışı ekonomiyi küçültmeye ve gelir dağılımını iyileştirmeye yönelik politikalar, bütçe kısıtını gözeterek uygulanmalıdır. 2002 sonrasında, kamu borç yükünü azaltma çabaları ertelenir ve farklı yönelimler ağırlık kazanırsa, ülke mali krizlerle tekrar karşılaşabilir.

ÖZET

Finansal krizler iktisat literatüründe hem teorik hem de ampirik alanda geniş yer tutmaktadır. Fakat bu alanda hala çözüme kavuşturulamamış konular bulunmaktadır ve her yeni kriz ortaya yeni sorular çıkarmaktadır. Bu çalışmanın amacı, Türkiye' de Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan krizlerin ortaya koyduğu gerçekler ışığında finansal krizler ile ilgili literatürün ne derece açıklayıcı güce sahip olduğunun ortaya konulması ve bu bağlamda uygulanan istikrar programlarının krizlerin oluşumu sürecini hangi şekilde etkilediğinin analiz edilmesidir.

Bu amaç doğrultusunda oluşturulan kuramsal çerçeve, öncelikle finansal krizlere dair bir literatür taraması niteliğinde olup; finansal kriz kavramı ve türleri, kökenleri, finansal krizlerin temel göstergeleri ve finansal krizleri açıklamaya yönelik kuramsal modeller ana hatları ile açıklanmış ve çalışmanın uygulama kısmında bu açıklamalar ışığında Türkiye' de yaşanan finansal kriz analiz edilmiştir.

Bu bağlamda özellikle üçüncü nesil kriz modellerinin bir versiyonu olarak ifade edilen ahlaki tehlike odaklı kriz modellerinin Türkiye' de yaşanan finansal krizin oluşum biçimi ve nedenleri konusunda açıklayıcı gücünün oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu modeller, finansal liberalizasyonun ardından iyi regüle edilememiş bir finansal sistemin ve mikroekonomik bozuklukların –gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi- ahlaki tehlike ve aşırı borçlanma yaratarak ciddi krizlere yol açtığını belirten modellerdir. Bu açıklamalar doğrultusunda Türkiye' de finansal sektörün asimetrik bilgi kuramına uyan bir şekilde hareket ettiği gözlemlenmiştir.

ABSTRACT

Financial crisis possess a critical role both in the theory and empirical studies in the economic literature. Within this field, many issues are still under discussion and every new crisis brings out new subjects to be discussed. The aim of this study is to examine the explanatory capacity of the economic literature for financial crisis within the light of the facts that were experienced in Turkey's November 2000 & February 2001 crisis and analyze the effects of stabilization programmes during the evolution of financial crisis. Therefore, in the study the concept of financial crisis, types, roots, financial indicators and the models developed for explaining the financial crisis are examined in detail and as an application, financial crisis in Turkey are analyzed within those data.

Accordingly, "moral hazard" risk, which is accepted as one of the types of the third generation crisis models, has an important role in the evolution and explanation of the November 2000 & February 2001 financial crisis in Turkey. These models emphasize that microeconomic divergences -implicit deposit insurance and government guaranties- and a financial system which was not regulated correctly after the financial liberalization create a moral hazard and over-borrowing in the economy and cause great financial crisis. Within those explanations, financial sector in Turkey progress according to the concept of "asymmetric information" in finance literature.

KAYNAKÇA

AKERLOF, G.

1970 "The Market For "Lemons": Quality, Uncertainty and Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics 84, August, pp.488-500.

1994 "Looting: The Economic Underworld of Bunkruptcy for Profit", NBER Working Paper No:1869.

ALLEN, R. E.

1994 Financial Crises and Recession in the Global Economy, Edward Elgar

ASIAN DEVELOPMENT OUTLOOK

1999

AYDIN, M. Faruk

2002 "Türkiye' de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:13, ss.1-19.

AZIZ, J. (ET.AL.)

2000 "Currency Crises: In Search of Common Elements", IMF Working Papers, May.

BAIG, Taimur ve Ilan GOLDFAJN

1998 "Financial Market Contagion in the Asian Crisis", IMF Working Papers

BELL, J.

- 2000 "Leading Indicator Model of Banking Crisis: A Critical Review", Financial Stability Review, December.

BLANCHARD, Oliver ve Mark WATSON

- 1982 "Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets" Crisis in the Economic and Financial Structure, (ed.) Paul WACHTEL, Lexington Books.

BORATAV, Korkut

- 2001 "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", İktisat, İşletme ve Finans, 186, Eylül: 7-47.

BOUGHTON, J.

- 2000 "From Suez to Tequilla: The IMF as a Crisis Manager", The Economic Journal, Vol:110, No:460, pp.273-291.

BORDO, Michael

- 1992 Financial Crises, Edward Elgar Publishing Company, Brookfield; (Ak) Ö.F.Çolak vd., "Finansal Kriz ve Bankalar: Türkiye' de 2000 ve 2001 Krizleri Örneği", (iç) Yeni Türkiye: Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001, Yıl:7, Sayı:41, Ankara.

BORDO, Michael, B. EICHENGREEN, D. KLINGEBİEL ve M.S.MARTINEZ-PERIA

- 2001 "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", A European Forum, No:32, ss:53-82.

BURNSIDE, C., M. EICHENBAUM ve S. REBELO

- 2001 "Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes", European Economic Review, Vol.45(17), s.151-93..

CALOMIRIS, C.W. ve G.GORTON

- 1991 "Financial Markets and Financial Crises", ed: R.G. HUBBORD, University of Chicago Press.

CALVO, Guillermo A.

- 1988 "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations," American Economic Review, 78, 647-61.

CAPRIO, G.

- 1998 "Banking on Crises: expensive Lessons from Recent Financial Crises" , World Bank, Policy Search Working Paper No:1979.

CHANG, R. ve A. VELASCO

- 1998 "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model", Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper No:98-10.
- 1998a "The Asian Liquidity Crisis", Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper No:98-11.

CELASUN, Merih

- 2001 "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği", Doğu Batı Düşünce Dergisi (Ekonomi), Yıl:4, Sayı:17.
- 2002 "2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali bir Değerlendirme", A. DİKMEN (Ed.), Türk Sosyal Bilimler Derneği, Ankara: İmge Yayınları.

CELASUN, Oya , C. DENİZER ve D. HE

- 1999 "Capital Flows, Macroeconomic Management and the Financial System : Turkey 1989-97," World Bank Policy Research Working Paper, No.2141, Washington, D.C.

CHUI, Michael

- 2002 "Leading Indicators of Balance-of-Payments Crises: A Partial Review", Working Paper No: 171, Bank of England.

CORSETTI, G., P. PESENTI ve N. ROUBINI

- 1998 "Piper Tigers? A Model of The Asian Crisis", NBER Working paper No:6783.

COŞKUN, M. Necat

- 2001 "Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri", G.Ü.İİBF. Dergisi, Cilt:3, Sayı:2.

ÇOLAK, Ö.Faruk

- 2001 "Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri", G.Ü.İİBF. Dergisi, Cilt:3, sayı:2.

DEMIRGUC-KUNT, A. ve E. DETRAGIACHE

- 1997 "The Determinants of Bank Crises: Evidence from Developed and Developing Countries", IMF Working Papers.

DIAMOND, D.W. ve P.H. DYBVIG

- 1983 "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", Journal of Political Economy, Vol.91, No:3, s.402-403.

DOMAÇ, İ. Ve M.S.M. PERIA

- 2000 "Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?", World Bank.

DORNBUSCH, R.

- 1987 "Collapsing Exchange Rate Regimes", Journal of Development Economics, 27.

- 1993 Stabilization, Debt and Reform- Policy analysis for Developing Countries, London: Harvester-Wheatsheaf.
- 2001 "A Primer on Emerging Market Crises",
<http://web.mit.edu/rudi/www/papers.html>

DOOLEY, M., D. FOLKERTS, R HAAS., S. SYMANSKY ve R. TYRON

- 1990 "Debt Reduction and Economic Activity", IMF Occasional Paper No:68.

DPT

- 1997 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950-98, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- 2000 2001 Yılı programı, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- 2002 Temel Ekonomik Göstergeler: Şubat 2002, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.

EĞİLMEZ, Mahfi ve E. KUMCU

- 2002 Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, İstanbul: Om Yayınevi.

EICHENGREEN, B., A.K. ROSE ve C.WYPLOSZ

- 1995 "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", Economic Policy, 21, 251-312.

EICHENGREEN, B., A. ROSE ve C. WYPLOSZ

- 1996 "Contagious Currency Crises", NBER Working Paper, No: 5681.

EICHENGREEN, B. ve FISHLOW, A.

- 1998 "Contending with Capital Flows: What is Different About the 1990's", Capital Flows and Financial Crises, Ithaca, NY: Cornell Un. Press

EREN, Aslan ve B. SÜSLÜ

- 2001 "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye' de Yaşanılan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", Yeni Türkiye, Sayı:41, Yıl:7.

ESQUIVEL G. ve F.LARRAIN

- 1998 "Explaining Currency Crises", HIID.

FLOOD, R., P. GARBER ve C. KROMER

- 1996 "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example", Journal of International Economics, 41.

FRANKEL, J. ve A.K. ROSE

- 1996 "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators", NBER Working Paper No:5437.

FURMAN, J. ve J.E. STIGLITZ

- 1998 "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", Brookings Papers on Economic Activity, 2:1998, pp.1-135.

GOLDFAJN, Ilan ve R. VALDES

- 1995 "Balance of Payments Crises and Capital Flows: The Role of Liquidity", MIT.

GOLDSTEIN, M., TURNER, P.

- 1999 Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri, Çev. A.İ.KARACAN, Dünya Yayınları, No:9.

GÜVEN, S.

- 2001 "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", İktisat, İşletme ve Finans, 185, Ağustos: 79-93.

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI

- 1999 "IMF Niyet Mektubu- Türkiye, 9 Aralık 1999", Ankara: Hazine Müsteşarlığı.

HEFFERNAN, S.

- 1987 "The Cost and Benefits of International Banking", International Debt and Central Banking in the 1980's, (Ed.) Z. RES and S. MOTAMEN, New York: St Martin's Press, pp.113-140.

IMF

- 1998 World Economic Outlook,
- 1999 World Economic Outlook,
- 2000a World Economic Outlook,
- 2000b Emerging Market Financing, Quarterly Report on Development and Prospects, 2000.II, Washington, D.C. : International Monetary Fund.
- 2001 "Turkey: Sixth and Seventh Reviews Under the Stand-by Arrangement, June 2001," IMF Country Report No. 01/89, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

KAMIN, Steven

- 1988 "Devaluation, External Balance and Macroeconomic Performance: A Look at the Numbers", (İç.) Studies in International Finance, No:62, Princeton University.

KAMINSKY, Graciela, S. LIZONDO ve C. REINHART

- 1998 "Leading Indicators of Currency Crises", IMF Staff Papers, Vol:45, No:1, (March).

KAMINSKY, Graciela

- 1998 "Currency and Banking Crises: The Early Warning of Stress" International Finance Discussion Papers, No:629, Board of Governors of the Federal Reserve.

KAMINSKY, G. L. ve C. M. REINHART

- 1999 "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", American Economic Review, 89 (3), June, 473-500.

KARABULUT, Gökhan

- 2002 Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları: 328, İstanbul.

KAUFMAN, G.

- 1999 "Banking and Currency Crises and Systemic Risk: A Taxonomy and Review",

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut

- 2000 "Türkiye' de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", Yeni Türkiye, 41, Eylül- Ekim: 174-175.

KINDLEBERGER, C.P.

- 1978 Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, New York: John Wiley & Sons Inc.

KRUEGER, M., P.N. OSAKWE ve J. PAGE

- 1998 "Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis", Bank of Canada, Working Papers No: 98-10.

KRUGER, A. G.

- 2000 "Conflicting Demands on the International Money Fund", American Economic Review, Papers and Proceedings, May.

KRUGMAN, Paul

- 1979 "A Model Of Balance Of Payments Crises", Journal of Money, Credit and Banking, 11, 311-325.

- 1996 "Are Currency Crises Self-Fulfilling?", NBER Macroeconomic Annual.

- 1997 "Currency Crises", <http://web.mit.edu/krugman/www/>.

- 1998 "Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises" <http://web.mit.edu/krugman/www/>.

- 2001 "Crises: The Next Generation", <http://web.mit.edu/krugman/www/>

MALİYE

- 2001 Yıllık Ekonomik Rapor, Ankara: Maliye Bakanlığı.

MARSHALL, David

- 1998 "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, III: 13-28.

MCKENZIE, G. ve S. THOMAS

- 1993 Instability and International Debt Problem, London: Harvester-Wheatsheaf.

MCKINNON, Ronald. ve H. PILL

- 1998 "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks", World Development, No:26 (7), p.267-82.

- 1999 "The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different?", In Reoven GLICK (ed), Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from The Pasific Basin, Cambridge University Press, United Kingdom.

- 1999a "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", Oxford Review of Economic Policy, Vol.15, p.19-38.

MELTZER, Alan.

- 1987 "Notes on the Problem of the International Debt", International Debt and Central Banking in the 1980's, (Ed.): Z. RES and S. MOTAMEN, New York: StMartin' s press, pp.21-29.

MISHKIN, F.S.

- 1997 "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers", (İç.) Maintining Financial Stability in a Global Economy, FED Kansas.

- 1998 The Economics of Money, Banking and Financial Markets, V.Edition, New York: Addison- Wesley.

- 1999 "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", Journal of Economic Perspectives, 13(4), Fall, 3-20.

- 2001 "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper, No:8087.

MOLPASS, David

- 2001 "Crunch Point: Turkey's Massive Debt", www.oecd.org

MÜSLÜMOV, Alövsat

- 2002 "Para Piyasaları, Ekonomik Krizler ve Bilgi: Türkiye Örneği", Kocaeli Üniversitesi 1.Ulusal Bilgi ve Ekonomi Kongresi Bildiri Kitabı, ss.207-222.

OBSTFELD, Maurice

- 1994 "The Logic of Currency Crises", NBER Working Paper No:4640.
- 1996 "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", European Economic Review, 40, s.1037-1047.

ONGUN, M. Tuba

- 2000 "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", G.Ü.İİBF. Dergisi, Cilt:3, sayı:2.

ÖZATAY, Fatih ve G. SAK

- 2002 "The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey", Paper presented at the "Brookings Trade Forum 2002: Currency Crises" held in Washington, D.C. on May 2, 2002.

RADELET, S. ve J. SACHS

- 1998 "The Onset of East Asian Financial Crises", NBER Working Paper No:6680

REINHART, C. M. ve V. R. REINHART

- 1998 "Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows", M. Kahler (Ed.), Capital Flows and Financial Crises, Ithaca, NY: Cornell Un. Press,

SACHS, J., A. TORNEL ve A. VELASCO

- 1996 "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", Brookings Papers on Economic Activity, (1), s. 147-215.

SAYIŞTAY

- 2000 Sayıştay 2000 Yılı Mali Raporu, Ankara: Ankara Ticaret Odası.

SCHWARTZ, A.J.

- 1986 "Real and Pseudo Financial Crises", F.Capie-G.E.Wood ed; Financial Crises and World Banking System, Macmillan.

SERDENGEÇTİ, Süreyya

- 2002 "Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler: Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak dersler", ODTÜ VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı' da Yapılan Konuşma, 11 Eylül 2002, Ankara.

STIGLITZ, J.E. ve A. WEISS

- 1981 "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, Vol.71, June, pp. 393-410.

SUNGUR, Nesrin

- 2002 "Asya Krizinin Temel Dinamikleri", M. KÜRKÇÜGİL (Der.), Bizim İçin Ağlama, IMF, İstanbul: Everest Yayınları, s. 1-32.

TBB

- 2002 "Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi: TBB'nin Değerlendirme ve Önerileri", Bankacılar Dergisi, Sayı:43.

TCMB

- 2001 Yıllık Rapor 2000, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- 2002 Yıllık Rapor 2001, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

UYGUR, Ercan

- 2001 Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Tartışma Metni 2001/1, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu.

VELASCO, A.

- 1987 "Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience", Journal of Development Economics, 27, October, ss. 263- 283.

WORLD BANK

- 1997 Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration, Oxford University Press for the World Bank.

YELDAN, Erineç

- 2001 Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme, İstanbul: İletişim Yayınları.

YAY, Turan ve G. YAY, E. YILMAZ

- 2001 Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İTO, Yayın No: 2001-47, İstanbul.