

TC.
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

748602

**FİNANSAL KIRILGANLIK VE REEL
SEKTÖR PERFORMANSI:
500 SANAYİ İŞLETMESİ ÜZERİNDE BİR
UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

11,8602

Ferhan EMİR

Danışman: Doç. Dr. Güler ARAS

İSTANBUL, 2004

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ	V
GRAFİK LİSTESİ	VII
ŞEKİL LİSTESİ	VIII
ÖZET	IX
ABSTRACT	X
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM I

FİNANSAL KRİZLER, NEDENLERİ VE GÖSTERGELERİ

1.1. FİNANSAL KRİZ	3
1.2. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ	9
1.2.1. Alınan Kötü Kredi Kararlarından Kaynaklanan Krizler	10
1.2.2. Aşırı Üretimden (Overproduction) Kaynaklanan Krizler.....	10
1.2.3. En Büyük Kredi Arz Edeni Kaybetmekten Kaynaklanan Krizler.....	11
1.2.4. Yasal Düzenlemelerden Kaynaklanan Krizler	11
1.3. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ.....	11
1.3.1. Yabancı Yatırımlar	11
1.3.2. Hükümetlerin Politikası ve Makro Ekonomik Değişkenler	12
1.3.3. Bankaların Yapısı	12
1.3.4. Asimetrik Bilgi	13
1.4. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER.....	16
1.4.1. Birinci Nesil Modeller	16
1.4.2. İkinci Nesil Modeller.....	21
1.4.3. Üçüncü Nesil Modeller.....	25
1.5. DÜNYA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER	29
1.5.1. Meksika Krizi (1994)	29
1.5.2. Güneydoğu Asya Krizi (1997)	37
1.5.2.1. Güneydoğu Asya Krizinin Temel Nedenleri	39
i. Kredi Piyasasının Vardığı Gerçek Dışı Boyut:	39
ii. Kısa Vadeli Borçların Artışı:.....	39

iii. Cari İşlem Açıklarının Büyümesi:	40
iv. Yanlış Yatırımlar ve Mismatching (Kaynak/Harcama Uyumsuzluğu):	40
v. Bütüç Etkisi:	41
vi. Yanlış Peg Politikaları:.....	41
vii. Yapısal Sorunlar:.....	42
viii. Şeffaflık Eksikliği:	42
ix. Bölgesel Etki:	42
x. Çin ve Japonya Faktörü:.....	43
xi. Deneyim Eksikliği:.....	44
xii. Sürü Gütüsü:.....	44
xiii. Uluslararası Mali Sistemin İşleyişi:	44
1.5.2.2. Güneydoğu Asya Krizinin Gelişim Süreci	45
1.5.3. Rusya Krizi (Ağustos 1998).....	46
1.5.4. Brezilya Krizi (1999).....	49
1.6. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER.....	52
1.6.1. 1994 Finansal Krizi	54
1.6.2. Kasım 2000 Krizi	65
1.6.4. Şubat 2001 Krizi.....	73

BÖLÜM II

FİNANSAL KIRILGANLIK

2.1. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR	82
2.1.1. Yeni Keynesci Okul ve Finansal Krizler.....	82
2.1.2. Post Keynesci Okul ve Finansal Krizler.....	84
2.2. FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİ	86
2.3. FİNANSAL KIRILGANLIĞIN EKONOMİK ETKİLERİ	88
2.3.1. Diğer Firmalara Etkisi	88
2.3.2. Kamu Harcamalarında Etkileri.....	94
2.3.3. Ekonomik Politikalar Üzerinde Etkileri	95
2.3.4. Tasarruf Ve Yatırım Üzerinde Konjonktürel Etkileri	96
2.3.5. Finansal Sistem Yoluyla İşletmeye Etkileri	97

2.4. TÜRKİYE EKONOMİSİ'NİN KIRILGANLIĞI VE GÖSTERGELERİ ..98

BÖLÜM III SİSTEMİK RİSK

3.1. SİSTEMİK RİSK VE SİSTEMİK KRİZ.....	115
3.2. SİSTEMİK RİSKİN KAYNAKLARI	118
3.2.1. Kredi Riski.....	118
3.2.2. Takas ve Ödeme Riski.....	119
3.2.3. Piyasa Riski	120
3.2.4. Likidite Riski.....	121
3.2.5. Operasyonel Risk.....	121
3.2.6. Hukuki Risk.....	122
3.3. SİSTEMİK KRİZ SÜRECİ.....	123
3.4. SİSTEMİK KRİZİN ÖNLENMESİ	127

BÖLÜM IV TÜRKİYE EKONOMİSİ'NİN KIRILGANLIĞININ İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: REGRESYON ANALİZİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	135
4.2. ARAŞTIRMA DEĞİŞKENLERİ VE VERİLER.....	135
4.3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ.....	139
4.4. ARAŞTIRMA BULGULARI	140
4.4.1. Madencilik ve Taşocakçılığı Sektörü	140
4.4.2. Gıda, İçki ve Tütün Sektörü	141
4.4.3. Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektörü.....	142
4.4.4. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü.....	143
4.4.5. Kağıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım Sektörü	144
4.4.6. Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Ürünleri	145

4.4.7. Taş ve Toprağa Dayalı Sektör	146
4.4.8. Metal Ana Sanayi	147
4.4.9. Metal Eşya, Makine ve Teçhizat ile Mesleki Aletler Sektörü.....	148
4.4.9. Otomotiv Sektörü	149
4.4.10. Diğer İmalat Sektörü	150
4.4.11. Elektrik Sektörü.....	151
4.5. DEĞERLENDİRME.....	154
SONUÇ.....	161
KAYNAKÇA	165



TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Krizlerin Belirtileri ve Temel Göstergeleri.....	8
Tablo 2: Meksika Ekonomisi'nin Başlıca Ekonomik Göstergeleri.....	32
Tablo 3: Bölge Ülkelerinin Başlıca Ekonomik Göstergeleri (1996 ve 1997 Yılları)....	46
Tablo 4: Türk Bankacılık Sektörü Toplam Açık Pozisyon (1988-1993)	58
Tablo 5: 1990-2000 Yılları Başlıca Ekonomik Göstergeleri.....	62
Tablo 6: İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük, Ortalama ve Standart Sapma	66
Tablo 7: Türkiye'de Ekonomisi'nde Finansal Kırılganlık Göstergeleri.....	104
Tablo 8: İç Borç Stokunun Yapısı	109
Tablo 9: Dış Borç Stokunun Profili (Milyar Dolar)	113
Tablo 10: Madencilik ve Taşocakçılığı Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası.....	140
Tablo 11: Gıda, İçki ve Tütün Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası	142
Tablo 12: Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası	143
Tablo 13: Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası.....	144
Tablo 14: Kağıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası.....	145
Tablo 15: Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Ürünleri Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası.....	146
Tablo 16: Taş ve Toprağa Dayalı Sektör Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası	147
Tablo 17: Metal Ana Sanayi Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası.....	148
Tablo 18: Metal Eşya, Makine ve Teçhizat ile Mesleki Aletler Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası	149
Tablo 19: Otomotiv Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası.....	150
Tablo 20: Diğer İmalat Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası	151
Tablo 21: Elektrik Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası	152

Tablo 22: Sektörlere Göre, Bağımlı Değişkenler İçin Anlamli Olan Bağımsız Değişkenler.....	153
Tablo 23: Sektörlere Göre Determinasyon Katsayısı (R^2)	154
Tablo 24: Bağımlı Değişkenler İçin Anlamli Olan Bağımsız Değişkenler	156
Tablo 25: Tüm Sektörler İçin Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hata.....	156



GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Birinci Nesil Modeller: Para-Rezerv İlişkisi.....	20
Grafik 2: Üçüncü Nesil Modeller	27
Grafik 4: Üçüncü Nesil Modeller	28
Grafik 5: Meksika'nın Sermaye Hareketleri (GSYİH'nin Yüzdesi olarak).....	32
Grafik 6: Kredilerin GSYİH'ya Oranı.....	34
Grafik 7: Özel Sektöre Açılan Krediler (GSYİH'nin yüzdesi olarak)	35
Grafik 8: 1992-1997 Yılları Arası Döviz Kuru	55
Grafik 9: Merkez Bankası Döviz Rezervleri	56
Grafik 10: Dış Ticaret Dengesi.....	59
Grafik 11: Toplam Açılan Şirket Sayısı	90
Grafik 12: Toplam Kapanan Şirket Sayısı.....	90
Grafik 13: GSMH ve GSYİH Artış ve Azalış Oranı (1992-2003).....	92
Grafik 15: Yıllar İtibariyle Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)	102
Grafik 16: Yıllar İtibariyle Cari İşlemler Açığı (Milyon \$)	102
Grafik 17: Yatırım Harcamaları Artış Hızı	103
Grafik 18: Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri.....	105
Grafik 19: İç Borç Faiz Ödemeleri / Toplam Vergi Gelirleri.....	105
Grafik 20: Net Yeni İç Borçlanma Miktarı / İç Borç Stoku	106
Grafik 21: İç Borç Stoku (Milyar TL).....	110
Grafik 22: Yıllar İtibariyle İthalat Rakamları (Fiyat, 1994=100).....	111
Grafik 23: Yıllar İtibariyle İhracat Rakamları (Fiyat, 1994=100).....	112
Grafik 24: Yıllar İtibariyle Cumhuriyet Altını ve Külçe Altın Fiyatları	124
Grafik 25: Yıllar İtibariyle Reşat Altını Fiyatları.....	124

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Sistemik Krizin İşleyişi 129



ÖZET

Finansal kırılganlık, finansal sistemin duyarlılığı nedeniyle küçük, rutin ekonomik şokların büyük ölçekli finansal krizlere dönüşümünü ifade etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal yapılarının gelişmiş ülkelere göre daha kırılgan olduğu söylenebilir. Finansal kırılganlığı azaltan unsurlar, piyasaların etkinleşmesi, derinleşmesi, asimetrik bilginin azalması ve mali sisteminin disipline edilmesi olarak gösterilebilir. Finansal kırılganlığın azalmasına bağlı olarak ülkenin borçlanma miktarı makul düzeye inebilecektir. Ancak, sadece faiz ve enflasyon oranının düşmesi, büyümenin sağlanması yeterli olmayacaktır. Bunun istikrarlı ve sürdürülebilir olması gerekmektedir. Globalleşmeyle birlikte, gelişmekte olan ülkeleri krizle karşı karşıya bırakan sermayenin serbest dolaşımı, gelişmekte olan ülkelerin borç yükünün artmasına, makroekonomik göstergelerinin bozulmasına, işsizlik oranının giderek artmasına neden olmaktadır. Bunun engellenebilmesi için ülkeye gelen sermayenin reel yatırımlara yönlendirilmesi sağlanmalıdır.

Bu çalışmada, yaşanan finansal krizlerin ve Türkiye'nin finansal yapısının kırılganlığının şirketler üzerindeki etkilerini inceleyebilmek amacıyla regresyon analizi yapılarak kırılganlığın azaltılabilmesi için alınması gereken önlemler üzerinde durulmuştur.

ABSTRACT

Financial fragility can be defined as the transformation of small and routine economic shocks into large scale financial crises, due to the sensitivity of the financial system.

It can be argued that the financial structures of the developing countries are relatively more fragile than those of the developed countries.

Effectiveness and depth of the markets, diminishing asymmetric information and the regulation of the financial system can be stated as the primary factors decreasing financial fragility. Depending on the decrease of financial fragility, the total debt of the country may also be decreasing to the reasonable levels. The decrease of the inflation and interest rates alone, will not be enough for assuring the growth. The effect should be stable and sustainable. Through globalization; the free movement of capital, which brought the developing countries face to face with crisis, is causing the debt burden of the developing countries to increase macroeconomic indicators to deteriorate and unemployment to rise. To prevent that, the flow of capital into the country should be directed to real investments.

In the study, the necessary measures for reducing financial fragility are being examined, using a regression analysis to observe the effects of the recent financial crises and Turkey's financial structure on the companies.

GİRİŞ

Ulusal düzeyde meydana gelen krizler globalleşmenin de etkisiyle ülke sınırlarını aşarak, diğer ülkeleri de etkilemekte; uluslararası düzeyde krizlere neden olmaktadır. Krizler uluslararası alanda sermaye hareketlerinin hızla artışı ve finans piyasalarının bütünleşmesiyle birlikte, finans piyasalarıyla sınırlı kalmayıp ekonominin diğer alanlarına da sıçramaya başlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarına giren yabancı sermaye, istikrarsızlık baş gösterdiğinde piyasadandan çekilmekte ve ülke ekonomisini hızla krize sürüklemektedir. Bu ülkeler, gelişmekte olan ülkeye sermaye girişi sağlayarak, ekonomik göstergelerinde artışa neden olmaktadır. Ancak ekonomide yaşanan en ufak dalgalanma neticesinde ülke kendini çok daha büyük bir krizin içinde bulabilmektedir.

Finansal krizleri açıklayabilmek için çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Para krizlerine hatalı iktidar politikalarının neden olduğunu ileri süren Birinci Nesil Modellere göre; aşırı genişleyici para ve maliye politikaları, finansal krizlere neden olmaktadır. İkinci nesil modeller, makro ekonomik değişkenlerde bir değişim olmasa da bir krizin ortaya çıkabileceğini savunmaktadır. Üçüncü nesil modellerde, döviz krizi sürecindeki temel problem olarak bankacılık sisteminin sorunları görülmektedir. Üçüncü nesil modeller asimetrik bilgi ve ters seçim problemlerini de açıklayabilmektedir.

Dünya çapında sermayenin serbest dolaşmaya başlamasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerde; devalüasyonun sürekliliği, borç ödemelerinin yapılmaması ve finansal krizler kaçınılmaz olmuştur. Bu nedenle, çalışmada son on yılda dünyada yaşanan Meksika (1994), Güneydoğu Asya(1997), Rusya (1998) ve Brezilya (1999) Krizleri ile Türkiye'de yaşanan 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 Krizleri anlatılmış; krizlerin nedenleri, yarattığı etkiler ve krizlerden çıkış yolları üzerinde durulmuştur.

Kırılgan bir yapıya sahip finansal sistemde, bir firmanın borcunu ödeyememe durumu zaman içinde diğer firmaları da etkileyebilmekte ve onları da iflasa götürebilmektedir. Bu firmalardan büyük olanların korunması için devlet tarafından yardımlar yapıldığı görülmektedir. Bu da kamu harcamalarının artmasına neden olmaktadır. Yapısal reform

dikkate alınmadan uygulanan ekonomi politikaları kırılganlığı daha da arttırmakta, tasarruf ve yatırım oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Bu durumda diğer işletmeler yatırım yapmak için kredi bulamamakta ve bir süre sonra borçlarını ödeyemez duruma gelmektedir. Ardından bu bir kısır döngüye dönüşmekte, ekonomiyi krize sürüklemektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde sıkça yaşanan bu gelişme, kırılgan yapısı nedeniyle Türkiye Ekonomisi'nde de etkisini göstermektedir.

Türkiye Ekonomisi incelendiğinde; kırılganlık göstergeleri olarak Kısa Vadeli Dış Borçların Merkez Bankası Uluslararası Rezervlere oranı, İç Borç Faiz Ödemelerinin Toplam Vergi Gelirlerine Oranı, İç Borç Faiz Ödemelerinin Net Yeni İç Borçlanma Oranları gösterilebilmektedir. Türkiye'nin yaşadığı büyük ekonomik krizlerin öncü göstergelerine ve krizin ekonomi üzerindeki etkilerine bakıldığında Türkiye Ekonomisi'nin kırılganlığının yüksek olduğu söylenebilir.

Çalışmanın birinci bölümünde; finansal krizleri, nedenleri, krizleri açıklamaya yönelik modeller ile dünyada ve Türkiye'de son on yılda yaşanan krizler anlatılmaktadır. Krizle ilgili yapılan açıklamalardan sonra bu krizlere neden olan; finansal sistemin duyarlılığı nedeniyle küçük, rutin ekonomik şokların büyük ölçekli finansal krizlere dönüşmesini ifade eden finansal kırılganlık, çalışmanın ikinci bölümünde anlatılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, bir mali piyasanın temel unsurlarından olan para piyasaları, bankacılık ve sermaye piyasaları gibi alt endüstrilerin bünyelerinde karşılaşılan ödeyememezlik durumunda oluşan riski ifade eden sistemik risk ile Bu risklere bağlı olarak yaşanan ve bulaşıcı etkisi olan krizleri ifade eden sistemik kriz ele alınmıştır. Kredi, takas ve ödeme, piyasa, likidite, operasyonel ile hukuki riskler ise sistemik risk kaynakları başlığı altında incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde Türkiye'nin kırılgan finansal yapısının işletmeler üzerindeki etkilerini açıklamayı hedefleyen bir model kurulmuştur. Kullanılan regresyon analizi yöntemiyle finansal kırılganlığın temel göstergelerinin, İstanbul Sanayi Odası tarafından belirlenen 500 Büyük Sanayi İşletmesi üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

BÖLÜM I

FİNANSAL KRİZLER, NEDENLERİ VE GÖSTERGELERİ

1.1. FİNANSAL KRİZ

Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır. Krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilerine bağlı olarak, giriştikleri spekülâtif ataklar sonucu başlar ve bu atakların yoğunluğu ölçüsünde şiddet kazanır¹.

Finansal kriz ise faiz oranlarının, varlık fiyatlarının, ödemeler dengesinin bozulması ve mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin çoğunun ya da tamamının kısa zamanda ve keskin bir biçimde sapma göstermesi olarak tanımlanabilir².

¹ Aslan Eren ve Bora Süslü, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", *Yeni Türkiye Dergisi* (Eylül-Ekim 2001), Sayı: 41, Yıl: 7, s. 1.

² Morris Goldstein ve Philip Turner, *Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri*, Çev. Ali İhsan Karacan, İstanbul: Dünya Yayınları, 1999, s.14.

Uluslararası alanda sermaye hareketlerinin hızla artışı ve finans piyasalarının bütünleşmesi sürecinde, finans piyasalarıyla sınırlı kalmayarak, hem ülke ekonomisinin diğer alanlarına, hem de diğer ülkelere yayılan birçok kriz yaşanmıştır. 1980’li ve 90’lı yıllarda dünyada yaşanan krizler genel olarak finansal kriz kapsamında ele alınmıştır³.

Finansal krizlerin doğuşu ve gelişimi konusunda standart bir yaklaşımın olmamasının en önemli nedenlerinden biri, farklı zaman ve farklı ülkelerde karşılaşılan krizlerin yapı ve özelliklerinin genel çerçeve olarak benzese de detaylar konusunda farklılık içermesidir. Yaklaşımların bir kısmı global finansal hizmetler sektörünün mimarisinin yeniden kurgulanmasını ön planda tutarken, bazıları ulusal piyasaların yapı ve özellikleri yanında global sistemle ilişkilerinin yeniden düzenlenmesine daha fazla ağırlık verme eğiliminde olmuştur⁴.

1980’den itibaren bankacılık sisteminde 67 kriz olmuş, bunun 52’si gelişmekte olan, 15’i de gelişmiş ülkelerde gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde iç finansal sistemde meydana gelen bir kriz, döviz kurunu, ödemeler dengesini ve dış borçları etkilemektedir. Öte yandan sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar ve döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalar da iç finansal sistemi etkileyebilmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise döviz kurundaki dalgalanmalar, iç finansal sistemi; iç finansal sistemde meydana gelen dalgalanmalar da döviz piyasasını etkilememektedir⁵.

Gelişmiş ülkelerde reel üretim sürecinde değerlendirilemeyen sermayenin, dünya ölçeğinde rant arayışı, uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin gelişimin temel belirleyicisi olarak görülmektedir. Reel üretimde giderek daha az karlılıkla yeniden yatırılabilen sermayenin artan bölümü, reel üretim alanından uzaklaşmıştır. Banka ve kredi sistemine ödünç verilen sermaye olağanüstü artarken, reel üretime yönelen sermayenin azalması ve GSYİH’de reel yatırımların payının düşüşü, bu yönelişin somut göstergesidir⁶.

³ Gülten Demir, *Asya Krizi ve IMF*, İstanbul: Der Yayınları, 1999, s.58.

⁴ Nazım Ekren, “Ekonomik/Finansal Kriz Riski”, *Activeline*, Nisan 2004, s.1.

⁵ Ali Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, Ankara: İMKB Yayınları, Aralık 2002, s.155.

⁶ Demir, s.59.

Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları kırılığandır. Finansal sistemin zayıf ve kırılğan olması, sistemin yapısından, işleyiş mekanizmasından ve bankacılıkta kredi ilişkilerinin yapısından kaynaklanır. Bu çerçevede finansal kriz, bazı dışsal etmenlerin finans sistemindeki kırılğanlıkla etkilenerek, hasar yaratması olarak tanımlanabilir⁷.

Sermayenin az gelişmiş ülkelerde spekülâtif alanlara yönelmesi; dünya ekonomisindeki gelişmeler, ülkelerin iktisat politikası uygulamaları, finans piyasalarının istikrarsızlık yaratıcı etkileri gibi birçok faktörün karşılıklı etkileşimi sonucunda ortaya çıkan bir durumdur. Sermaye, yalnız reel üretim sürecinde kendini arttırabileceğinden, ödünç alınan sermayenin faizi ile birlikte geri ödenebilmesi, ancak reel üretimde değerlendirilmesi ile mümkün olabilir. Bunun sağlanamaması ile yaşanan krizler az gelişmiş ülkeler açısından borç krizi olarak görünmektedir. Böylece hem gelişmiş ülkelerde hem de az gelişmiş ülkelerde, sermayenin reel üretiminde yeterli kar oranı ile değerlendirilen bölümünün giderek azalması, 1980'li ve 90'lı yıllarda yaşanan krizlerin temel nedenini oluşturmuştur⁸.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler, gelişmiş ülkelere farklı olarak sistemik krize dönüşmektedir. Bu durum, gelişen ülkelerin hem makro düzeyde ekonomilerinin genel yapısı ve işleyişinden hem de mikro düzeyde finans sisteminde ve finans sisteminin dışında faaliyet gösteren firmaların özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Genel olarak, gelişmekte olan ülkelere finansal krizlerin sistemik krize dönüşmesi, finansal liberalizasyon dönemlerini izlemektedir. Kredi ve mevduat faizlerinin serbest bırakılması, döviz kontrollerinin gevşetilmesi ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, menkul kıymet borsaları ve Interbank gibi finansal piyasaların işlemeye başlaması ile finansal sistemin yasal çerçevesini belirleyen düzenlemelerin sonucu esneklik kazanmasına bağlı olarak yabancı sermaye akımlarının artması gibi durumlar, finansal liberalleşmeyi izlemektedir. Bu sırada ülkelerin hızlı büyüme ve istihdamı artırma arzularının, düşük maliyetli dış kaynak kullanma olanaklarıyla birleşmesi

⁷ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans Teori Kurum Uygulama*, Bursa: Ekin Yayınları, 2001, s.553.

⁸ Demir, s.61.

sonucu ekonomide borçluluk rasyonel olmayan bir şekilde büyümektedir. Bir ekonomide finansal krizin göstergeleri olarak şunlar üzerinde durulmaktadır⁹:

i. Makro Ekonomik Değişkenler:

- Aşırı kredi genişlemesi,
- Dış açıklar,
- Ekonominin büyüme hızı,
- Dış ticaret hadleri,
- Yurt içi faiz oranları,
- Yerli paranın aşırı değerlenmesi gibi döviz, kurunda meydana gelen sapmalar,
- Enflasyon oranı,
- İç ve dış borçlar,
- Beklenmedik bazı gelişmeler (petrol fiyatlarının artması gibi)

ii. Mikro Ekonomik Değişkenler:

- Bankaların kur riski ve açık pozisyonları,
- Kredi riski,
- Sermaye yeterlilik rasyosu,
- Mevduatların GSYİH'ye oranı,
- Hisse senedi fiyatları,
- Ortalama sermaye karlılığı oranı.

Finans krizini başlatan unsur her ülke için tamamen farklı olabildiği gibi, ülke içinden ya da dışından gelebilir. Örneğin ülke içinde krizin başlatıcısı politik istikrarsızlık ya da daha önce ölçüsüz sermaye akışının söz konusu olduğu gayrimenkul veya banka sektörü gibi bir alandaki çöküş olabilir. Böyle bir çöküş diğer sektörleri ve sonra da bütün ekonomiyi etkiler. Ülke içinde krizin ateşleyicisi ülkede fiyat artışlarının, ülke parasının bağlandığı sağlam paranın ait olduğu ülkeden daha hızlı oluşu nedeniyle, paranın reel değer kazanması ve ihracat konusunda karşılaşılan sorunlar da olabilir. İhracat sorunları, ülke parasının bağlandığı sağlam paranın diğer paralar karşısında değer kazanmasıyla da ortaya çıkabilir. Bu durumda ödemeler bilançosundaki

⁹ Başoğlu, s.558.

bozulmanın nedeni dış etkenler olmaktadır. Uzun vadeli ödemeler bilançosu açıklarının sonuçta ülke parasının değerinin düşürüleceği beklentisini getirmesi, ülkeye sermaye yatırımlarının güveninin kaybolmasına yol açarak ülke dışına sermaye çıkışını başlatır. Sermaye çıkışı yurt dışında daha cazip yatırım fırsatları nedeniyle de başlayabilir. Her durumda kısa vadeli sermayenin çıkışı, bir yandan kamu kesimi ve menkul kıymetler, diğer yandan para üzerinde bir baskı oluşturur.

Para üzerindeki baskı ikinci aşamayı, krizin spekülasyon derinleşmesini başlatır. Spekülatörlerin planlarını, paranın değerindeki düşüşün süreceği üzerine kurmaları ve bundan kar etmek istemeleri krizi derinleştirir. Spekülatörler ülke parasıyla kredi alır ve hemen paraya çevirir, beklerler. Kredinin süresi dolduğunda, sağlam paranın bir bölümü krediyi ödemek için yeterli olur, geriye kalan spekülasyonun karıdır. Üçüncü aşamada, finans krizi bir ülkeden diğer ülkeye yayılır. Finans piyasalarının globalleşmiş olması ve ticari ilişkilerin yoğunluğu krizin diğer ülkelere yayılmasında etkili olur. Örneğin, Japonya'da banka krizi Kore'deki Japon Bankası'nı çökerterek orada krizin ateşleyicisi olmuştur. Krizin yaşandığı ülkede para değerindeki düşüş ülkenin rekabet gücünü arttırıp, ithalatını pahalılaştırdığından daha az ithalat yapılması, birbiriyle ticaretin yoğunluğu ölçüsünde komşu ülkelerin ödemeler bilançosunu da olumsuz etkiler. Her iki yolla finans krizinin ateşleyicisi ithal edilmiş olur. Sonra aynı şekilde gelişir ve içeride derinleşerek dışarıya yayılır¹⁰.

Finansal krizlerle ilgili iki tür göstergeden söz edilebilmektedir. Bunlar, ülke koşullarının yatırım riskinin arttığını gösteren ve bu nedenle finansal bir krizin doğacağı konusundaki beklentileri besleyen ön göstergeler ile yaşanan krizin boyutları hakkında bilgi veren temel göstergeler olmaktadır¹¹.

Finansal krizlerin doğacağına dair ön 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. (Tablo.1) 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 spekülasyon için ekonominin fazla ısındığının bir göstergesi olmaktadır. Kriz

¹⁰ Demir, s.64.

¹¹ Eren, s.1.

beklentisinde dikkate alınan diğer bir gösterge M1 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 açıkların GSMH'ya oranı olmaktadır. Bu oranın % 4'ü geçmesi durumunda, ülkenin finansal kriz açısından tehlikeli bölgeye girmiş olduğu kabul edilir.

Tablo 1: Krizlerin Belirtileri ve Temel Göstergeleri

Belirtiler	Gösterge	Kritik-Şok İşareti	Yorum
Aşırı Borçlanma Çevrimi	M2 Para Çarpanı İç Krediler/GSYİH İç ve Dış Finansal Liberalizasyon	Pozitif Pozitif	Bankacılık ve Para Krizlerinin her ikisi de finansal sistemin liberalizasyonu ve sermaye akımlarındaki kısıtlamaların kaldırılması ile beslenen aşırı kredi artışı ile bağlantılıdır.
Banka İflasları	Mevduatlar	Negatif	Bankacılık ve Para Krizleri banka iflaslarını izler.
Para Politikası	Aşırı M1 Para Arzı	Pozitif	Gevşek para politikası para krizini besler. Devalüasyon bankacılık sektörünün sağlığını bozduğu ölçüde bankacılık krizini de tetikler.
Cari İşlemler Dengesi Problemleri	İhracat İthalat Dış Ticaret Haddi Reel Döviz Kuru	Negatif Pozitif Negatif Negatif	Aşırı değerlenmiş reel döviz kuru ve zayıf dış ticaret dengesi para krizinin bir boyutunu oluşturur. Rekabet gücünün kaybolması, ticari sorunlar ve kredi kalitesinin düşmesi bankacılık sektörünün kırılganlığını artırır. İhracatta büyük düşüşler, ticaret hadlerinin bozulması ve ithalatta patlama finansal krizlerin belirtileri olarak yorumlanabilir.
Sermaye Hesapları Problemleri	Rezervler M2/Rezervler Reel Faiz Haddi ile Dünya Faiz Hadlerinde Farklaşma Dış Borçlar	Negatif Pozitif Pozitif Pozitif	Yüksek dünya faiz hadleri sermaye kaçışına yol açtığından, para krizlerinin habercisidir. Ülkenin dış borçları arttıkça sermaye hesabı problemleri önem kazanır. Borçların sürdürülebilirliği kuşkusu artar. Kısa vadeli borç artışı ülkenin dış şoklar karşısında kırılganlığını artırır. Para krizi, bankacılık krizini derinleştirir.
Düşük Büyüme	Üretim İç Reel Faiz Hadleri Kredi/Mevduat Oranı Hisse Senetleri Fiyatları	Negatif Pozitif Pozitif Negatif	Resesyon ve aktif fiyatlarının yükselmesi ve düşmesi finansal kriz habercisidir. Kredi/Mevduat oranındaki artış kredi kalitesinin bozulmasına yol açar.

Kaynak: Turan Yay, Gülşün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, Yayın No: 2001-47, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2001, s.161.

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 başlıcalarıdır¹².

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına erişiminin sınırlı olması, ulusal para birimleri üzerinden borçlanamamaları ve makro dengeleri sağlam olsa bile belli bir ülke risk primi ve dolayısıyla dünya faiz oranından daha yüksek faizle borçlanabilmeleri, kendi kriz riskini kendisi yaratan bir sürece yol açmaktadır. Bu durumun döviz kuru politikasının bu ülkelerde kendisinden beklenenin tersi yönde de etki yaratabileceğini akla getirmektedir. Yaşanacak şoklara karşı uygulanması gereken politikalar konusunda Stanley Fischer sıkı para ve güçlü döviz kuru politikalarını savunurken, Stiglitz gevşek para politikalarından ve zayıf döviz kurlarından yanadır. Velasco'ya göre finansal açıdan güçlü bir ülke gevşek para politikası uygulayabilir. Eğer kırılgan bir finansal yapı söz konusuysa sıkı para politikası daha akılcıdır¹³.

1.2. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Çoğu finansal kriz, sonrasında iflaslara neden olan likidite krizlerine döndürür. Genellikle olumsuz nakit akışında kendini gösteren likidite krizlerini tetikleyen olayların pek çok nedeni olabilir. Temelde finansal bir krizin nedeni; alınan kötü kredi kararları, aşırı üretim, en büyük kredi verenin kaybı, yasal düzenlemeler, hükümetlerin aldıkları kararlar ya da en büyük müşterinin kaybı olabilir¹⁴.

¹² Eren, s.2.

¹³ Andres Velasco, "Finansal Aksaklıklar ve Yükselen Piyasalarda Döviz Kuru Politikası", Düz.Ali Molla Serasker, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Kasım 2002, s.35.

¹⁴ John K.S. Chong, Donald R. Escarraz, "Anticipating and Dealing With Financial Crisis", *Management Decision*, Vol:36, Issue 9/10, s.637.

1.2.1. Alınan Kötü Kredi Kararlarından Kaynaklanan Krizler

Yetersiz kredi kontrolü ya da aşırı serbest (over-liberal) kredi politikası, genellikle alacaklılar hesabında aşırı bir artışa neden olmaktadır. Bu durum, satış hacminde kontrolsüz bir artış olduğunun göstergesidir. Piyasa canlandığına dair küçük bir işaret olduğunda kötüleşme eğilimindedir. Kısa vadeli borç hemen tüketilebilmesine rağmen bu kredi kaynağı genellikle kullanılır. Belirli zaman periyotlarında normalin üzerinde seyreden alacaklar hesabı tutarındaki büyük yükselişler aşırı karlılığa sebep olabilir. Böylece geçmiş yılların hatalarının muhasebeleştirilmesi için bir yıl içindeki kötü borç harcamaları ya da yeniden yapılandırma maliyeti bir bedele neden olabilir. Yani, kredi yardımıyla bazı hataların finanse edilebilmesi için eninde sonunda hissedarlara ihtiyaç duyulmaktadır.

1.2.2. Aşırı Üretimden (Overproduction) Kaynaklanan Krizler

Aşırı üretim, piyasa talebinin doğru yorumlanamamasından kaynaklanabilir. Piyasanın sapma eğiliminde olduğunun farkına varmayan, yüksek seviyede üretim yapmaya devam eden bir firma, bazı yollarla finanse ederek oluşturduğu stoklarında, alacak hesaplarındaki artışlar durumunda olduğu gibi ağır bir artış olduğunu görecektir. Üretimini adım adım yavaşlatmadıkça, büyük bir olasılıkla karda negatif bir etki yaratarak stok tutarındaki büyük artışı hesaba katmayarak güçlenmiş görünecektir.

Bazı durumlarda aşırı üretim, yeni bir ürünün tahmin edilenin üzerinde olan piyasa potansiyelinden dolayı doğrudan yükselebilir. Eğer yöneticileri yakın gelecekte ürünlerine olan talebin artacağı yönündeki yanlış inancı nedeniyle yüksek düzeyde üretim yapılmasına izin verirse, aşırı üretimin likidite üzerinde istenmeyen etkileri özellikle bu tür küçük ölçekli firmaların büyük firmalara oranla üzerindeki etkisi daha fazla olacaktır. Daha küçük firmalar geçici olarak krizi erteleyebilmek için daha düşük miktarda kısa vadeli kredi kullanırlar. Daha büyük firmalar, faaliyet alanları daha geniş olduğundan aşırı üretimin olumsuz yanlarından küçük firmalar kadar etkilenmezler.

1.2.3. En Büyük Kredi Arz Edeni Kaybetmekten Kaynaklanan Krizler

Krediyi arttırmak için en büyük kredi vereni reddetmek, ani likidite krizine neden olan dış etkenlerden biridir. Daha küçük firmaların bu durumda kendilerini bulma şansının daha yüksek olmasına rağmen, bu durumla bütün büyüklükteki firmalar karşılaşabilir. Kredi veren tarafın desteğini çekmesinin pek çok nedeni olabilir. Yeni bir ürünün satış performansının kötü olması ya da yeni bir pazarda yeterli büyüme gösterememesi örnek olarak gösterilebilir. Konjonktürel dalgalanmanın durumuyla da ilgili olan ekonominin durumu, şirketlerin risk oranlarını yeniden tetkik etmek ve kredinin yenilenmemesi konusunda karar vermek için kredi verenleri harekete geçirebilir¹⁵.

1.2.4. Yasal Düzenlemelerden Kaynaklanan Krizler

Likidite krizinin temel nedenlerinden biri de iflasın eşiğinde olan bir firma için yasal düzenlemelerdir. Örneğin, çevreyi korumak amacıyla yapılan yasal düzenlemeler şirketler için büyük harcama gerektirebilir. Bu durum şirketin karlılığını büyük ölçüde düşürebilir. Bu harcamaları finanse etmesi konusundaki başarısızlığı, firmanın önemli bir bölümünün ya da tamamının faaliyetlerinin durmasına sebep olabilir. Doğal hayattaki bir takım ağaçları, bitkileri ya da hayvanları korumayı hedefleyen düzenlemeler, üretim kaynaklarının ya da pazarların kaybına neden olabilir. Sermaye harcamaları yerine, likidite krizinin çözümü şirketin diğer mevcut ürünlerinin ya da yeni ürünlerin satışlarının yükselmesini başarma yeteneğine bağlı olan bazı düzenlemelerle sağlanabilir¹⁶.

1.3. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

1.3.1. Yabancı Yatırımlar

Ülkelerin çektiği yabancı kaynak türlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri farklı olabilmekte ve kısa vadeli fon girişleri çok olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. 1994 yılında yaşanan Meksika Krizi'nde olduğu gibi kısa vadeli fon girişleri hızla artmakta

¹⁵ Chong, s.637.

¹⁶ Chong, s.638.

ancak bu fon yatırım yerine tüketim harcamalarına yönelmektedir. 1990-1994 döneminde Meksika'ya yönelik toplam yabancı sermayenin %47'si kısa vadeli fonlardan oluşmaktayken, aynı dönemde bu oran Çin'de %8,7, Endonezya'da %16, Malezya'da %23 ve Tayland'ta %27 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ani sermaye çıkışlarının mümkün olduğu ekonomilerde, yeni portföy yatırımı şeklinde gelen fonların bulunması durumunda bankacılık sektöründe kriz çıkma ihtimali artmaktadır.

1.3.2. Hükümetlerin Politikası ve Makro Ekonomik Değişkenler

Hükümetlerin, yatırımcıların güvenini kaybedecek makro ekonomik politikalar izlemesinden kaynaklanmaktadır. Aşırı yatırım, aşırı dış borçlanma, aşırı ödemeler dengesi açığı gibi politikalar yatırımcıların güvenini kaybedecek politikalar olarak görülebilir. Krizin, özellikle büyüme hızı düşük, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde çıkma olasılığı çok daha fazladır. Bununla beraber yüksek reel faiz hadleri ve ödemeler dengesindeki bozukluklar da kriz ihtimalini artıran unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.3.3. Bankaların Yapısı

Bankaların topladıkları fonların vadesi genellikle sattıkları fonların vadesinden daha düşüktür. Kriz öncesi banka varlıklarında azalma, borçluların borçlarını ödememelerinden (kredi riski) kaynaklanabilir. Kredi riski, portföy çeşitlemesi, teminat alınması ve borçluların iyi denetlenmesi ile azaltılabilir. Ancak bütün bunlar kredi riskini tamamen ortadan kaldırmaz. Ayrıca kredi riski olmadan da bankaların bilançoları bozulabilir. Bu, aktif getirilerinin pasiflere ödenenden daha az olması halinde gerçekleşir. Bu durum ya kısa vadeli faizlerde önemli sıçramaların olması ya da borçlar ile alacakların farklı döviz cinsinden olması durumunda ortaya çıkar¹⁷.

Ekonomi için verimli yatırımı kolaylaştıran bilgi üretimi aktiviteleriyle çalışmalarından dolayı finansal araçlar özellikle de bankalar, finansal piyasalarda çok önemli bir role sahiptirler. Asimetrik bilginin artmasında ve ardından krizlerin oluşmasında dört temel

¹⁷ Alp, s.157.

faktör vardır. Bunlar, finansal sektör bilançolarının kötüleşmesi, faiz oranlarındaki artış, belirsizliklerin artışı ve varlık fiyatlarını arttırdığından dolayı finans dışı sektörün bilançolarının kötüleşmesidir¹⁸.

1.3.4. Asimetrik Bilgi

Asimetrik bilgi problemi, projeyi hazırlayan tarafın, tasarlanmış olan yeni projenin yapıları ve başarı olasılığı hakkında yatırımcıya göre genellikle daha fazla bilgiye sahip olması gerçeğine dayanır¹⁹.

Finansal krizlerin oluşmasında temel neden olarak enformasyon akımında ortaya çıkan aksaklıklar gösterilmektedir. Enformasyon akımında ortaya çıkan eksiklikler finansal sistemin etkin çalışmasını engellemekte ve krize neden olmaktadır. Asimetrik bilgi problemi, bir sözleşmedeki iki tarafın farklı bilgiye sahip olması halinde söz konusudur. Borç alan taraf yatırım projesinin getirisini ve riskini bankadan daha iyi bilmektedir. Asimetrik bilgi iki sonuca neden olabilir: Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike.

Ters seçim (adverse selection), fon talep eden tarafın ya da fonun plase edileceği yatırımın risklilik ve geri ödeme yeteneği gibi yapısal özelliklerinin, fon kullandıran tarafından tam, doğru ve kesin olarak bilinmemesinden kaynaklanan bir asimetrik bilgi sorunudur. Konuyu 2001 yılında Nobel İktisat Ödülü alan George Akerlof²⁰, *ikinci el otomobil piyasası* (Lemon Market) yaklaşımının finans piyasasına uyarlanmasıyla açıklanabilir. Akerlof'a göre, bir ikinci el otomobil piyasasında satıcı taraf otomobil hakkında tam bilgiye sahipken otomobili almak isteyen taraf tam bilgiye sahip değildir. Yani araba dışarıdan bakıldığında iyi görünmesine rağmen alıcı taraf, daha önce bu arabayla kaç kez kaza yapmış, motoru zarar görmüş mü, bunu bilemez. Bu nedenle aslında arabanın piyasa fiyatının çok üzerinde satılabilir. Bu durumda ikinci el piyasasında olup göreceli daha iyi durumda arabaya sahip olan satıcılar, arabayı değerinin altında satamayacağından piyasadan çekilirler ve ikinci el piyasası böylece sadece kötü durumdaki arabalara kalır. Kredi piyasasında da durum aynıdır. Riskli

¹⁸ Jo on-Ho H ahm ve F rederic S. M ishkin, "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective", *Emerging Markets Review*, Vol:1, 2000, s.22.

¹⁹ Bronwyn H. Hall, "The Financing of Research and Development", *University of California at Berkeley National Bureau of Economic Research*, January 2002, s.7.

²⁰ George A. Akerlof, "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol:84, 1970, s.488.

projeler yüksek faiz oranından kredi almaya razıdırlar. Çünkü eğer proje başarılı olursa getirisi de yüksek olacaktır. Başarısız olursa da bu maliyet kredi verene yüklenecektir. Piyasa faiz oranı yükseldiğinde sağlam projeler bu faiz oranını kabul edemeyeceklerinden piyasadan çekilirler. Böylece piyasa sadece riskli projelere kalır. Bu durumu ortadan kaldırmak ya da en azından olumsuz etkisini azaltmak için kredi veren taraf kredi tayinlemesine gider. Mevcut kredi miktarını dağıtırken faiz oranının çok fazla yukarıya çıkmasına izin vermeden daha düşük faizle, kredi talep edenleri seçerek dağıtır. Böylece kredilerin geri dönme olasılığını da arttırmış olur.

Ahlaki tehlikede, başlangıçta bilginin simetrik olduğu ancak sözleşme gerçekleşikten sonra taraflardan birinin özelliklerinde diğerinin gözlemleyemediği ve sözleşme koşullarını etkileyecek değişiklikler olması şeklinde tanımlanmaktadır. 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 (hidden information) bulunması nedeniyle farklı karar verilmesi (ters seçim) ve anlaşma sonrasında bu saklı bilginin ortaya çıkması sonucu taraflardan birinin zarar görmesi söz konusudur. Bu durumda piyasada iyi ile kötü kaliteli malları ayırt edecek başka bir ifade ile ters seçime engel olacak bazı işaretlere, sinyallere ihtiyaç vardır. Bu sinyaller ters seçimi ve ahlaki tehlikeyi engelleyerek piyasanın daha etkin işlemlerini sağlamaktadır. Pazardaki ürünle ilgili bazı araçlarda kalitedeki belirsizliği ve bilgi farklılaşmasının yarattığı riski azaltmaktadır²¹.

Kredi sözleşmesi yapılırken kredi veren taraf, yüksek faizle yüksek riskli projelere kredi vermek yerine daha düşük faizle kredi tayinlemesi yaparak daha düşük riskli projeler için kredi vermeyi yeğler. Ahlaki Tehlike, borç alanın, borç verenin rızası dışında daha fazla risk almasını tanımlamakta kullanılabilir. Riskli proje sahipleri yüksek faiz oranı da söz konusu olsa krediyi almak isterler. Çünkü proje başarılı olduğu durumda getirisi de çok yüksek olacaktır. Ancak başarılı olamazsa kendi sermayesini koymadığından bütün maliyet kredi veren tarafa yüklenecektir. Bu da ahlaki tehlike sorunudur.

²¹ Güler Aras, "Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü", *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi I. Ulusal Bilgi, Ekonomi Ve Yönetim Kongresi*, Kocaeli: 10 Mayıs 2002, s.195.

Finansal istikrarsızlık, bilgi akışında eksikliklerin olması halinde ortaya çıkmaktadır. Finansal istikrarsızlığın sonucu olarak yatırımlar ile harcamaların finansmanı yapılamamakta ve ekonomi daralmaktadır. Asimetrik bilgi probleminin varlığı halinde finansal istikrarsızlığa faiz hadlerindeki artış, belirsizlikteki artış, varlık fiyatlarındaki değişimler ve bankacılık sektöründe ortaya çıkan problemler neden olabilir.

Yüksek faiz hadlerinde, iyi firmaların daha az borçlanmak isteyecekleri, borçlanmaya çalışan firmaların ise bunu geri ödemede güçlüğü düşecekleri varsayılabilir. Yüksek faiz hadlerinde borçlananların geri ödeyememe riski, bankaları hiç kredi vermemeye itebilir. Bu da ekonomiyi daraltır.

Önemli bir finansal kurumun çöküşü, resesyon, politik istikrarsızlık veya borsada kriz olması gibi nedenlerle belirsizlik artarsa bankaların iyi krediden kötüyü ayırt etmeleri zorlaşır ve bu durumda bankalar kredi vermede isteksiz davranırlar.

Ekonomik birimlerin bilançolarındaki bozulma, ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerini artırarak finansal sistemde istikrarsızlığa neden olur. Bankalar, ahlaki tehlikeyi önlemek amacıyla, kredi verirken bazı varlıkları teminat olarak alırlar. Bunun yanında firmaların net varlıkları da bir teminat fonksiyonu görür. Bunların değerlerinin azalması borçlunun borçlarını ödememe ihtimalini ve ahlaki tehlikeyi artırır. Bundaki artış, bankaların kredi açmasını engeller. Bu da ekonominin daralmasına neden olur. Aynı şekilde borsadaki düşüşler, faiz hadlerindeki değişimler, döviz kurlarındaki beklenmedik dalgalanmalar da firmanın net varlıklarının değerini etkilemektedir²².

Bankacılık sektörünün bilançoları yukarıda belirtilen faiz ve döviz kurunda meydana gelen değişiklikler ve politik belirsizlikler nedeniyle bozulur. Bankacılık sektörünün bilançosunun bozulması, ilk olarak bankaların verebilecekleri fonların miktarını azaltır. Bankacılık sektörünün aracılık yapamaz hale gelmesi tüm ekonomiyi olumsuz yönde etkileyebilir. Genellikle gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar sadece yerli firmalara borç vermektedirler. Bu nedenle yaşanan kriz gelişmekte olan ülkelerde bankaları daha fazla etkilemektedir. Bunun yanı sıra bu bankaların döviz yükümlülükleri bunları döviz şoklarına da aşırı duyarlı yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde düzenleme ve

²² Alp, s.158.

denetlemenin zayıf olması da bankaların zayıflamasına neden olabilir. Düzenlemenin zayıf olmasının iki nedeni olabilir. Birincisi, düzenleyici organların yeterli kaynaklarının olmaması, ikincisi de düzenleyici organların problemleri ileri erteleme yönünde çalışmalarıdır²³.

Asimetrik bilginin borçlanma piyasasında ve özkaynak piyasasında ortaya çıktığı görülmektedir. Bu piyasadaki yatırımcılar ve borç verenler birbirleri ile ilgili tüm bilgilere sahip değildir. Bu nedenle tercihleri yön değiştirmekte ve birileri bu durumdan çıkar sağlamaktadır. Asimetrik bilgi kredi ve sermaye piyasalarında önemli etkiye sahiptir. Piyasalardaki eksik bilgidен kaynaklanan farklı uygulamalar nedeniyle ekonomideki başarısızlıkların ve krizlerin önemli açıklayıcısı durumundadır. Bilindiği gibi neoklasik teori açık, kesin, ve sınanabilir bir öngörüye sahiptir. Pozitif bir fiyatı olan tüm faktörler tamamen kullanılabilir. Son yıllarda, neoklasik teorinin öngörülleri ile gerçekte gözlemlenen durumlar arasındaki belirgin tutarsızlıklara karşı birçok açıklama getirilmiştir. Ampirik gözlemlerin yanlışlığını ortaya koyma amacını taşıyan cevaplardan birisi geleneksel neoklasik teorinin 'normal zamanlarda' işlemediğidir. Diğer yaklaşım ise, ücretlerin ve fiyatların sabit olduğunu kabul etmektedir. Bu yaklaşım tutarsızlığı açısından eleştirilmektedir ve karını maksimize etmeyi amaçlayan rasyonel firmaların niçin fiyatlarını düşürmesi gerektiği sorulmaktadır²⁴.

1.4. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

1.4.1. Birinci Nesil Modeller

Birinci nesil kriz modelleri, para krizlerine esas olarak hatalı iktisat politikalarının neden olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre, para krizleri hatalı politikalarının sabit döviz kurunun sürdürülmesini olanaksız hale getirmesiyle ortaya çıkmaktadır²⁵.

²³ Alp, s.159.

²⁴ Aras, s.196.

²⁵ Demir, s. 66.

Birinci nesil modeller, krizlerin aşırı genişleyici para ve maliye politikalarından kaynaklandığını savunmaktadırlar. Birinci nesil kriz modellerine göre, sabit döviz kuru sistemlerinde para talebindeki büyümeyi aşan bir iç kredi büyümesi yavaş yavaş, fakat sürekli olarak uluslararası rezervlerin azalmasına sebep olmaktadır. Nihai olarak, bu süreç, paraya bir spekülatif saldırı yaratmaktadır. Bu saldırı, rezervlerin ani olarak düşmesine sebep olmakta ve hükümetleri döviz kuru paritesini değiştirmek zorunda bırakmaktadır. Çünkü ekonomik birimler döviz kuru paritesinin nihai olarak değişeceğini düşünmektedirler. Bu çalışmalar, krizleri 1970 ve 1980'lerde Latin Amerika'da ortaya çıkan finansal krizler çerçevesinde açıklamaya çalışmışlardır²⁶.

Birinci nesil kriz teorileri (kanonik kriz modeli) ABD Federal Rezerv'in uluslararası finans bölümünde bulunan Stephan Salant tarafından 1970'li yılların ortalarında geliştirilmiştir. Salant'ın ilgi alanı özellikle o yıllarda gündemde olan altın fiyatları ve resmi altın stoklarının esas alınması ile para krizlerinden çok, reel piyasalarda uygulanan istikrar programlarına odaklanmıştır. Zaten uluslararası aktörler tarafından yürütülecek olan bu tür istikrar programları uluslararası yeni ekonomik düzen isteyenlerin de talepleri arasındadır. Ancak bu tür istikrar programlarının spekülatif saldırılarla sarsılabileceğinden endişe edilmektedir. Çünkü spekülatörler bir malı diğer mallara göre yüksek bir getiri sağlayacağı beklentisi ile ellerinde tutmaktadırlar. Böyle bir malın fiyatı ise en azından faiz oranları ile orantılı olarak artmalıdır. Fiyatın yükselebileceği değer, talebin daha fazla artmayacağı bir noktaya vardığında durmaktadır. Ancak resmi bir kurulun sözü edilen malı sabit bir fiyattan alıp satacağını ilan etmesi halinde farklı gelişmeler yaşanacaktır. Fiyatın yükselebileceği en yüksek düzeyden ellerindeki malı satan spekülatörler hem bunu alma konumundaki kurumun elinde büyük bir stok birikmesine sebep olacaklar hem de piyasada hedeflenen fiyatın üzerinde bir fiyat oluşturacaklardır. Böyle bir gelişme yine spekülatörlerin işine gelecek, ilgili malın alıp satılmasının karlı hale gelmesi bu malın spekülatörlerce toplanmasına yol açacaktır. İstikrarı sağlamak isteyen organ bu aşamada da hala fiyatları kontrol ederek bedelin düşük düzeyde olmasını sağlamaya çalışırsa stoklarını tüketme durumu ile karşı karşıya kalacaktır²⁷.

²⁶ Cafer Kaplan, "Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği", *ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi*, Ankara: Eylül 2002, s.1.

²⁷ Muhammet Akdiş, *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*, İstanbul: Beta Yayınları, Haziran 2000, s.95.

Daha sonraki araştırmacılar reel piyasalarda fiyatlarda istikrar kazandırmaya çalışan istikrar kurulları mantığının ve buna piyasalarda oluşan tepkinin para piyasalarına istikrar sağlamaya çalışan merkez bankalarını da uygulanabileceğini dűřünműşlerdir. Bunun öncülüğünü yapan Paul Krugman (1979) olmuştur. Daha sonra Flood ve Garber (1984) tarafından yeniden ele alınan Kanonik Para Krizi Modeli mal kurulunun davranışlarına benzer şekilde hareket etmektedir. Döviz kurulunun “gölge fiyatındaki” yukarı yönde eğilim (spekülatif atağı takiben oluşan fiyat) incelenen hükümetin bütçe açıklarını devamlı ve kontrolsűz bir biçimde para basarak finanse ettiği varsayımına dayanmaktadır. Bu eğilime rağmen merkez bankası döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutabilmek amacıyla döviz rezervlerini kullanarak sürekli alım satım yaptığı varsayılmaktadır²⁸.

Krugman tarafından geliştirilen “kanonikal” kriz modelinde, hatalı iktisat politikası olarak, para basılarak finanse edilen genişletici mali politikalar ön plana çıkarılmıştır. Krugman’a göre bu türden politikalar enflasyonist etkiler yaratmakta, cari işlemler açığına ve artan güven kaybı sonucunda da sermaye bilançosu açıklarına neden olmaktadır. Merkez Bankası döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutmak için ödemeler bilançosu açıklarını döviz rezervleriyle finanse eder. Ancak iktisat politikaları değiştirilmediği sürece, beklentiler paradan kaçışı getirir. Döviz rezervleri kritik bir düzeye getirildiğinde speküstasyon dalgası bu rezervleri çok kısa sürede tüketecek ve sabit kurun sürdürölmesini olanaksız kılacaktır²⁹.

Kanonik kriz modeli, pek çok para krizinin yurt içi ekonomi politikaları ile döviz kuru arasındaki tutarsızlıklardan kaynaklandığını açıklamaktadır. Model, bazen bir günde milyarlarca dolarlık kayıp doğuran finansal krizlerin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin isabetsiz kararlarına bağlı olamayacağını ortaya koymaktadır. Bu teoriye göre finansal krizler, fiyatların istikrarsız hale gelmesi ile artık o parayı elde tutmanın cazibesini kaybetmesi, bu gelişmenin de istikrar programlarını sona erdirici spekülatif atakların oluşmasına yol amasından kaynaklanmaktadır³⁰.

²⁸ “Para Krizleri”, <http://www.foreigntrade.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm>, (22.12.2003), s.2.

²⁹ Demir, s.66.

³⁰ Akdiş, s.96.

Para krizlerindeki mantık, herhangi bir mala yönelik spekülâtif ataklara benzemektedir. Spekülâtörlerin rezervlerin doğal yolla tükenmesine kadar beklediklerini varsayılırsa; bu noktada spekülâtörler, o zamana kadar fiyatı sabit kalan döviz kurunun yükselmeye başlayacağını bilmektedirler. Bu da yerli para birimini elde tutmaktansa, fiyatı yükselcek olan döviz elde tutmayı daha cazip hale getirmektedir. Fakat böyle bir durumda i leriye görebilen spekülâtörler döviz rezervleri tamamen tükenmeden hemen önce yerli para birimini satıp dövize geçeceklerdir. Bu hareket ise rezervlerin tükenmesini daha da hızlandıracaktır. Rezervler kritik bir düzeye gerilediğinde, ki bu düzey belki birkaç yılın ödemeler dengesi açıklarını kapatmaya yetecek bir miktar olarak kabul edilebilir, bu miktardaki rezervi çok kısa sürede tüketecek ve sabit kurun kaldırılmasına yol açabilecek bir spekülâtif atak gelebilecektir. Kanonik Kriz modeli daha sonra bu tür krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (para basılarak finanse edilen bütçe açıkları) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını iddia etmektedir. Bu tutarsızlık geçici olarak şayet merkez bankası yeterli rezerve sahipse giderilebilir fakat bu rezervler yetersiz olmaya başladıkça spekülâtörler atağa geçip merkez bankasını zor duruma sokabilirler³¹.

Modele göre Merkez Bankası yeterli uluslararası rezerve sahip olursa, sabit döviz kurunu sürdürebilir. Ancak rezervler yetersiz olmaya başladıkça spekülâtörler devriye girer, Merkez Bankası'nı zor durumda bırakabilir. Sonuçta devalüasyondan kaçınılamayacağı beklentisi, paradan kaçışı ve para krizini getirir.

Para krizlerine paranın reel değeri de neden olabilir. Sabit kur sisteminde yurtiçi enflasyon oranının görece olarak dış dünyadan yüksek olması durumunda yerli paranın reel değeri düşer. Hatalı iktisat politikalarının yanı sıra dışsal şoklar (örneğin hammadde fiyatlarında düşmeler) ya da dünya ekonomisinde önemli rol oynayan ülkelerin ekonomilerindeki gelişmeler (örneğin Japonya'da resesyon, ABD'de faiz yükselişleri) de para krizlerinin ateşleyicisi olabilir. Cari işlemler bilançosu açıkları, ödemeler bilançosu açıklarına neden olarak döviz kurunun yeniden ayarlanmasını gerektirebilir. Kurun yeniden ayarlanacağı yönündeki beklentiler paradan kaçışı başlatarak, sonuçta devalüasyona neden olabilir³².

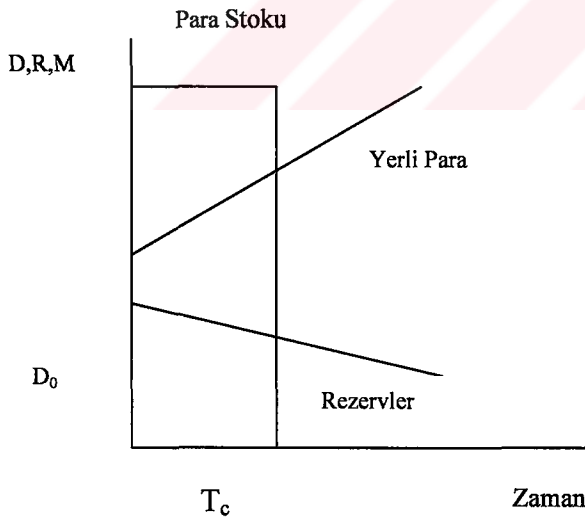
³¹ Para Krizleri, s.2.

³² Demir, s.67.

Krugman'ın modelinin bir diğer özelliği ise bir bütçe açığının varlığıdır. Bu açığın para basılarak kapatılması da önemli bir diğer varsayımdır. Bu varsayımın doğuracağı en önemli sonuç para piyasası dengesinin bozulmasıdır³³.

Modelde, para arzının para talebinin üzerine çıkması ile spekülörlerin döviz talebi artmaktadır. Kurun esnek olduğu bir ekonomide bu durum, döviz kurunun yükselmesi ile sonuçlanır. Fakat kurun sabitlendiği bir ülkede, Merkez Bankası'nın talebi karşılamak için döviz satması gerekir. Bu da, rezervlerin azalması sonucunu doğurmaktadır. Grafik 1'e bakıldığında para stoku ile rezervler arasındaki ilişki görülmektedir. Sabit kur rejimi altında para arzı arttıkça döviz rezervleri erimektedir. Spekülörler, sürekli artan para arzının kur üzerinde baskı yapacağını ve kur politikasının uzun süre sürdürülebilir olmadığını bilmektedirler. Bu modelde, döviz krizleri ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki kopuktur. Modelde, bütçe açıklarının monetizasyonu, sabit kur politikasının sürdürülememesinin temel nedeni olarak ön plana çıkmaktadır.

Grafik 1: Birinci Nesil Modeller: Para-Rezerv İlişkisi



Kaynak: Robert Flood, Peter Garber ve Charles Kroner, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example" *Journal of International Economics*. Vol. 4, 1996, s.227.

³³ Mehmet Hüseyin Bilgin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan, *Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri*, İstanbul: İTO Yayın No: 2002-41, 2002, s. 13.

Krugman'a göre, spekülâtörler mükemmel öngörüyeye sahiptir. Dolayısıyla spekülâtörler, kur politikasının sürdürülebilir olmadığını bilmektedirler. Krugman, spekülâtörlerin, Merkez Bankası'nın kuru korumaya yeterli rezervinin kalmadığına inanması ile (tc) spekülâtif atağın başlayacağını ve kur askı politikasının sona ereceğini öne sürmektedir³⁴.

Bu modelin önemli yanları bulunmaktadır. İlk önce, pek çok para krizi yurt içi ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Özel olarak kanonik modeldeki bu farklılığın oldukça basite indirgenmiş şekli, pek çok döviz rejimlerindeki daha karışık fakat aynı derecede basit olan politik tutarsızlıklara örnek olarak değerlendirilebilir. İkinci olarak, model bir günde milyarlarca dolarlık kayıpları doğuran ani para krizlerinin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığına bağlı olamayacağını ortaya koymaktadır. Kriz sadece fiyat istikrarsız hale geldiğinde artık o parayı elde tutmanın cazip olmayacağı şeklindeki mantıktan kaynaklanmaktadır ve fiyat istikrar programının sona ermesi sermayenin spekülâtif kaçıışı ile kendiliğinden gerçekleşmektedir³⁵.

1.4.2. İkinci Nesil Modeller

Birinci nesil modeller, Meksika 1994 krizi gibi krizleri açıklamakta başarılı olurken, 1992 ERM (Exchange Rate Mechanism) krizi tarzındaki krizleri açıklayamamaktadırlar. İkinci nesil modeller, kuru sabit tutma ile bazı önemli ekonomik büyüklüklerin çelişmesi sonucu, politikacıların yeterli miktarda döviz rezervinin bulunduğu durumlarda dahi, spekülâtif atağa karşı koyulmaması ve kurun serbest bırakılmasını tercih edebileceklerini vurgulamaktadırlar. Bir başka ifadeyle, bu modellerde krizin politik bir tercih olduğu öne sürülmektedir.

Sabit kur politikasının en önemli etkilerinden biri, reel faiz oranlarının yükselmesidir. Reel faiz oranlarının uzun süre yüksek kalması ile iktisadi büyüme oranları hızla düşer ve işsizlik artar. Bu, politikacıların sürdürmeyi arzu etmedikleri bir durumdur. Bir

³⁴ Bilgin, Karabulut, Ongan; s.14.

³⁵ Para Krizleri, s.2.

tarafından kur istikrarı sağlanırken, diğer taraftan birçok önemli ekonomik değişken kötüleşmektedir. ERM krizinde de, bu tarz bir politik tercihin sonucunda, kurun serbest bırakılması söz konusu olmuştur. F. Ozkan ve A. Sutherland, ERM krizinde Almanya'daki yüksek faiz oranlarının, diğer ERM üyesi ülkelerin resesyona girmesinde önemli bir rol oynadığını belirtmektedirler.

İkinci nesil modellerde çoklu denge (multi equilibrium) söz konusudur. Merkez Bankasının çok sağlam bir rezerv yapısına sahip olduğu durumda bile, döviz kurunu sabitlemenin, ekonomideki birçok değişken üzerinde olumsuz etkisi söz konusu olacağını savunmaktadır.

Birinci nesil modellerden sonra geliştirilen ikinci nesil modeller, makro ekonomik değişkenlerde önemli bir değişim olmasa da bir krizin ortaya çıkabileceğini savunmaktadırlar. Bu modeller, ekonomik politikaların değişken doğası gereği çoklu dengenin olduğunu ve koşullar oluştuğunda veya değiştiğinde kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkabileceğini söylemektedirler. Bu modellerdeki temel varsayım; ekonomi politikaları önceden belirlenmemiştir. Ekonomideki değişiklikler göz önünde tutulmaktadır. Ekonomik birimler kendi bekleyişlerini oluştururken ekonomik koşullardaki bu değişiklikleri dikkate almaktadırlar. Aynı zamanda, ekonomik birimlerin bekleyişleri ve tepkileri de ekonomik birimlerin davranışlarını etkileyen bazı değişkenleri etkilemektedir. Bu etkileşim çoklu denge olasılığını yaratmaktadır ve makro ekonomik değişkenlerde herhangi bir değişim olmaksızın, fakat değişim beklentisi varken, bir dengeden başka bir dengeye geçilebilmektedir. Böylece, ekonomi başlangıçta sabit döviz kuru ile uyumlu bir dengede iken, bekleyişlerdeki ani bir kötüleşme, politikalarda döviz kurunun çökmesine yol açabilecek bir değişim yaratabilmektedir. 1990'lı yılların sonlarına kadar ortaya çıkan krizler temel olarak "birinci nesil" ve "ikinci nesil" kriz modelleriyle açıklanmıştır.

1997-1998 yıllarında Güney Doğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan krizleri "birinci nesil" ve "ikinci nesil" modeller ile açıklamak oldukça zordur. Bu dönemde kriz yaşayan Tayland, Endonezya, Kore, Malezya ve Filipinler'de 1996 yılında bütçe açığı ya hiç yoktu ya da çok düşüktü. Bu beş ülkede, enflasyon oranları yüzde 10'un altında ve GSYİH büyüme oranları yüzde 5'in üzerindedir. Bu krizleri açıklayabilmek için "üçüncü nesil" modellere ihtiyaç duyulmuştur. Bu krizler "üçüncü nesil"

savunucularına göre, temel olarak bankacılık sisteminde ortaya çıkan sorunlardan kaynaklanmıştır³⁶.

İkinci nesil modellerde, işsizlik ve küçülmenin, hükümetler üzerinde büyük bir baskı yarattığı ve döviz rezervleri, kuru korumaya yeterli olduğu halde, bir spekülasyon atakla serbest kur rejimine geçildiği savunulmaktadır. Bu durum, hükümetlerin tercihini işsizliği ve cari işlemler açığını azaltmak ve büyümeyi arttırmaktan yana kullanılmasından kaynaklanmaktadır. İkinci nesil modeller, gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları krizleri açıklamaktan çok uzaktır. Gelişmekte olan ülkelerde kurun sabitlenmesi ile yüksek bir büyüme hızı yakalanabilir. Bu durumun en önemli nedeni, ithal girdilere bağlı bir sanayi yapısının varlığıdır. Bir başka ifadeyle, ithal girdilerin nispi olarak ucuzlamasıyla, yatırımlar da hızlanabilir³⁷.

İkinci nesil kriz modellerinin üç ana bileşeni bulunur. Birincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu iptal etmek istemelerinin bir sebebi olmalıdır. İkincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu korumak istemelerinin altında yatan gerekçelerdir. Üçüncüsü ise krize yol açan kısır döngünün meydana gelebilmesinin, sabit döviz kurunu koruma maliyetinin, bundan elde edilecek faydaları aştığına olan inancın yaygınlaşmasına bağlı olmasıdır³⁸.

1990'lı yıllarda yaşanan krizler *İkinci Nesil Krizler* olarak adlandırılmaktadır. Bu krizler ekonomide önemli bir dengesizlik olmasa bile, spekülasyoncuların dövizle doğru spekülasyon atakları karşısında, yetkili organların dövizle ilgili gerekli önlemleri almamaları sonucu doğmaktadır. Şöyle ki ; zayıf döviz kuru piyasalarında, ülke parası kısa pozisyonda olan ve sayıları oldukça fazla olan satıcıların portföylerini yeniden tahsis etme çabaları yerli paraya karşı bir hareket başlatır. Bu hareket, ekonomide önemli bir dengesizlik olmasa bile, spekülasyoncuların dövizle doğru ataklarına rağmen, yetkili organların dövizle ilgili gerekli önlemleri almamaları sonucu doğmaktadır. Spekülasyon atak başladığı zaman, faizlerin yükselmesi ekonomiye durgunluk getirip işsizliği artıracığından, bu maliyeti göze alamayan kamu otoriteleri, genellikle

³⁶ Kaplan, s.2.

³⁷ Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.15.

³⁸ Akdiş, s.97.

sermayenin ülke dışına çıkmasına seyirci kalarak, döviz kurunu dalgalanmaya bırakmakta gecikmektedirler³⁹.

İkincil nesil finansal krizlerin ortaya çıkışı iki şekilde olmaktadır. Bunlar; *bankacılık krizi* ve *döviz krizidir*. Bankacılık krizleri genelde banka bilançolarının kötüleşmesinden; bilanço aktif yapılarının bozulmasından kaynaklanır. Daha açıkçası, geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değerlerin piyasalarındaki dalgalanmalar, reel sektörün küçülmesi nedeniyle bankaların aktif yapılarının bozulması bankacılık krizlerinin temel nedenleri olmaktadır. Bankacılık sektörünün krize girmesi sonucunda mevduat sahipleri bankalardan mevduatlarını çekmeye başlayacağı için, bankaların likidite sıkıntısı had safhaya varır. Finans sektöründe artan sorunlar krizi tetikleyen en önemli nedenler haline gelir. Geri dönmeyen krediler ne kadar artarsa bilançodaki vade uyumsuzluğu o denli çoğalır. Likidite riski yüksek, dövizde aşırı pozisyon açığı ile çalışan, özkaynakları yetersiz olan bir bankacılık sisteminin varlığı, kuşkusuz ekonomik kriz için uygun bir ortam yaratır⁴⁰.

Hükümetlerin ulusal para biriminin değer kaybetmesine izin vermeleri ancak yurtiçi piyasalarda bazı düzeltmelere ihtiyaç duymaları ile mümkündür. Bu düzeltmelerin en önemlisi, büyük miktarlara varan ve sabit kur uygulandığı için bir türlü sona erdirilemeyen iç borçlanmaların tasfiye edilmesi zorunluluğudur. Başka bir sebep de ülkenin aşağıya doğru rijit bir ücret sistemi sebebiyle yaşadığı işsizlik sorununu çözme kararlılığıdır. Hükümet bu sorunları çözebilmek için genişletici para politikaları uygulamak ister, ancak sabit kur rejimi bu uygulamalara engel teşkil etmektedir. Kamuoyunun beklentileri de sabit kuru korumayı ve sürdürmeyi zorlaştırmaktadır. Şayet halk gelecekte paranın devalüe edileceğine inanmış ise sabit kuru korumak maliyetli olacaktır. Örneğin, devalüasyon olacağı inancıyla hareket eden tasarruf sahipleri, paralarının değer kaybedeceğini düşünerek yüksek faiz oranı talep edecekler, bu da mevcut borç yükünü arttırarak devalüasyonu zorunlu hale getirebilecektir. Ya da işçi sendikaları muhtemel devalüasyonu hedefleyerek ücret düzeylerini öyle yüksek tespit edeceklerdir ki, maliyet artışları ülke sanayisinin uluslararası rekabet gücünü kaybetmesine sebep olacak, bu gücün yeniden kazanılabilmesi için devalüasyon yapmak gerekli hale gelebilecektir. Ayrıca yüksek belirlenme zorunluluğu doğmuş kısa

³⁹ Fatih Özatay, "Currency Crises in Turkey", *Yapı Kredi Bank Economic Review*, İstanbul : 1996, s.25.

⁴⁰ Öztin Akgüç, "Bankacılık Kesimi Kriz Nedeni mi?", *İktisat Dergisi*, Şubat-Mart 2001, s.32.

vadeli faiz oranları hükümetin nakit akışı ile birlikte üretim ve istihdam düzeylerini de düşürecektir. Bu geniş kapsamlı tesirlerin birlikte çalışması ise sabit döviz kurunu sürdürmenin maliyetlerini arttırıcı bir süreç ortaya çıkaracaktır. Bu ortamdaki bir hükümetin sabit döviz kurunu sürdürmek istemesi durumunda, ileride devalüasyon yapılması ihtimalini gören spekülâtorlerin milli para aleyhine pozisyon alarak olması beklenen devalüasyonu vaktinden önce gerçekleştirmeleri söz konusu olacaktır. Milli paranın olabilecek kaçıışı sezen spekülâtorler daha önceden pozisyon alacaklardır. Dolayısı ile sabit döviz kurunu sona erdirecek kriz, bu sonucu gerektirecek değişiklikler tamamen gerçekleşmeden bile ortaya çıkabilecek ve sabit döviz kuru rejimini sona erdirebilecektir⁴¹.

Sonuç olarak finansal kriz, uzun dönemde sabit kurun sürdürülmesini imkansız hale getiren hükümet politikalarındaki tutarsızlıklardan kaynaklanmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde ekonomik tercihlerdeki temel yanlışlıklar kriz ortamının doğuşunun temel sebebidirler. İkinci nesil modellerde ulaşılan sonuçlar, her ne kadar farklılıklar taşısa da, genel sonuçlar hep aynı kalmaktadır. Finansal krizler, uygulanan ekonomi politikaları ile döviz kuru politikalarının birbiri ile uyumlu olmamasıdır. Finansal piyasalar sadece bu uyumsuzluğun üzerine gitmektedirler. Gitmeleri de bu piyasaların yapılarının gereği olmaktadır⁴².

1.4.3. Üçüncü Nesil Modeller

1997 Asya Krizi ile birlikte, birinci ve ikinci nesil modellerin öngörülerinin, bu tarz bir krizi açıklamaktan uzak olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu modeller 2001 Türkiye krizini de açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Türkiye 2001 Şubatına kadar uyguladığı istikrar programında sürünen askı (crawling peg) politikası ile döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanarak enflasyonu aşağıya çekmeyi hedeflemiş, ancak 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşadığı 2 spekülâtif atakla bu politikayı sürdürememiştir.

Birinci nesil modeller Türkiye krizini açıklayamamaktadır. Krugman'ın modelinin aksine, Türkiye bütçe açıklarının monetizasyonu nedeniyle bir spekülâtif atak

⁴¹ Akdiş, s.97.

⁴² Akdiş, s.98.

yaşamamıştır. İç varlıkların sabitlenme politikasındaki başarı, sistemin çökmesinin, sürekli artan para arzı gibi bir nedenden kaynaklanmadığını göstermektedir. Gerek Güneydoğu Asya’da gerekse Türkiye’de yaşanan krizlerin politik bir tercih sonucunda gerçekleşmemiş olması, ikinci nesil modellerin de, bu krizleri açıklamakta yetersiz kaldığını göstermektedir. Sabitlenen kurların faizler üzerinde büyük bir baskı yarattığı da söylenemez. Dolayısıyla, bu ülkelerin döviz kurunun sabitlenmesi ile işsizlik arasında bir ikilem yaşamaları da söz konusu değildir. Bu tarz krizleri açıklamaya yönelik modellere, “üçüncü nesil modeller” denilmektedir. Üçüncü nesil modellerde, döviz krizi sürecindeki temel problem olarak, bankacılık sisteminin sorunları görülmektedir. Bu süreçte ahlaki risk problemlerini artıran temel neden ise, bankaların döviz cinsinden aşırı borçlanmasıdır. Devletin açık ya da gizli bir biçimde bu kurumlara düşük faizli kredi verme ya da bazı imtiyazlar tanıyarak onları kurtarma mücadeleleri de aşırı borçlanma durumunu ve banka bilançolarındaki kötüleşmeyi arttırmaktadır. Dolayısıyla üçüncü nesil modellerin asimetric bilgi ve ahlaki risk gibi kavramlarla çalışan Yeni Keynesci ve Post Keynesci finansal kriz modelleri ile bağlantılı olduğu görülmektedir⁴³.

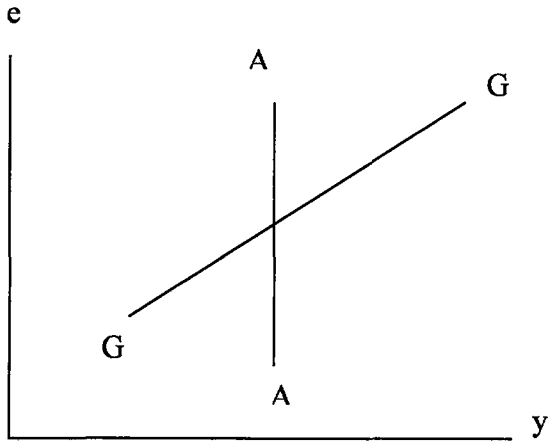
Üçüncü nesil modellerin en önemli özelliklerinden biri de aşırı borçlanma olgusunu kullanmalarıdır. Aşırı borçlanmada, mevduat sigortaları gibi açık veya zımni kurtarma garantileri de önemli rol oynamaktadır. Bir başka ifadeyle, bankalar iç piyasada artan kredi talebini karşılamak için, bu garantilere de güvenerek dış borçlanma yapmaktalar ve iç piyasada artan borçluluğu desteklemektedirler. Bu arada artan borçlanmayla birlikte ahlaki riskte artmaktadır. Çünkü, kredi talebindeki hızlı artış, faiz oranlarını da yükseltmektedir. Bankalar kur garantileme (hedging) aracını kullanmadan döviz cinsinden hızla borçlanarak, yüklendikleri riskleri mevduat sigortası veya zımni kurtarma garantisi yoluyla devlet bütçesine aktarmaktadırlar.

Üçüncü nesil modellerde iki tür ahlaki risk söz konusudur. Bunlardan ilki, bankaların bu garantilere güvenerek kur garantilemeye gitmeden borçlanmasıdır. İkincisi ise iç piyasada, borçluluk ve faiz oranlarının yükselmesi ile artan ahlaki risktir. Krugman’ın 1999 çalışması⁴⁴, üçüncü nesil modellerin önemli bir örneğini içermektedir.

⁴³ Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.16.

⁴⁴ Paul Krugman, “Balance Sheets, The Transfer, Problem and Financial Crises”, *International Tax and Public Finance*, Vol:6, 1999, s. 13.

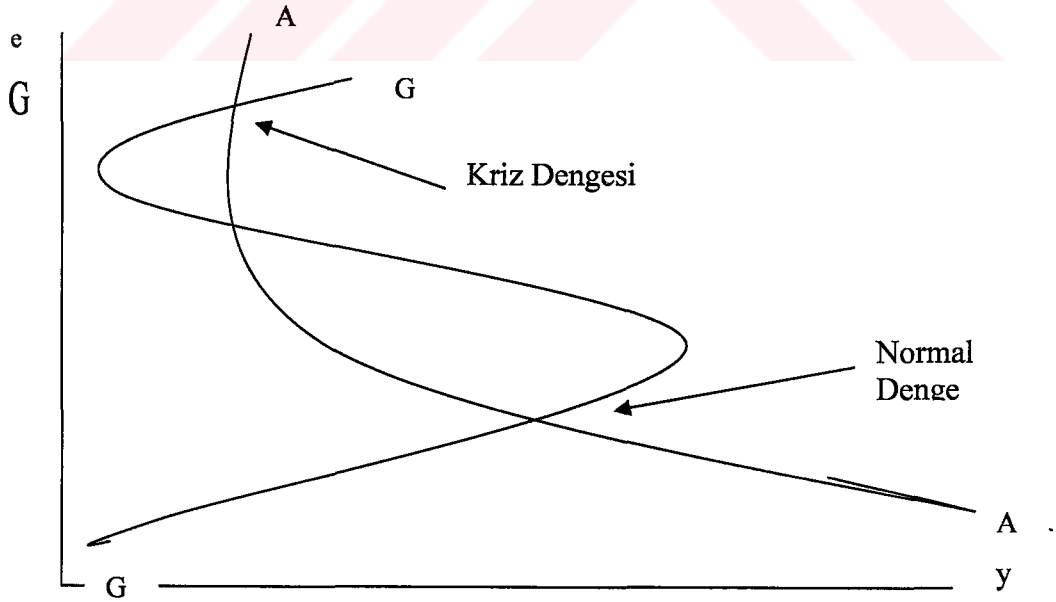
Grafik 2: Üçüncü Nesil Modeller



Kaynak: Paul Krugman, "Balance Sheets, The Transfer, Problem and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, Vol:6, 1999, s.13.

Şekildeki AA eğrisi, para arzının değişmediği durumda iç ve dış faizlerin eşit olduğu noktaları göstermektedir. GG eğrisi ise, döviz kuru değıştikçe gelirin nasıl değıştiğini göstermektedir. GG eğrisi pozitif eğimlidir. Çünkü kurun artması, ihracat kanalıyla geliri artırmaktadır.

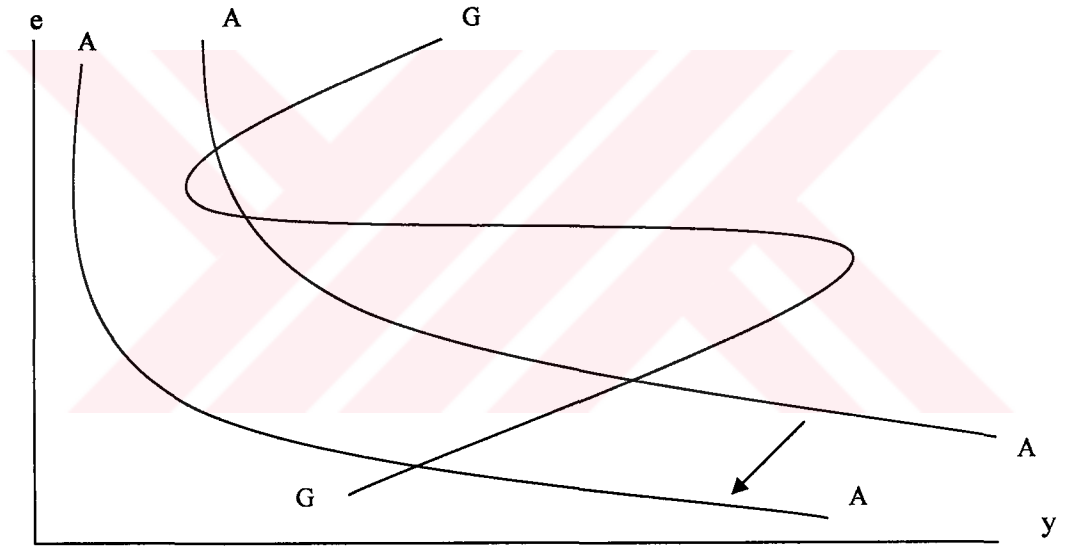
Grafik 3: Üçüncü Nesil Modeller



Kaynak: Paul Krugman, "Balance Sheets, The Transfer, Problem and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, Vol:6, 1999, s.24.

Döviz kurunun yükselmesi başlangıçta ihracatın artması yoluyla geliri de arttırır ve ilk denge noktasına ulaşır (normal denge). Fakat, kurun artmaya devam etmesi bilanço etkisi yaratır. Böylece, aşırı döviz borcu olan bankalar, aracılık işlevini yerine getiremez hale gelirler. Reel gelir hızla düşer ve düşük gelir yüksek kurda yeni bir dengeye ulaşır (kriz dengesi). Bu noktadan sonra, kur artmaya devam ederse, finansal yapısı sağlam olan banka ve işletmeler kanalıyla gelir artmaya devam eder. Krugman, bu durumda ele alınabilecek alternatif politikalardan en önemlisinin para politikası olduğunu belirtmektedir. Para arzının daraltılması, AA eğrisini sola kaydırarak normal bir denge noktasının oluşmasını sağlar. Fakat bu durum hızlı bir düşüşü de beraberinde getirecektir.

Grafik 4: Üçüncü Nesil Modeller



Kaynak: Paul Krugman, "Balance Sheets, The Transfer, Problem and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, Vol:6, 1999, s.24.

IMF'nin de gerek Asya krizinde gerekse Türkiye 2001 krizinde önerdiği bu tarz daraltıcı bir para politikasının geliri kriz dengesinden de daha aşağı bir düzeye çekmesi, dikkat çekicidir. Fakat bu tür bir politikanın alternatifi olan ve işsizlik sorununu acilen çözmek amacıyla uygulanan genişletici politikaların da, bir taraftan enflasyonu

arttıracağı diğer taraftan da Grafik 4’te de görüldüğü gibi kuru çok yüksek düzeylere çıkaracağı açıktır⁴⁵.

1.5. DÜNYA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1.5.1. Meksika Krizi (1994)

Meksika 1970’den itibaren 1976, 1982 ve 1994’de üç büyük ekonomik kriz geçirmiştir. Bu süre içinde altı yıllık bir periyotla kriz geçirme kuralının tek istisnası 1988 yılıdır ve bu yıl, 1987 Aralık ayında başlatılan çok köklü bir istikrar programının olumlu etkilerinin hissedilmeye başlandığı yıldır⁴⁶.

Sermayenin serbest hareket etmeye başlaması ile birlikte devalüasyonun sürekliliği, borç ödemelerinin yapılamaması ya da reddi ve finansal krizler Latin Amerika Ülkelerinde ve diğer gelişmekte olan ülkelerde son zamanlarda sürekli duyulan, tartışılan konulardır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin genel bir özelliği vardır. Sürekli devam eden devalüasyon döngüsü, borç döngüsü ve finansal sektör zorluklarının sürekli yaşanması bunlara örnek gösterilebilir. 1994 yılında 20 Aralık’ta Peso’nun devalüe edilmesiyle ekonomik yapısı güçlenmiştir. Döviz kuru hareketliliğini, makroekonomik krizi ve finansal sektör krizini içeren olaylar zincirinin kırılması Meksika’nın görünürde düzlüğe çıkmasına neden olmuştur. Bu kriz, 1992 yılında Meksika’da bankacılık sektörünün özelleştirilmesinin ardından iki yıl sonra gerçekleşmiştir. Bunun ardından artık güçlendiğini düşünen Meksika yeniden bazı kurumları kamulaştırmıştır⁴⁷.

Meksika Krizi ve onun global pazarlara yayılması, başlangıçta ekonomistlerin reddettiği ancak sonunda kabul etmek durumunda kaldıkları sermaye piyasası krizlerinde yeni bir

⁴⁵ Krugman, s.24.

⁴⁶ Gökhan Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, İstanbul: Der Yayınları, 2002, s.111.

⁴⁷ Berry Wilson, Anthony Saunders ve Gerard Caprio, “Financial Fragility and Mexico’s 1994 Peso Crisis: An Event-Window Analysis of Market-Valuation Effects”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol:32, No:3, August 2000, s.450.

çağın doğuşunu işaret etmektedir. Yaşanan bu kriz, finansal savunmasızlık, ekonomik çöküş ve bulaşma etkileriyle açıklanabilir⁴⁸. Meksika krizinin nedenleri, uygulanan yanlış politikalar, spekülasyon hareketlerin marjinal kesikli müdahalelerle kontrol altına alınmaması olarak özetlenebilir. Meksika’da yaşanan döviz krizi, yapısal ve kronik sorunlar dışında esas itibarıyla, Merkez Bankaları Döviz Rezervlerinin erimesi, döviz piyasalarında spekülasyon ataklar, kur bandlarının yeterince korunamaması, otoriteye olan güvenin kaybı ve otoritenin inandırıcılığını yitirmesi gibi nedenlerden kaynaklanmıştır⁴⁹.

Meksika’da 1994-95 yılında yaşanan ödemeler dengesi krizi zamanla derin bir bankacılık krizine dönüşmüştür. Geri dönmeyen krediler hızla artmış ve kısa zamanda banka sermayeleri erimiştir. Kararlı uygulamalar, sermaye kontrolü konusunda düzenlemeler yaparak banka iflaslarını engellemiştir. Böylece bankaların desteklenmesinde başarılı olmuştur⁵⁰.

Meksika 1980’li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlamış ve bunu özelleştirme ile büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kat etmiştir. 1990’lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika’da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır⁵¹.

1987 Aralık ayında Carlos Salinas başkanlığındaki hükümet %159 seviyelerinde olan enflasyonu aşağıya çekmek üzere, döviz kuru tabanlı bir istikrar programı başlatmıştır. Programın en dikkat çekici yönü; işçiler, firmalar ve hükümetin sosyal bir uzlaşmaya

⁴⁸ Guillermo Calvo ve Enrique Mendoza, “Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach”, *Macroeconomics of Emerging Markets AEA Papers and Proceedings*, Vol:90, No:2, May 2000, s.59.

⁴⁹ Sedat Yetim, Kur Bandları, “Para Politikası ve Türkiye ile Meksika Krizleri”, *Hazine Dergisi*, Sayı:7, Temmuz 1997, s.20.

⁵⁰ Guillermo Ortiz, “Bank of Mexico”, *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2002, s.9.

⁵¹ Bülent Güloğlu ve Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, Ekim 2002, s.9.

varmış olması ile fiyatları, ücretleri ve döviz kurunu planlamak üzere belirli zamanlarda toplanmayı kararlaştırmış olmalarıdır. Programın ikinci önemli ayağı, hızla gerekli olan yapısal reformları gerçekleştirmektir. Yapısal reformlar çerçevesinde ulusal telefon şirketi TELMEX ve büyük kamu bankaları dahil binlerce kuruluş özelleştirilmiş ve finansal piyasaların liberalleşmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır⁵².

Programın son önemli aracı, döviz kurunu sürünen sabit kur (crawling peg) yöntemi ile baskılamaktır. Döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi durumunda, merkez bankasının para politikası üzerindeki gücü zayıflatmakta ayrıca ekonominin dışsal şoklara karşı *kırılganlığı* artmaktadır. Döviz kurunun kontrolüne dayanan programlar kısa vadede başarılı olmaktadır. Ulusal paranın yabancı bir paraya peg edilmesi sonucunda kısa vadede gelişmiş ülkedeki düşük enflasyon ithal edildiği için programlar başarılı olmakta ancak uzun dönemde makroekonomik dengelerin bozulması sonucunda bu programlar başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu durumlara ek olarak, düşük oranlı ve istikrarlı bir enflasyon oranının ekonomiye yararlı olduğu konusunda ortaya çıkan görüşler ve paranın uzun dönemde yansızlığı, enflasyon hedeflemesinin daha sık tercih edilmesinde rol oynamaktadır⁵³.

Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan uzun zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika Ekonomisi'nin canlanmasını sağlamıştır. 1987-1994 yılları arasında GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama %3,31 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı, yirmi yıldan beri ilk kez %10'un altına inmiştir. Bu istikrarlı büyüme Meksika'nın o güne kadar görmediği ölçüde çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır. Şekilde görüldüğü gibi Meksika Ekonomisi'ne yabancı sermaye girişi kriz öncesinde hızlanmıştır⁵⁴.

⁵² Karabulut, s.112.

⁵³ Kıvanç Kantoğlu, "Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye'nin Yeni Oyun Planı Olabilir mi?", http://djclub.biz/parapolitikasi/mak1_kivanc_arsiv.htm, 03.01.2003, s.1.

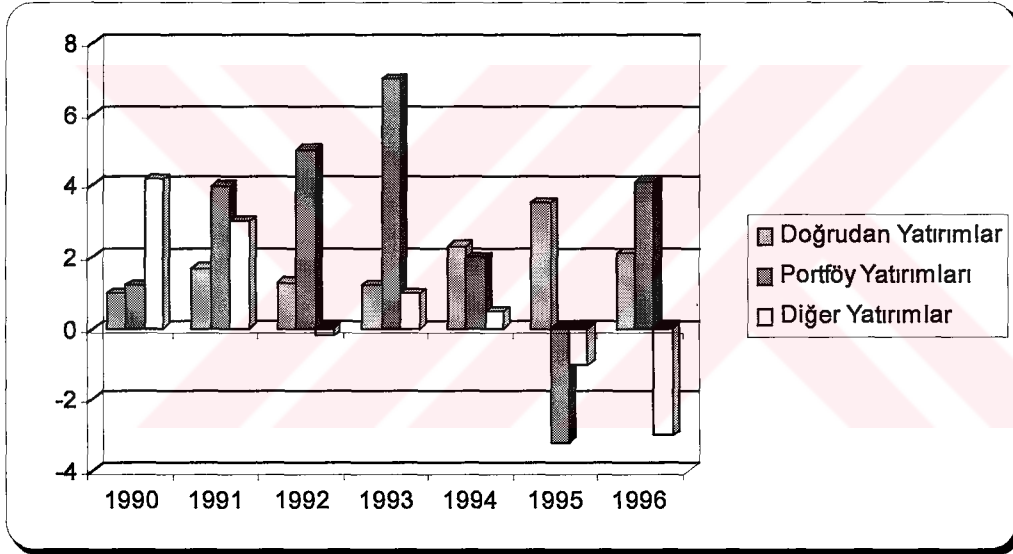
⁵⁴ Güloğlu, s.9.

Tablo 2: Meksika Ekonomisi'nin Başlıca Ekonomik Göstergeleri

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Yıllık Reel GSYİH Büyüme Hızı (1993 Fiyatları ile)	1,73	1,29	4,11	5,18	4,22	3,55	1,95	4,46
İhracat/GSYİH	24,02	21,93	20,58	19,94	17,59	16,05	15,9	18,15
İthalat/GSYİH	22,45	24,48	24,35	24,31	23,23	23,71	22,61	25,56
Cari İşlemler Dengesi(milyon\$)/GSYİH	2,88	1,31	-2,63	-2,86	-4,68	-6,73	-5,81	-6,63
Bütçe Dengesi/GSYİH	-13,45	-8,72	-4,84	-2,25	-0,37	1,43	0,69	-0,32

Kaynak: Banco De Mexico, <http://www.banxico.org.mx>

Grafik 5: Meksika'nın Sermaye Hareketleri (GSYİH'nin Yüzdesi olarak)



Kaynak: International Financial Statistics, IMF (1998).

Bankacılık sektöründen başlayan geniş bir finansal liberalizasyonun ardından ülke, hızla uluslararası yatırımcıların dikkatini çekmiş ve net sermaye hareketleri pozitif yönde hızla artmıştır. Böylece Meksika borsası, gelişmekte olan ülkeler içinde dünyanın en büyük ikinci borsası olmuştur. Sermaye girişlerinin artması finansal piyasaların sermaye hareketlerine karşı duyarlılığının da artmasına neden olmuştur. Sermaye girişlerinin bankacılık sistemi üzerinde de önemli etkileri vardır. Bu girişler bir taraftan M1'in artışı üzerindeki kontrolü azaltırken, diğer taraftan banka bilançolarını büyütürken M2'nin artmasına neden olmuştur.

Programın bir diğeri ilginç sonucu, 1990-1994 arası endüstriyel üretimin sadece %12 artmasıdır. Bunun arka planında, yabancı yatırımların büyük bir bölümünün portföy yatırımları oluşu yatmaktadır. Yatırımcılar, doğrudan yabancı yatırımlar için birçok bürokratik engelle mücadele edip yeni tesisler kurmak yerine hali hazırda bulunan tesisleri satın alma yoluna gitmiştir⁵⁵.

Hızlı sermaye hareketleri, toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Meksika dahil pek çok ülkede finansal serbestleşme programlarının uygulanmaya konulduğu yıllarda özel tasarruf oranlarının düştüğü görülmüştür. Hızlı portföy akımları Latin Amerika ülkelerinde rahatlığa neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmek pahasına tüketimi artırma alışkanlığına yol açmıştır⁵⁶.

Programın önemli özelliklerinden biri de “Tesobono” olarak adlandırılan dövize endeksli bonolardır. 1994 başından itibaren Peso cinsinden bonolar hızla dövize endeksli Tesobonolarla değiştirilmiştir. Tesobonoların iç borç içindeki oranı %4’den %75’e çıkmıştır. 1993’te Meksika vatandaşları devlet bonolarının %43’ünü tutarken bu oran Aralık 1994’te %34’e düşmüştür⁵⁷.

F.S. Mishkin’e göre Meksika 1994 krizinin en önemli etkeni, geri ödenmeyen krediler nedeniyle bozulan banka bilançolarıdır. Bu durumun arkasında finansal deregülasyon yatmaktadır. Mishkin, finansal deregülasyonun tüm dünyada olduğu gibi Meksika’da da kredi hacminde hızlı bir büyümeye yol açtığını öne sürmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bankaların bu tarz hızlı bir kredi gelişmesine gözetleme yetenekleri açısından hazır olmadıkları bilinmektedir⁵⁸.

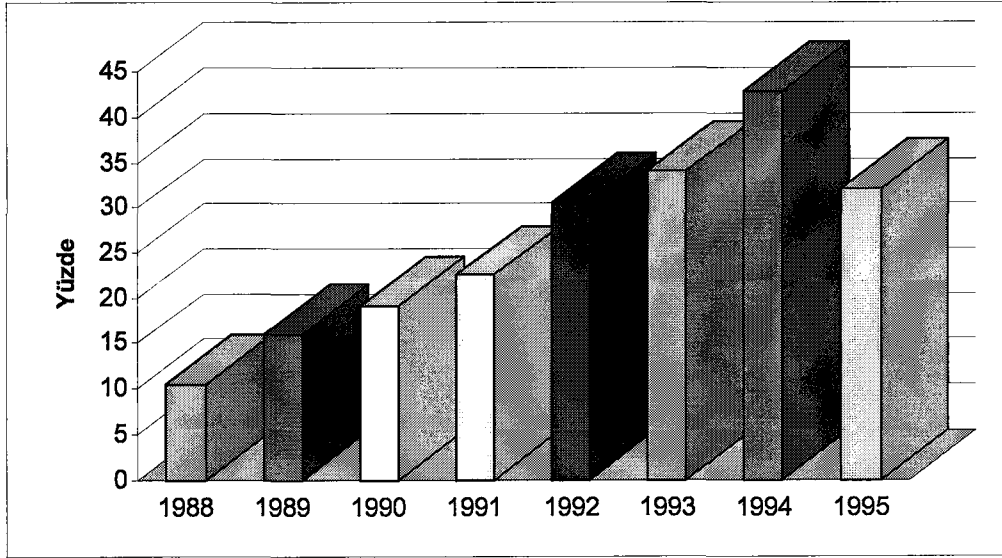
⁵⁵ Karabulut, s.114.

⁵⁶ Gülloğlu, s.9.

⁵⁷ Karabulut, s.115.

⁵⁸ F.S. Mishkin, “The Mexican Financial Crisis of 1994-95: On Asymmetric Information Analysis”, *Financial Crisis Management in Regional Block*, Klumer Academic Publishers, 1998, s.158.

Grafik 6: Kredilerin GSYİH'ya Oranı



Kaynak: International Financial Statistics, IMF (1998).

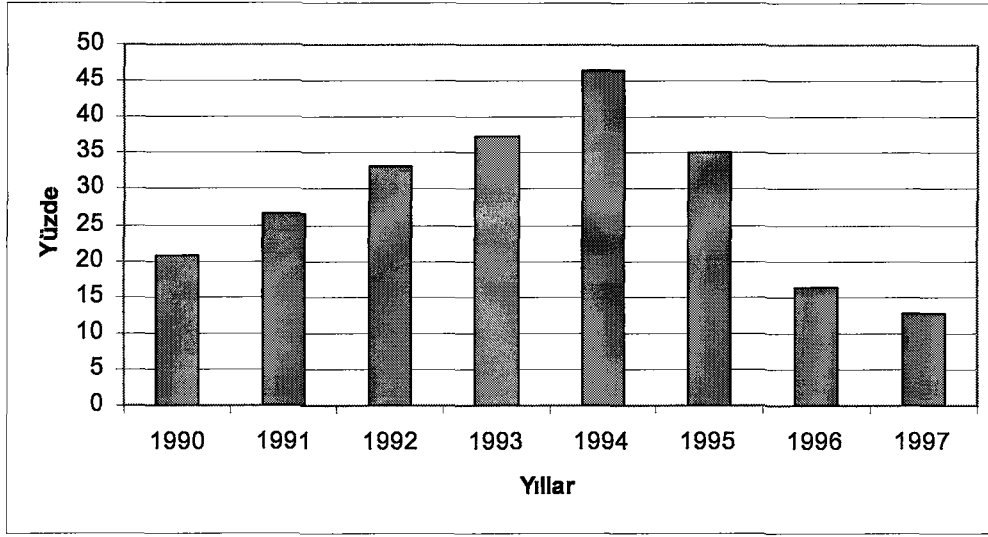
Bu krizin doğmasına, Meksika'ya giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda da Peso'nun aşırı değer kazanması nedeniyle cari işlemler dengesinin açık vermesi sebep olmuştur. Bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi de dolara endeksli Tesobonoların devlet borçları içindeki ağırlıklarının artması sonucunu doğurmuştur. Kriz konusundaki bekleyişlerin 1994 yılı başlarında yoğunlaşması üzerine kısa vadeli bonolara karşı duyulan güven sarsılmış, faiz oranları yükselme eğilimine girmiş, Meksika'dan sermaye kaçıışı da hızlanmıştır. Bu da ayrı bir şekilde faiz oranlarının yeniden yükselişe geçmesine ve döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur. Ülkedeki politik istikrarsızlık ve yolsuzluklar da güven bunalımına yol açarak krizi derinleştirmiştir⁵⁹.

Grafik 7'de görüldüğü gibi, özel sektöre açılan kredilerin hızla artması çıpaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının özellikle ABD'deki faiz oranlarının yükselmesi, politik cinayetlerden dolayı oluşan belirsizlikler gibi faktörler Meksika Ekonomisi'ne olan güveni oldukça zayıflatmıştır⁶⁰.

⁵⁹ Dündar Sağlam, "Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizinin Mukayeseli Bir Analizi", *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:152, Kasım 1998, s.41.

⁶⁰ Güloğlu, s.10.

Grafik 7: Özel Sektöre Açılan Krediler (GSYİH'nın yüzdesi olarak)



Kaynak: Banco De Mexico, <http://www.banxico.org.mx>

Krizin gerçekleştiği Aralık 1994'e kısa bir süre kala Salinas hakkında yolsuzluk dedikodularının çıkması ve başkanlık seçimlerinin diğer adayı Luis Colosio'nun suikaste uğraması, döviz üzerinde çok ağır bir spekülasyon baskı yaratmıştır. Bunun üzerine hükümet 20 Aralık'ta %15'lik bir devalüasyon yapacağını anons etmiş fakat bu spekülasyon atağı yavaşlatmamış tam aksine hızlandırmıştır. 22 Aralık 1994'te döviz serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Borsa; Peso olarak %40, Dolar olarak %70 oranında düşmüştür⁶¹.

Bankaların kredi portföylerindeki belirgin kötüleşme nedeniyle 1995 yılından itibaren banka kredilerinin artış hızı büyük oranlarda yavaşlamıştır. Meksika Hükümeti'nin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını %15 oranında genişletme kararından sonra, Pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar eridikten sonra bunun yeterli olmayacağı düşünülmüş ve 22 Aralık'ta Pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır. Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan güvensizlik nedeniyle *tekila* etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış

⁶¹ Karabulut, s.116.

ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüslere neden olmuştur. Kriz, diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş ve Uluslararası Finans Şirketi'nin (IFC) bileşik endeksi 1995 yılının ilk çeyreğinde %15 değer kaybetmiştir. Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika Ekonomisi'nden yaklaşık 3,4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır. 1993 yılında 25 milyar 110 milyon dolar olan Merkez Bankası Rezervleri, 1994 yılında yaklaşık 6 milyar 278 milyon dolara gerilemiştir⁶².

Tüm bu gelişmelerin ardından 31 Ocak 1995'te Meksika için bir kurtarma planı açıklanmıştır. IMF 5 yıl vadeli 10 milyar dolar, ABD Hazinesi döviz istikrar fonundan 20 milyar dolar, endüstrileşmiş ülkeler BIS kanalıyla 10 milyar dolar, Latin Amerika ülkeleri 1 milyar dolar kredi vererek Meksika ekonomisindeki çöküşü yavaşlatmıştır.

Meksika'da bankacılık sisteminin zayıf durumda olması nedeniyle, yatırımcıların finansal piyasalara olan güvenini kaybetmiş olması ve hükümetlerin krizlerin çözümünde başarılı olabileceğine dair belirsizlikler bankacılık sisteminin mevduat çekilişlerine bağlı olarak çökebileceği riskini doğurmuştur. Bankacılık sistemine olan güvenin yeniden sağlanması amacıyla tedbirler alınmıştır⁶³.

Mevduat Güvencesi: Krizin ilk safhalarında banka mevduatlarının tam güvenceye alındığı ve bankalara kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmeleri için hem ulusal para hem de döviz cinsinden likidite aktarılacağı ilan edilmiştir. İkincil borçlar hariç bankaların tüm yükümlülükleri dolaylı olarak Banka Tasarruflarını Koruma Fonu (FOBAPROA) güvencesine alınmıştır.

Likidite Desteği: Meksika'daki tüm bankalar kısa vadeli yabancı para yükümlülüklerini karşılayabilmek için acil likidite desteğine ihtiyaç duymuşlardır. Merkez Bankası likidite sıkıntısı çeken tüm bankalara, kısa vadeli krediler açmıştır. Söz konusu kredilere uygulanacak faiz oranları belirlenirken kredilerin geri ödenmesini kolaylaştıracak ve teşvik edecek şekilde faiz uygulanması esas alınmıştır. Meksika'da

⁶² Güloğlu, s.11.

⁶³ Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, "Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırılmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar -Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırması-", *Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Çalışmaları*, Nisan 2001, s.3.

bu şekilde bankalara sağlanan likidite desteğine bağlı olarak herhangi bir kamu maliyeti yaratılmamıştır. Tüm bankalar kredi borçlarını geri ödeyebilmişlerdir. Bu kapsamda bankalara sağlanan toplam destek miktarı 27 milyar dolar olmuştur.

Geçici Sermayelendirme: Mevduat güvencesi ve likidite desteği anlamında alınan tedbirlere ek olarak Meksika hükümeti asgari sermaye yeterliliğini karşılayamayan bankaların geçici olarak sermayelendirilmesine yönelik bir program oluşturmuştur (PROCAPTE-Temporary Recapitalization). Bu program, hem iç piyasalarda hem de dış piyasalarda Meksika bankalarının yeterli sermaye seviyesine ulaşmaları için hükümet tarafından gerekli zamanın tanınacağı ve destekleneceği güvencesini vermek üzere tasarlanmıştır. Program çerçevesinde sağlanan likidite desteği ile kamuya herhangi bir maliyet getirilmemiş, bankalar aktarılan fonları geri ödemişlerdir.

Bankalar hükümetin likidite desteği ve kamuoyu güveninin yeniden kazanılması yönündeki ilk girişimlerine olumlu yanıt vermiştir. Bankalar kısa süre içinde uluslararası sermaye piyasalarına geri dönebilmiş ve yabancı para cinsinden ve kriz öncesinde uygulanan faiz oranlarına yakın faizlerle borçlanmaya devam etmişlerdir. Ancak, bankaların problemleri likidite sıkıntısı ve zaman zaman sermaye yükümlülüklerini karşılayamamaları ile sınırlı kalmamıştır. Ekonomik krizler bankacılık sektöründeki sıkıntıların daha ciddi boyutlara ulaşmasına yol açmıştır. Dolayısıyla krizin ilk başında alınan önlemler bankaların problemlerinin çözümü için yeterli olmamıştır.

1.5.2. Güneydoğu Asya Krizi (1997)

Japonya'nın II. Dünya Savaşı'ndan bu yana izlediği kalkınma stratejisi, tasarruf oranlarının yüksek tutularak, bankalarda biriken fonların sanayiye kanalize edilmesinden ibaretti. 80'li yıllara kadar başarılı olan bu stratejiyle, Japon şirketleri hızla büyümüş ve bankalarda biriken para iyi değerlendirilmiştir. Ancak iç piyasanın ve dış pazarların görece doygunluğa ulaşması, bankalarda biriken fonların nasıl değerlendirileceği sorusunu beraberinde getirmiştir. Paralar önce hisse senedi ve gayrimenkul piyasasına akıtılmış, borsa ve emlakta fiyatlar şiştikçe getiri de düşmüş, sonunda her iki piyasada da balon patlamıştır. Bu arada Japonya, Asya Kaplanları'nı

keşfetmiş ve 1980'lerin sonlarından itibaren Asya ülkelerine sorgusuz sualsiz kredi dağıtmaya başlamıştır. Böylece Japon bankacılar Asya ülkelerinde de Japonya'dakine benzer balonların oluşmasına neden olmuşlardır. Sonunda Asya'da da balon patlamış ve dünya, global krizle karşı karşıya kalmıştır⁶⁴.

Ekonomilerdeki yavaşlama, menkul kıymet fiyatlarındaki hızlı düşüş ve bankaların borç krizi, karşılıklı olarak birbirini etkilemiş ve beslemiştir. Bankaların batık kredilerindeki artış, hisse senetlerinde de düşüşe sebep olmuş, Asya'nın içinde bulunduğu bu kısır döngü devamlı beslenmiştir. Çünkü faizlerin yükselmesi, piyasadaki çekilmesine bu da, ekonominin durgunluğa girmesine neden olmaktadır. Diğer yandan faizler düşürülüp kamu yatırımlarının arttırılması, yabancı sermayenin kaçmasına ve hiperenflasyon riskinin yükselmesine neden olmaktadır. Bankalar borç sorunlarını çözmek için sektörde reforma gidilirse durgunluk derinleşmekte, iflaslar ve işsizlik artmaktadır. Asya'daki durgunluğun bir sebebi de Asya ülkelerinin açıkladıkları, gerçekçi olmayan verilerle harcamaları kısıtiran, faizleri yükseltiren ve durgunluğun daha da derinleşmesine sebep olan yanlış IMF tedbirleri olmuştur. IMF'nin dayattığı yüksek faiz politikası nedeniyle bir para krizi olarak ortaya çıkan sorunlar tahmin edilenden çok daha kısa bir sürede reel ekonomiye sıçramıştır. Borçları, özvarlıklarının 5-6 katına ulaşan Asya şirketleri, ekonominin de durgunluğa girmesi üzerine yüksek faizlere dayanamamış ve peş peşe iflaslar yaşanmaya başlamıştır. Asya ülkelerine yardım etmesi gereken Japonya ise sorunu çözmek yerine sorunun parçası olmuştur⁶⁵.

⁶⁴ Özdemir Akmut, "Finansal Piyasalarda Krizler, İşletmelerin Riski ve Finans Maliyetlerini Sağlayan Yöntemler, *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*, Ankara: 8-10 Ekim 2001, s.3.

⁶⁵ Akmut, s.4.

1.5.2.1. Güneydoğu Asya Krizinin Temel Nedenleri

Güneydoğu Asya Krizinin temel nedenleri şöyle sıralanabilir:⁶⁶

i. Kredi Piyasasının Vardığı Gerçek Dışı Boyut:

Mali disiplinde ve prensiplerde esnek davranılması ve finansal yanlışlar, bankaların kredilendirme kalitesini bozmuştur. Kriz yayıldıkça politik belirsizlikler ile otoritelere olan güvensizliğin artması, öte yandan gerekli düzenlemelerin yapılamayacağını düşünülmesi, para ve sermaye piyasalarındaki baskıları arttırmıştır. Dolayısıyla, hem ticari hem de mali piyasalarda kriz derinlik kazanmıştır.

Güneydoğu Asya ülkelerinde özellikle 1994 yılından itibaren parasal türevlerin alışverişi ve banka kredilerinin toplam hacmi, reel iktisadi faaliyet artışıyla hiçbir bağlantısı olmayan oranlarda yükselmiştir. Örneğin, 1997 yazında Tayland ve Endonezya'da banka kredileri toplamı GSYİH'nin sırasıyla %150 ve %170'ine yükselmiştir⁶⁷. Böylece reel iç talebin çok üstünde, tehlikeli bir kredi trafiği yaşanır olmuştur. Bu kredilerin öz kaynaklara değil de dış kaynaklara dayandırılıyor olması, sektörü döviz dalgalanmalarına karşı son derece hassas konuma getirmiştir.

ii. Kısa Vadeli Borçların Artışı:

Japonya'da bir süredir başlayan durgunluk, bu ülkenin finansman kuruluşlarının hızla büyüyen Asya ülkelerine aşırı ilgi göstermesine yardım etmiştir. Bu çerçevede Doğu Asya ülkeleri önce orta-uzun vadeli borçları, bu borçlarda zorlanmalar olunca da kısa vadeli borçlarını arttırmışlardır. Faizlere garanti sağlanmasının zayıflatıcı etkisi ve finansal aracılardan daha fazla borçlanmaya ve yatırımları arttırmaya olan teşvikleri, krizi kaçınılmaz kılmıştır⁶⁸. Özellikle yabancı bankaların bu ekonomilere büyük boyutlarda krediler açtıkları bilinmektedir. Mevcut ekonomik tablo itibarıyla ödemelerin

⁶⁶ Mahfi Eğilmez, "Global Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri", *MESS Mercek Dergisi*, Ocak 1999, s.33-43.

⁶⁷ AB Danışmanlık, "Birinci Yıl Dönümünde Güneydoğu Asya Krizi", *Dış Ticarete Durum Dergisi*, Sayı:40, Aralık 1998, s.97.

⁶⁸ Gregor Irwing ve David Vines, "A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of The Asian Crisis", *Center for Economic Policy Research*, London: 1999, s.17.

gerçekleştirilemeyeceğine dair oluşan endişenin oluşturduğu güven bunalımı, yabancı banka kredilerinden sermaye kaçışını hızlandırmış, yüksek oranlı devalüasyonlara ve hisse senetlerinin dibe vurmasına sebep olmuştur.

Bölge ülkelerinden Tayland'da krizin belirginleşmesinde başlıca faktör, 1987-1995 arasında hızla büyüme gösteren ekonomide kısa vadeli kredilerle uzun vadeli yatırımların finanse edilmesidir. Ancak, Tayland ekonomisinin geçen dönemde başarılı olarak kabul edilmesinin doğrudan etkisi ile önlem almaya yönelik girişimler gecikmiştir. Dolayısıyla, kontrolsüz yatırımlar ve dengesiz fiyat artışları, yalnızca mali tedbirlerle çözülemeyecek ekonomik bir krizi ortaya çıkarmıştır. Ayrıca, başta borçlanma konusunda olmak üzere, ekonomide kayda alma işleminin hiçbir otorite tarafından takip edilmemesi, kriz öncesinde özellikle Endonezya şirketlerinin borçlarının toplamı konusunda yorum ve tahmin yapılmasını güçleştirmiştir.

iii. Cari İşlem Açıklarının Büyümesi:

Başta Tayland olmak üzere, bölgedeki diğer birçok ülkede ödemeler dengesi ve cari açık kriz sinyali vermeye başlamış ve piyasalarda dalgalanmalar yaşanmıştır.

Uygulanan sabit kur ya da yanlış döviz dayalı peg politikasının Doğu Asya ülkelerinde yarattığı ticaret açıkları ve giderek bozulan cari işlemler dengesi bu ülkelere para yatırımları geri çekilmeye zorlamıştır. Çünkü, 1997 Temmuz'una kadar bölge ülkelerinin para birimleri ABD Doları'nın ağırlıkta olduğu bir para sepetine bağlanmıştı. Başlangıçta döviz kurunun istikrarlı seyri, düşük kur riski ve faiz oranlarındaki farklılaşma ile yüksek yabancı sermaye çeken bir uygulama, doların değer kazanması ile birlikte dış ticaret açıklarının artmasına neden olmuştur⁶⁹.

iv. Yanlış Yatırımlar ve Mismatching (Kaynak/Harcama Uyumsuzluğu):

Özellikle Güneydoğu Asya ülkelerinde gayrimenkul gibi uzun vadede getiri sağlayacak olan yatırımlar tercih edilmiştir. Aşırı değerlendirilmiş olan gayrimenkul fiyatlarında ortaya

⁶⁹ Levent Hacısılamoğlu ve Serkan Silahşör, *Güneydoğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi ve Olası Etkileri*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi, No:17, 1998, s.9.

çıkan ters dalgalanmaların yol açtığı ciddi kayıplar krizin daha da fazla ateşlenmesine neden olmuştur. Ayrıca pek çok ülkede finans kurumları kısa vadeli fonlarla orta-uzun dönemli projelerin finansmanına girişmiştir. Böylelikle bankacılıkta önemli handikaplardan biri olan mismatching ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli fonların giderek artan miktarlarla yenilenmesi zorunluluğu büyük bir baskı yaratmaya başlamış, bu gelişmeler sonucunda batık krediler toplam kredilerin %20'si düzeyine ulaşmıştır.

Dışa dönük büyüme stratejileri uygulanan Asya ülkeleri 1992-1995 yılları arasında ortalama %9'un üzerinde reel GSYİH büyümesi sağlamışlar ve dış ticaretlerinde hızlı bir artış gerçekleştirmişlerdir. Bu ülkelerin yüksek ekonomik performansları yabancı sermaye girişi için uygun ortam oluşturmuştur. Bu çerçevede 1990'lı yıllarda bölgeye yabancı sermaye akışı önemli ölçüde hızlanmıştır. Yabancı sermayenin verimli alanlara yatırılmasında ve finansal kesimde sağlıklı bir şekilde dağıtılmasındaki sorunlar giderilememiş ve bu durum uzun vadeli sermaye açısından endişelere yol açmıştır. Bu kapsamda bu bölgeye, Çin ve Vietnam dışında sermaye girişleri, doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli sermaye girişlerinden ziyade kısa vadeli krediler de yoğunlaşmıştır. Uluslararası sermaye akımının gelişmekte olan ülkelere akımı gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik yapısını önemli ölçüde etkilemektedir⁷⁰.

v. Büyüteç Etkisi:

Bazı büyük finans kuruluşlarında ortaya çıkan sorunlar bir "büyüteç etkisi" meydana getirerek irili ufaklı bütün finans kuruluşlarının yakın inceleme altına alınmasına yol açmıştır. Bu yakın incelemeler ise pek çok kurumun sanıldığı kadar güçlü olmadığını ortaya koyarak paniği yaygınlaştırmıştır.

vi. Yanlış Peg Politikaları:

Özellikle Güneydoğu Asya'daki bazı ülkeler, kendi paralarını yabancı paralara peg etmekte yanlış bir yol takip etmişlerdir. Örneğin, Kore, Tayland ve Endonezya paralarını daha çok finansal ve ticari ilişkide olduğu Japon Yen'ine peg edeceğine, ABD

⁷⁰ Akmut, s.6.

Doları'na peg etmişlerdir. Ancak zaman içinde dolar-yen paritesinde ekonomik yapıdan kaynaklanan dalgalanmalar ve döviz rezervlerindeki hızlı erimeler 1996 yılında Kore'nin bu pegi kaldırmasını ve devalüasyona gitmesini zorunlu kılmıştır. Sonuçta da Asya ülkelerindeki devalüasyonlar birbirini izledi.

vii. Yapısal Sorunlar:

Krizin yayılması, inanılmaz boyutlarda yabancı portföy yatırımı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımı çekmiş olan ülkelerdeki finansal sistemin gerek yönetim gerek denetim açısından oldukça zayıf olduğunu ortaya koydu. Japonya'da bile bankacılık kesiminin son derece kırılgan bir yapı üzerine oturduğu görülmüştür. Bu kırılganlığın anlaşılması ile piyasadaki çıkışları durdurmak imkansız hale gelmiştir.

viii. Şeffaflık Eksikliği:

Krizin herkese öğrettiği en önemli konulardan birisi de hem ülkenin hem de kamu ya da özel kesim kurumlarının gerek politikalar ve gerek rakamlar açısından şeffaf olması zorunluluğudur. Kriz, neredeyse yeni sanayileşmiş ülke konumuna geçmeye hazırlanan pek çok ülkede bu politika, uygulama ve verilerin açık ve net olmadığını, pek çok konunun ve verinin gizlendiğini ya da farklı şekilde sunulduğunu ortaya koymuştur. Verilerin gerçekleri yansıtmadığı konusundaki endişeler ise güven kaybını artırarak kaçıışı hızlandırmıştır.

ix. Bölgesel Etki:

Doğu Asya ülkeleri, izledikleri politikaların benzerliği, Japonya ile olan ilişkileri gibi nedenlerle öteden beri aynı sepet içinde düşünülmüşlerdir. Bu nedenle bir veya ikisinde ortaya çıkan bunalım derhal bütün bölgeye ortaklaşa mal edilmiştir. Bunun sonucunda da krizin birinden ötekine sıçrayarak kısa zamanda bölgesel bir kriz haline gelmesi oldukça kolaylaşmıştır. Tayland'da başlayan finansal krizin nispeten daha fazla borç yükü bulunan Avustralya'ya değil de, düşük borç yükü altındaki Güney Kore'ye sıçramasının altında bu gerçeğin de payı bulunmaktadır.

Güneydoğu Asya'da yaşanan krizi, atlattırmakla kalmayıp güçlü büyüme sergileyen sadece Çin ekonomisi olmuştur. Cari hesap fazlası, sermaye akışında doğrudan yabancı yatırımların ağırlığı, döviz rezervleri incelendiğinde Çin ekonomisinin gücü izlenebilmektedir. Eğer bir finansal kriz hızlıca elimine edilmezse, banka krizinin çıkma ihtimali yükselecektir⁷¹.

x. Çin ve Japonya Faktörü:

Çin'in son yıllarda ekonomik alanda gerçekleştirdiği önemli reformlarla ülkeye büyük miktarda yabancı sermaye çekmesi, ülke içinde yatırıma dönüşen bu sermayenin ucuz işgücüsüyle harmanlanması ve bölgedeki diğer ülkelere nazaran, dört yıl önce yapılan devalüasyonla desteklenmesi sonucu Çin'in rekabet gücünün artması, bu durumun da doğal olarak ihracata dayalı büyüme modelini benimseyen Asya ülkelerini zor durumda bırakmıştır⁷².

Çin'in para birimi Yuan'ın 1994 yılında %45-50 oranında devalüe edilmesi, diğer Asya ülkelerinin bu ülkeye ortak ihracat yaptıkları pazarlardaki rekabet avantajlarını olumsuz etkilemiştir. 1990'lı yıllarda Japonya'da baş gösteren ekonomik durgunluk bölge ülkelerinin en büyük ikinci ticaret ortağı durumunda olan ve toplam ihracatlarının %30'unun gerçekleştiği Japonya'ya yaptıkları ihracata da sekte vurmuştur. Ayrıca Yen'in Dolar'a göre kurunun 1995'ten sonraki düşüşü, bölge ülkelerinin dolara bağlı paralarını rekabetçi olmaktan çıkararak, ödemeler dengesi açıklarının artmasına neden olmuştur.

Güneydoğu Asya Krizi'nin başlamasıyla Çin'de yapılan reformlarda düzenleme yapılmış, büyüme hızı temel odak noktası olmuştur. Tayland'ta yaşanan kriz hızla Endonezya, Malezya, Kore, Japonya ve Hong Kong'ta hızla yayılmıştır. Çin'in geleceği hala belirsizliğini korumaktadır. Ancak diğer yandan hızla büyüyen ekonomileri dikkat çekmektedir. Diğer komşularında yaşanan olumsuz gelişmeler Çin'

⁷¹ John P. Bonin ve Yiping Huang, "Dealing With The Bad Loans of The Chinese Banks", *Journal of Asian Economics*, March 2001, s.199.

⁷² Akmut, s.5.

tamamıyla yansımamış aksine 1998 yılında Çin Ekonomisi %6 düzeyinde büyümüştür. Ancak zamanla diğer Güneydoğu Asya ülkeleri olumsuz etkilerini Çin üzerinde göstermeye başlamıştır. İhracattaki büyüme ve doğrudan yabancı yatırımlar azalmaya başlamıştır⁷³.

xi. Deneyim Eksikliği:

Güneydoğu Asya ülkelerindeki bir başka eksiklik de bankacıların deneyimsizliği sebebiyle risk almakta sonsuz bir güven içinde davranmış olmalarıdır. Deneyim eksikliği, krize girilen ikinci aşamada bireysel hareketlerle krizin büyütülmesi yönündeki davranışlara da yansımıştır. Bölge bankacıları hem kredi açmadaki hem de kriz yönetimindeki deneyimsizlikleri ile krizin büyümesinde etkili olmuşlardır.

xii. Sürü Güdüsü:

Asya'da ortaya çıkan ve krizi derinleştiren bir başka sebep de yatırımcıların "sürü güdüsü" ile hareket etmeleridir. Piyasalardaki gizli bilgili "bandwagon" etkileri bir çeşit sıcak para oluşturmakta ve ülkelerin ekonomik gelecekleri hakkındaki haberlere para piyasalarının gereğinden fazla tepki vermelerine yol açmaktadır. Güneydoğu Asya'da piyasadan çıkışta ve piyasaya girişte birbirini takip eden yatırımcılar da bu anlamda paniğin artmasına yol açmışlardır⁷⁴.

xiii. Uluslararası Mali Sistemin İşleyişi:

Krizin kökeninin uluslar arası mali sistemin işleyiş biçiminde yattığı, bu işleyiş biçimi değişmedikçe mali krizleri önlemenin de mümkün olamayacağı ifade edilmektedir. Çünkü bu kriz öncesinde ABD, Avrupa ve Japon bankaları sağlamlığına bakmadan, bilançolarını gizlediklerini ve siyasi yolsuzluklara karıştıklarını bile bile Asya bankalarına ve şirketlerine borç vermişlerdir. Tayland'da Bankong Bankası Başkan

⁷³ Yiping Huang and Yongzheng Yang, "China's Financial Fragility and Policy Responses", *Asian-Pacific Economics Literature, The Australian National University*, 1998, s.1.

⁷⁴ Paul Krugman, "Currency Crises", <http://www.pkarchive.org>, 1998.

Yardımcısı Vongthip Chumpani, “yabancılar bizi kredi almaya adeta zorluyordu” demiştir. Batılı kredi derecelendirme kuruluşları da bankaların bu riskli politikalarına gözlerini kapatmışlardır. Uluslararası mali sistemin basiretsiz uygulamaları kriz oluşturan bir başka faktördür.

1.5.2.2. Güneydoğu Asya Krizinin Gelişim Süreci

Amerikan Doları'nın uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla dolara bağlanmış yerli para birimlerinin aşırı değerli duruma geldiği fark edilmiştir. Temelde dış borca dayalı finansman politikası izleyen şirketler ve bankalar dövizde hücum etmişler ve ülkelerin yüksek döviz rezervleri kısa sürede erimiştir. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla yerli paralar hızla değer kaybetmiş, finansal piyasalardaki yatırımcılar ile yerli şirket ve bankalar büyük zararlara uğramışlardır. Tayland ve Endonezya görüşmelerden sonra IMF'nin 15 Milyar Dolarlık yardım paketlerini uygulamaya koymuştur.

Hisse senetleri ve tahvillerin düşmeye başladığı, bir zamanlar iyi olarak nitelendirilen borçlar kötü olarak değerlendirilmeye başlanmıştır. İflas ya da likidite açığı korkusu nedeni ile bankalar normalde otomatikman süreci uzatılacak olan borçları yenilememiştir. Sonuç olarak, işletme sermayeleri tükenmiştir. Ödeme yapılmaması riskine karşı, satıcıların çoğunluğu 90 gün normal süreyi bekleyerek yerine alacaklarını hemen tahsil etmek için girişimlerde bulunmaya başlamışlardır. Son dönemlerde görülen krizlerde olduğu gibi birkaç saat içinde en iyi durumda olan şirketler bile beklenmedik bir şekilde meydana gelen bu ödeme talepleri karşısında kendilerini finanse edemez duruma düşmüşlerdir. Kendi refah düzeylerini koruma gayesi ile birçok yerli ve yabancı yatırımcı paralarını değer kaybına uğramayacağını düşündükleri diğer ülke paralarına çevirmeye başlamışlardır. Büyük miktarlarda paranın ülkeyi terk etmeye başlaması ile ortaya çıkan bu süreçte, Merkez Bankası'nın sahip olduğu rezervler sonunda erimiş ve uluslararası borçlanma kanallarının gerçek maliyetlerinde önemli bir artış olmuştur. Bu durum Merkez Bankaları'nın IMF'nin kapısında yeni fonlar için dilenmeye başlamaları ile sonuçlanmıştır. Ülke parası cinsinden yeterli fonlara sahip olmamaları nedeni ile dış borçlarını ödeyemez duruma düşmüşler ve iş

dünyasının krizi, ülkenin krizi haline dönüşmüştür. Kredi piyasaları durmuş ve hastalık diğer ülkelere sıçramıştır⁷⁵.

Tablo 3: Bölge Ülkelerinin Başlıca Ekonomik Göstergeleri (1996 ve 1997 Yılları)

	Tayland	Endonezya	Malezya	Filipinler	Hong Kong	Güney Kore	Japonya	Çin	Tayvan
GSYİH Büyümesi 1996	6,4	8,0	8,6	5,7	4,9	7,1	3,9	9,6	5,7
GSYİH Büyümesi 1997	0,6	5,0	7,0	4,3	5,3	6,0	1,0	8,8	6,7
Nüfus (milyon kişi)	60	200	21	73	6,4	46	126	1230	21,6
Enflasyon (%) 1996	5,9	6,6	3,5	7,8	6,7	4,9	0,6	6,1	3,1
Enflasyon (%) 1997	7,6	11,6	2,6	8,4	5,1	6,7	2,1	1,5	2,0
İşsizlik (%)	2,5	4,5	3,5	6,1	2,5	2,7	3,2	5,7	3,1
Cari Denge/GSYİH (%) 1996	-7,9	-3,3	-4,9	-4,7	-1,3	-4,9	1,4	0,9	5,2
Cari Denge/GSYİH (%) 1997	-3,9	-2,9	-5,8	-4,5	-1,5	-2,9	2,2	2,5	4,2
Bütçe Dengesi/GSYİH (%) 1996	1,6	1,4	4,2	-0,4	2,2	-	-4,1	-1,5	0,2
Bütçe Dengesi/GSYİH (%) 1997	-0,4	2,0	1,6	-0,9	4,2	-	-2,9	-1,5	0,2
Döviz Kuru(ABD\$) 1996	25,61 Baht	2,383 Rupiah	2,53 Malez\$	26,29 Peso	7,74 H.Kong\$	844 Won	116 Yen	8,3 Yuan	28,6 Tayvan \$
Döviz Kuru(ABD\$) 1997	42,25 Baht	5,625 Rupiah	3,88 Malez.\$	39,97 Peso	7,75 H.Kong\$	1695,8 Won	129,95 Yen	8,28 Yuan	

Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı; www.foreigntrade.gov.tr, Devlet İstatistik Enstitüsü; www.die.gov.tr.

1.5.3. Rusya Krizi (Ağustos 1998)

Rusya 1992'den itibaren piyasa ekonomisine geçiş ve özelleştirme çabalarını yavaş da olsa hayata geçirmeye başlamıştır. 1995'de IMF ile görüşmelere başlayarak Mart 1996'da seçimlerden birkaç ay önce Stand-by anlaşması imzalamıştır. Buna göre yeni hükümet 1995'de % 130 olan enflasyon oranını düşürmeyi, bütçe açıklarını azaltmayı ve bazı yapısal reformları yapmayı taahhüt etmiştir. Ancak seçimden sonraki iktidarın zayıf oluşu nedeniyle, sıkı bir para politikası ile döviz kuru bandı (1\$=Rb.4.3-Rb.4.9) uygulamaya konarak enflasyon 1996'da % 22'ye düşürülmüş olsa da gevşek bütçe uygulaması değiştirilememiştir. Reformcu hükümet, sübvansiyonları azaltarak, vergi gelirlerini artırma hedeflerinde parlamentonun tutucu kararlarına takılarak başarılı olamamıştır. Vergi gelirlerinin artırılamaması hükümeti iç borçlanmaya yöneltmiştir. Devlet kağıtlarının yıllık getirileri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan (%23-30), yabancı sermaye akımları özellikle Meksika Krizi sonrasında Rusya'ya yönelmiştir.

⁷⁵ Akmut, s.7.

Rusya'nın finans kurumları da portföylerinde devlet tahvillerini arttırarak, dışarıdan döviz cinsinden borçlanmışlardır⁷⁶.

1997 yılı Temmuz ayında Asya bölgesinde ortaya çıkan kriz dikkatleri Rusya gibi ekonomik sorunlarla karşı karşıya olan ülkelere çevirmiştir. Rusya'nın 140 Milyar Dolar civarında dış borç ve 70 Milyar Dolar civarında hazine bonosu olmak üzere toplam 210 Milyar Dolar civarında borcu bulunmaktadır. Toplam borcun GSYİH'ye oranı ise % 42'ler seviyesindedir. Borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek değildir. Ancak sorun kısa vadeli borçların yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. 70 Milyar Dolar civarındaki hazine bonosunun ortalama vade yapısı 11 aydır. Dolayısıyla Rus hükümeti her ay yaklaşık 6 Milyar Dolarlık yeni borçlanma yapmak durumundadır. Ayrıca bono stokunun yaklaşık 20 Milyar Dolarlık kısmının yabancı yatırımcıların elinde olduğu tahmin edilmektedir. Bütçe gelirlerinin düşük olduğu ortamda söz konusu kısa vadeli borç stoku 1997 yılı sonundan beri Rusya Federasyonu'na yönelik kaygıları artıran bir unsur olmuştur⁷⁷.

Eski borçları ve ücretleri ödeyebilmek için Rus Hükümeti 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başlamıştır. kısa vadeli hazine tahvilleri (GKO) ve federal hükümet bonolarının (OFZ) faizleri 1995 yılında % 240'lara kadar yükselmiştir. 1996 yılının devlet başkanlığı seçimleri öncesinde ücretlilere ödeme yapabilmek için faiz oranları daha da yükseltilmiştir. Bu dönemde uluslararası kredilendirme kuruluşlarının Rusya'ya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelere daha yüksek derece notu vermesi Rus Hükümeti'nin borçlanmasını kolaylaştırmıştır⁷⁸.

Sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikalarının cesaretlendirdiği ülke içine doğru olan sermaye akımları, 1997'nin ortalarında tersine dışarıya kaçmaya başlamıştır. Bunun başlıca nedeni, Doğu Asya Krizi ve petrol fiyatlarının düşmesi sonucunda Rusya'nın ihracat gelirlerinin azalması ve ödemeler dengesi üzerinde baskı yaratmış olmasıdır. Dışsal şok, Rusya'nın ödemeler dengesini vururken, bütçeyi borçlanmayla finanse eden hükümetin Ruble'nin istikrarını koruma çabası, kamu

⁷⁶ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul: İTO Yayınları, Aralık 2001, s.40.

⁷⁷ Akmut, s.7.

⁷⁸ Akmut, s.7.

kağıtlarının değerinin çok düşmesine neden olmuştur. Ocak 1998'den itibaren yabancı yatırımcılar, hem kamu kağıtlarını hem de Ruble satışlarını arttırmışlardır. Haziran-Temmuz da dolara endeksli tahviller ihraç edilmiştir. Ayrıca kamu kağıtlarını kullanarak dış bankalardan borçlanan bankalar, kamu kağıtlarının değeri düştükçe borçlarını döndüremez hale gelmişlerdir. 1998'de IMF'den alınan 4,8 milyar \$ yardım da yetersiz kalmıştır. Rus Hükümeti 17 Ağustos 1998'de Ruble'nin bant aralığını düşürmüş (1\$=Rb.6-Rb.9,5) ve özel dış borçları için doksan günlük moratoryum ilan etmiştir. Bundan sonra Ruble devalüasyonları sürmüştür. Aralık sonunda 1\$=18,56Rb. olmuş, ardından Rusya, 1999'da IMF ile tekrar anlaşma yapmıştır. Bugüne gelindiğinde büyüme oranı artıp enflasyonun düşmesine rağmen cari açıklar, yabancı sermaye ve rezerv birikimi enflasyonun artması yönünde baskı oluşturmuştur. Mali sorunlar ve yapısal problemleri ise hala yerli yerinde durmaktadır⁷⁹.

Ancak Asya krizi sonrasında dikkatle değerlendirilmeye başlanan önemli husus söz konusu kısa vadeli borçlanmanın üretken yatırımlara değil, maaş ve ücretler gibi cari harcamaları finanse etmek için kullanılmış olmasıdır. Mevcut durumda vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış olması ve dolayısıyla sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamamış olması yabancı yatırımcılarda Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü endişesini oluşturmuştur⁸⁰.

Rusya'daki ekonomik krizin kaynağı, geniş mali açıklar ve Rusya'nın yerli ve yabancı yatırımcılara olan borçlarındaki büyük artışlardır. Bağımsız derecelendirme kuruluşlarının notları düşürüp Rusya'yı en iyi tahminlerle altı aylık dönem için yatırım yapılabilir düzeyde görmeleri üzerine ülkeden yurtdışına sermaye çıkışı da hızlanmıştır. Bu gelişmeler Rusya'nın Sovyetler Birliği dağıldıktan sonra 1992 yılında uygulamaya koyduğu şok programın bir sonucu olarak da görülmektedir. Bu program ile fiyatların serbest bırakılması amaçlanmış, ancak yüksek enflasyon ortamındaki rublenin değer kaybı döviz, gayrimenkul ve değerli madenlere talebi artırarak ekonomiyi spekülasyona açık hale getirmiştir. Makro istikrarın sağlanmasına yönelik tedbirler sanayideki daralmayı artırmış, piyasa sistemine geçme ve özelleştirme gayretleri ise sorunları gidermekten çok sistemin elitlerine yaramıştır.

⁷⁹ Yay, s.41.

⁸⁰ Akmut, s.8.

Rusya'yı krize iten sebepler genel hatlarıyla şunlardır⁸¹:

- Kronik bütçe açığı ve buna bağlı olarak iç-dış borç stokunun giderek azalması,
- Merkez Bankası'nca uygulanan sıkı para politikalarının sonucunda rublenin aşırı değerlenmesi,
- Yeterince gelişmemiş ve gerektiği gibi işlemeyen bankacılık sektörü,
- Ülkedeki ekonomik faaliyetlerin yarısından fazlasının kayıt dışı yapılması ve bu yüzden devletin yeterince vergi toplayamaması,
- Devlet başkanı ile parlamento arasındaki iktidar mücadelesinin ülkeyi daimi bir siyasi gerginlikte tutması ve bunun reform çabalarının hızını kesmesi,
- Asya krizinin etkisiyle dünyada düşen hammadde fiyatlarının Rusya'nın ihracatını olumsuz etkilemesi,
- Yine Asya Krizi'nden itibaren uluslararası yatırımcıların finansal yatırımlarını Rusya'dan hızla çekmeleri, ülkenin döviz rezervlerinin hızla erimesi ve bu gelişmelerin hazineyi yüksek faiz politikasına zorlaması, olarak sınırlanabilmektedir.

1.5.4. Brezilya Krizi (1999)

Dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumunda bulunan ve uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile son 4,5 yıl içinde enflasyonu %2700'lerden %1-3'ler düzeyine indirmeyi başaran daraltıcı politikalar ile birlikte yıllık %4'lük büyüme hızına ulaşan, gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin hızla aktığı Brezilya'da son dönemde ortaya çıkan mali kriz herkesi şaşkırtmıştır. Ancak politik kaygılar sebebiyle bütçe disiplini sağlayamayan ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan her ülke için böyle bir akıbetin kaçınılmaz olduğu da bir gerçektir⁸².

Brezilya da Türkiye gibi, uzun bir dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülkedir. 1980'lerde borç krizi yaşamış, 1981-1994 arasında yıllık enflasyon oranı ortalama % 100'ü aşmış, 1993-94'te hiperenflasyon (%2700) yaşamış, bu nedenle de çok sayıda başarısızlıkla sonuçlanan istikrar programını (1986 Cruzado Planı, 1989 Summer Planı, 1990 Collar Planı ve 1994 Real Planı) devreye sokmuştur.

⁸¹ Akdiş, s. 86-87.

⁸² Akdiş, s. 89.

1990-94 arasında, kamu sektörünü bütün olarak yeniden yapılandıran, yoğun bir özelleştirme programını devreye sokan ve dış rekabete açılan Brezilya bir yandan da ekonomideki endekslemeyi giderici pek çok önlem almış, borçları konusundaki moratoryum durumunu IMF ile görüşmeye başlamıştır. 1990-93 arasında faiz ödemelerini de içeren operasyonel açığı tamamen ortadan kaldırmış ve hatta 1994'te fazlaya çevirmiştir. Bütün bu olumlu gelişmeler sonrasında 1993 sonunda Real Planı devreye girmiştir: Bu plan mali ayarlama, parasal reform ve kuru çapa olarak kullanan politikalara dayanıyordu. Real plan enflasyonu hızla kontrol altına alıp 1994'te dört haneli rakamlardan, 1995'te iki hanelilere, 1998'de ise, %2'den daha aza düşürmüştür. Büyüme, 1994-97 arasında %4 artmış, İthalatta ve tüketimde patlama yaşanmıştır. Bundan sonra hükümetler mali ve ticari açıklarla ve değişken sermaye girişleriyle başa çıkmak için çelişen politika seçeneklerini denemek zorunda kalmışlardır⁸³.

Krizin gelişmesini şöyle takip etmek mümkündür⁸⁴:

13 Ocak Çarşamba; Bir günde 1 milyar dolara yakın paranın ülke dışına çıkması ile derinleşen kriz, MB Başkanı'nın istifasına yol açmış ve para birimi Real devalüe edilmiştir.

15 Ocak Cuma; Real serbest dalgalanmaya bırakılmış, ilk etaptaki değeri %9 oranında düşmüştür. Sao Paulo Borsası'ndaki değer kaybı ise %10'dur.

18 Ocak Pazartesi; Brezilya yeni dönem politikası belirlemiş, ancak, Real'in serbest dalgalanmaya devam edeceğini ve paranın değerini belirleme işlevinin piyasalara bırakıldığını belirtmiştir.

19 Ocak Salı; Merkez Bankası'nın bankalara verdiği kredilerin faiz oranı %29'dan %41'e çıkarılmıştır.

21 Ocak Perşembe; Hükümet emekli maaşları konusunda yeni bir düzenleme yapmış ve kabul görmüştür.

⁸³ Yay, s.41.

⁸⁴ Akdiş, s.90.

26 Ocak Salı; Uluslar arası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch IBCA, Brezilya'nın uzun vadeli yabancı ve yerli para birimi notlarını alarm veren derecede negatif seviyeye indirmiştir. MB yatırımcıların yurtdışına çıkarmak istediği dolar miktarına sınırlama getirilmeyeceğini açıklamıştır.

29 Ocak Cuma; MB faiz oranlarını %35,5'ten %37'ye yükseltmiştir. Real 1,95 Dolar seviyesinden 2,18 dolara çıkmıştır. Bu gelişmelerden sonra işsizlik oranlarının 1983'ten sonraki en yüksek düzeyi olan %7,6'ya çıktığı belirtilmiştir.

1 Şubat Pazartesi; IMF 1. Başkan Yardımcısı Stanley Fisher Brezilya'ya gitmiştir.

2 Şubat Salı; Merkez Bankası Başkanlığı'na George Soros'un adamı olan Arminio Fraga getirilmiş, bu durum piyasalara yeni bir güven sağlamıştır.

Sermaye hareketlerini cezbetmek için gerekli yüksek faiz oranları, kamu borçlarının GSMH'ye oranını 1995-1999 arasında iki katı artırdı ve bu oran %45'e ulaşmıştır. 1998'de seçimler nedeniyle bütçe açıkları GSMH'nin %8'ine ulaşmıştır. Kamu açıkları, iç borçlarla finanse edilirken, cari açıklar da sermaye akımlarıyla finanse edilmiş, sermaye akımları, aşırı değerli para ve geniş cari açıklarla desteklenmiştir.

1990-94 arasında oluşturulan operasyonel denge, 1995'te kötüleşip GSMH'nin %5, 1996 ve 97'de ise %4 açığa dönüşmüştür. Bu artışta, devlet bankalarının bütçe açığı benzeri açıklarının ve Hazine'nin tarımı ve ihracatı destekleyen iki bankanın sermayelerini artırmasının payı büyüktür. Real Plan altında paranın hızla değerlenmesi 1995'te başlamıştır. 1995-1998 arasında ortalama reel döviz kuru, bir önceki on yıl ortalamasının %30 üzerindeydi. Paranın aşırı değerlenmesinin asıl delili, ihracat artış hızının 1991-94 döneminde ortalama %11 olmasına karşılık, 1995-1998 arasında %4 olmasıdır. Cari açıklar da GSMH'nin %5'ine ulaşmıştır.

Artan mali açıklar ve cari açıklarla beraber, Rusya'daki kriz de Brezilya'yı etkilemiştir. 1999 başında Real dalgalanmaya başlamıştır. Ocakta 1 Dolar 1,2 Real iken, Şubat ayında 2,5 Real oldu. Brezilya bu krizden sonra, 35 Milyar Dolar dış yardım

sağlamıştır. Kısa bir geçiş döneminden sonra Haziran 1999'da enflasyon hedeflemesine geçilmiştir⁸⁵.

1.6. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de yaşanan krizleri sadece iç dinamiklerle açıklamak mümkün değildir. Bu nedenle yaşanan krizleri açıklarken dış dünyada da yaşanan ekonomik, siyasi ve diğer gelişmelerin de dikkate alınması gerekir.

Türkiye Ekonomisi'nde 1980'lerden bu yana belirli aralıklarla meydana gelen krizler, hazırlanan yanlış makro ekonomik politikaların uygulanmasından kaynaklanmıştır. Ayrıca ekonomik yapının da zayıf oluşu krizler için zemin oluşturmuştur. GSMH'da yaşanan düşüşler ve buna bağlı olarak oluşan gelir dağılımında eşitsizlik, üretimde yaşanan düşme krizleri körüklemiş ve bir kısır döngü oluşturmuştur. Hazırlanan programlar çerçevesinde büyüme sağlanmış ancak beraberinde enflasyonu getirdiği için de büyüme istikrarsız olmuştur.

Türkiye'nin 1980 öncesindeki durumu birçok yönden Latin Amerika ülkeleriyle benzerlik taşımaktadır. Bu ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de yüksek enflasyon ve dış borç (özellikle kısa vadeli), işsizlik, ithalat tıkanıklıkları ve ihracat durgunluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı. 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bunlara ek olarak, ülkede büyük çapta siyasi istikrarsızlık mevcuttu.

Türkiye, içinde bulunduğu kriz ortamından kurtulabilmek için 24 Ocak 1980'de IMF ile yapılan anlaşma gereği büyük çapta reformlar içeren istikrar programını yürürlüğe koymuştur. Bu programın temel amaçları kısa dönemde enflasyonu kontrol altına almak ve ödemeler dengesinin açıklarını gidermek, uzun dönemde ise dış ticareti serbest bırakmak, döviz kuru rejimini esnek hale getirmek, kamu işletmelerini özelleştirmek ve finansal reformları (mevduat münzam karşılık oranlarının düşürülmesi,

⁸⁵ Yay, s.42.

disponibilite oranlarının azaltılması, faiz tavanlarının kaldırılması, selektif kredi politikalarından vazgeçilmesi gibi) yürürlüğe koymak olmuştur. Finansal serbestleşme politikalarını tamamlar nitelikte, 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır.

24 Ocak 1980'de alınan ve uygulamaya konulan kararlar doğrultusunda 1981 yılında faiz hadlerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır. 1984 yılında döviz alım satımı serbestleştirilmiştir. 1986 yılında SPK ve İMKB kurulmuştur. 1987 yılında da Merkez Bankası Açık Piyasa İşlemlerini (APİ) başlatmıştır. 1989 yılında da sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir.

Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının nedeni, yurt dışındaki tasarrufları yurtiçine çekmek ve ülke içinde dış sermayenin desteğiyle de yatırımları arttırmak ve büyümenin hızlanmasını sağlamaktır.

24 Ocak kararlarıyla birlikte ihracat patlaması yaşanmış ve ödemeler dengesi açıkları küçülmüştür. Değerlenmemiş kur ve düşük ücret politikaları da ihracat artışında önemli rol oynamıştır. Ayrıca 1988 yılına kadar fiyatlar kontrol altına alınabilmiş, enerji sıkıntılarının giderilmesiyle üretim kapasitesi artmış ve ekonomik büyüme hızlanmıştır⁸⁶.

Türkiye Ekonomisi özellikle 1989 sonrası ekonomik dengeler açısından oldukça olumsuz bir sürece girmiştir. 1986 sonrası kamu açıkları sürekli artmış, 1986 yılında her 100 liralık vergi gelirinin 43 lirası iç borç ana parası ve faiz ödemesine giderken bu rakam 1993 yılında 104 liraya yükselmiş yani vergi gelirleri iç borç ödemesine yetmez hale gelmiştir. GSMH'nin kamu kesimi borçlanma gereği 1988 yılında %6,2 iken bu rakam 1993'te %16,3'e yükselmiş, bu durum kamu kesimi iç borçlanma faizlerinin yükselmesi ve vadelerin kısalması şeklinde sonuçlanmıştır⁸⁷.

Faiz hadlerindeki bu yükselmeler, borcun finansmanında kısa vadeli sermaye girişini de hızlandırmıştır. Sıcak para şeklinde halk dilinde yerleşmiş olan bu finansman türü artan

⁸⁶ Güloğlu, s.16.

⁸⁷ Ömer Eroğlu ve Mesut Albeni, *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*, Isparta: Bilim Kitabevi, Haziran 2002, s.192.

ithalatın finansmanını sağlarken diğer yandan kamu açıklarının iç borçlanma yolu ile kapatılmasında ek kaynak olarak ortaya çıkmıştır. Fakat bu yöntemin en önemli sakıncası kısa vadeli ve yüksek faizli dış borçlanmanın yolunu açarken Türk Lirası'nın da yapay olarak değerlendirilmesine neden olmuş, 1988 yılına göre Türk Lirası 1994 yılında yabancı paralar karşısında %22 değer kazanmıştır. Bu durum ithalatı teşvik ettiği ve ihracatı zorlaştırdığı için ihracatın ithalatı karşılama oranı hızla azalmıştır. 1993 yılında dış ticaret açığı 14,2 milyar dolara ulaşmış, cari işlemler açığı ise 6,4 milyar olarak gerçekleşmiştir.

Kamu kesimi açıklarının bir diğer nedeni ise maaş ve ücretlerin reel olarak 1988 yılına kıyasla 1993 yılında memur maaşlarının 1,8 kamu işçilerinin ücretlerinin ise 3 kat artmış olmasıdır. Bu nedenle maaş ve ücretlerin GSMH içindeki payı 1988 yılına kıyasla 1993 yılında %20'lerden %36'lara ulaşmıştır. Bu durum iç talebin sürekli artışına neden olmuştur⁸⁸.

Son elli yılda giderilemeyen yapısal ve kurumsal zayıflıklar ekonomik istikrarsızlığın yanı sıra politik istikrarsızlığa da yol açmış ve uygulanan ekonomi politikaları ile 1980'li ve 1990'lı yıllarda dünya ekonomisindeki değişimden uzak kalmıştır. Türkiye Ekonomisi, 2000'li yıllara gelindiğinde bu gelişmelere yeterince uyum sağlamadan finansal serbestleşmeye geçen diğer gelişmekte olan ekonomiler gibi dış şoklara açık, başka bir ülkede oluşabilecek krizin bulaşma tehlikesi altında, uluslararası spekülasyon finansal saldırılara karşı düşük dirençli, zayıf ve kırılabilir bir finansal yapı ile karşı karşıya kalmıştır⁸⁹.

1.6.1. 1994 Finansal Krizi

Türkiye Ekonomisi'nde 1994 yılının ilk aylarında yaşanan ve hükümetin 5 Nisan Kararları olarak bilinen kararları almasını gerektiren kriz, başlangıçta bir mali kriz olarak ortaya çıkmıştır. Çünkü, kriz kendisini ilk önce borsa ve döviz piyasalarında hissettirmiştir. Şubat ayının son günleri itibariyle İMKB endeksinde günde %20'lere

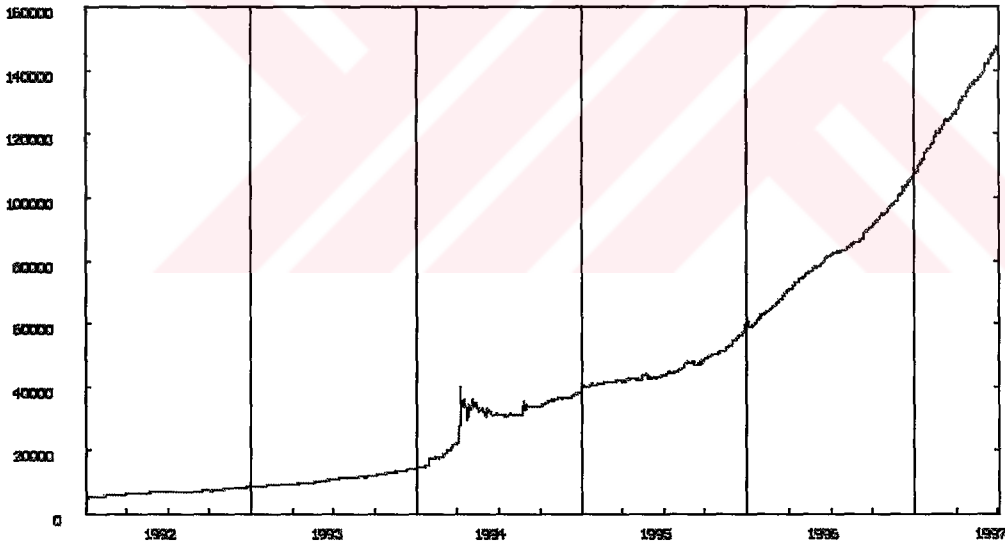
⁸⁸ Eroğlu, s.193.

⁸⁹ M. Nejat Coşkun, "Türkiye Ekonomisi'nde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri: 1992-2002", *Kriz ve IMF Politikaları*, Ankara: Alkım Kitabevi, 2002, s.225.

varan değer düşüşü ile birlikte döviz piyasalarında hareketlenmeler başlamış, döviz piyasalarında TL'den kaçış ve yabancı paralara talep şeklinde başlayan panik sürecinde, Merkez Bankası piyasalara Dolar satarak müdahale etmeye çalışmış ve bu çerçevede Bankanın rezervleri hızla erirken dövizdeki hızlı yükseliş engellenememiş (Grafik.8) ve nihayet döviz kurlarına müdahaleden vazgeçilmiştir.

Sonuç olarak, hem Merkez Bankası'nın rezervleri erimiş hem de döviz kurlarının %100'ün üzerinde değer kazanması engellenememiştir. Borsa endeksi ve TL bir hafta gibi bir sürede değerlerinin yarısından fazlasını yitirirken, birçok aracı kurum ve döviz bakımından açık pozisyonlara sahip banka iflas etmiş ve mali sistem tümünden yatırımcıların güvenini kaybetmiştir. Hükümet, tasarruf sahiplerinin bankalara hücumunu engelleyebilmek için çareyi bütün banka mevduatlarına sınırsız kamu güvencesi (mevduat sigortası) getirmekte aramıştır⁹⁰.

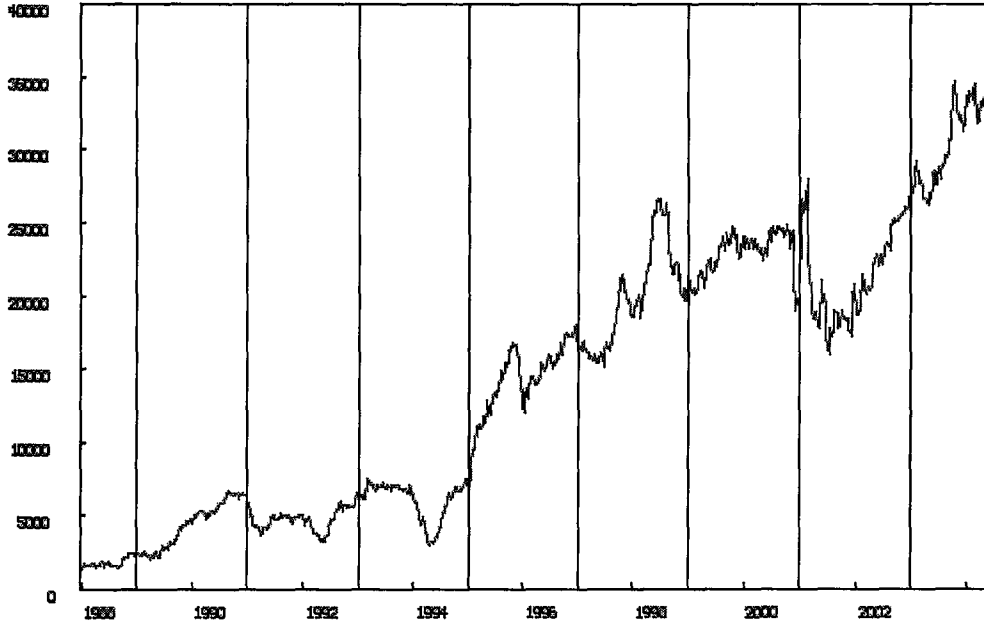
Grafik 8: 1992-1997 Yılları Arası Döviz Kuru



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr.

⁹⁰ Alp, s.159.

Grafik 9: Merkez Bankası Döviz Rezervleri



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr.

Asya ve Meksika krizinden farklı olarak Türkiye, 1994 döviz krizi öncesi herhangi bir döviz kuru askı (peg) politikası uygulamıyordu. Fakat yönlendirilen dalgalanma (managed float) politikası sonucu, nominal döviz kuru reel döviz kurundan sapmıştır. Bu durum gerek birinci nesil gerekse ikinci nesil modeller için döviz krizi riskini artırmaktadır⁹¹.

1994 Krizini, tek bir makro ekonomik değişkenin sebep olduğu bir iktisadi olayla açıklamak mümkün görünmemektedir. Zaman içerisinde birbirini etkileyen birçok iktisadi olay ve politika değişkeni krizin oluşumuna sebep olmuştur. Türkiye ekonomisinin yaşadığı ekonomik dönüşümle birlikte yabancı sermaye girişleri içerisinde en büyük pay, kısa vadeli sermaye hareketlerinin olmuştur. Bu tür sermaye hareketlerinin yanı sıra, portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında da yeni ekonomik politikaların uygulanmasından önceki dönemlere göre önemli artışlar olmuştur.

⁹¹ Stanley Fisher, "The Asian Crisis: A View From The IMF", www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm, 1998, s.7.

Ülkeye yabancı sermaye girişi içinde en büyük yeri kısa vadeli sermaye almıştır. Ancak istenen uzun vadeli sermaye hareketleri olmamıştır. Çünkü piyasanın derinliğinin olmayışı, hisse senedi alım satımlarında büyük dalgalanmalara neden olmuştur. Bu nedenle sermaye girişleri kısa vadeli olmuş ve kısa bir süre sonra yabancı sermaye tekrar dışarı çıkmıştır. Doğrudan yabancı sermayenin ülkeye girmemesinde en önemli etkenlerden biri enflasyondur. Ayrıca ülke içinde yaşanan siyasi, ekonomik istikrarsızlık ve yatırımlar gerçekleştirilirken karşılaşılan bürokratik engeller yatırımların geri çekilmesine sebep olmuştur.

Kısa vadeli sermaye girişleri ülkede ekonomiyi canlandırırken çıkışı da o ölçüde zarar vermiştir. Sermayenin çıkışıyla birlikte döviz kuru hızla artmış bu da hammadde girişlerinde maliyetlerin yükselmesine sebep olduğundan üretimde azalmalara neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketleri oldukça kırılgan bir yapıya sahiptirler. Gerek bölgesel sorunlarda gerekse piyasalardaki beklentilerde ufak değişikliklere karşı oldukça hassas olan kısa vadeli sermaye ülkenin dış dünyaya olan duyarlılığının da artmasına neden olmuştur⁹².

İç borçların getirdiği faiz yükü, 1990'dan sonra bütçe açıklarında önemli bir rol oynamıştır. Kamu sektörü borçlanma gereğindeki artışın bir diğer önemli nedeninin, 1989 yılından sonra uygulanan ücret ve fiyat politikası olduğu yönünde iddialar da mevcuttur. 1992 ve 1993 yıllarında konsolide bütçe harcamalarında, cari ve transfer harcamalarının payı %85'i aşmıştır. 1989 yılında ihracata ödenen vergi iadelerinin de kaldırılması ile, transfer harcamalarındaki artışın en önemli nedeni iç borç faizleri olmuştur. Cari harcamalarda ise personel giderleri önemli yer tutmaktadır. Örneğin, sadece 1988-1991 arasında KİT'lerin satış gelirleri içinde personel giderlerinin payı üç kattan fazla artmıştır. 1988-1994 yılları arasında, savunma harcamaları da sürekli artmıştır.

Kriz öncesi yıllarda dikkati çeken bir diğer gelişme, hızlanan sermaye girişleridir. 1988'de sermaye hesabının liberalizasyonunun ardından özel sermaye hareketlerinde bir patlama yaşanmıştır. Bankaların bu artışa önemli bir rolü olmuştur. Bankaların yabancı yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı 1992'de %37, 1993'de %43 ve

⁹² Nazım Ekinci, "Kriz ve Para Politikası Üzerine", *Görüş*, Haziran 1994, s.38.

1994'de %47'ye ulaşmıştır. 1984 yılı itibariyle 10 yıl boyunca yabancı sermaye artarak ülkeye girmiştir. Ancak bu artış 1991 yılında kesintiye uğramıştır. Bunu nedeni de Körfez Savaşı'dır. Ayrıca bankaların sendikasyon kredileri yolu ile kaynak bulmaya ağırlık vermesi, açık pozisyonlarının da artmasına neden olmuştur. Tablo 4'e bakıldığında bu açıkça görülmektedir.

Tablo 4: Türk Bankacılık Sektörü Toplam Açık Pozisyon (1988-1993)

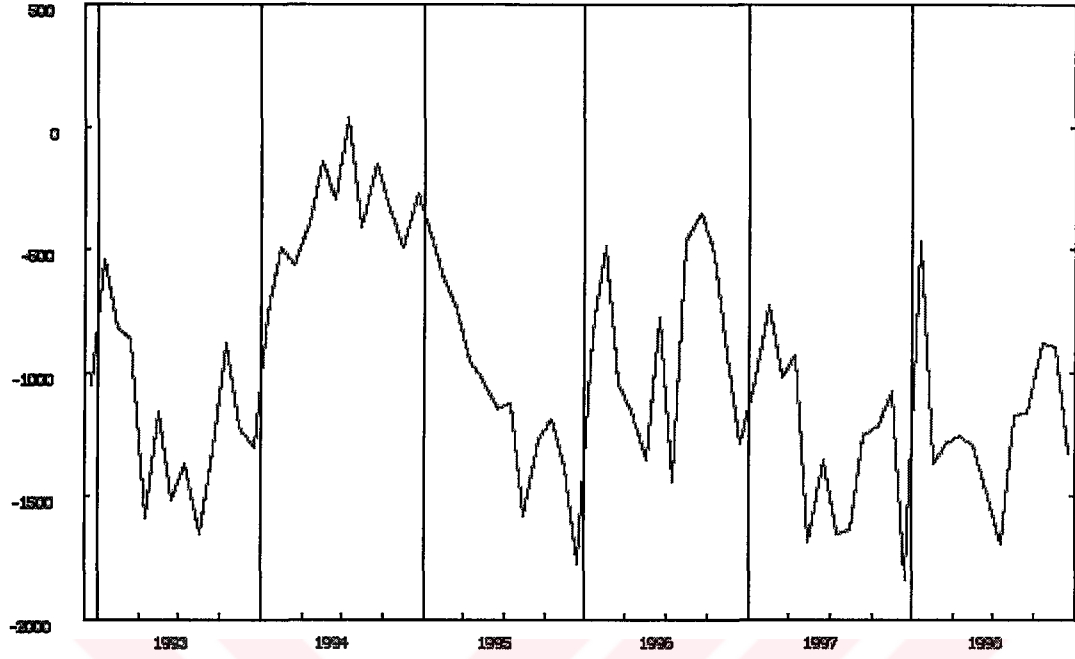
YILLAR	AÇIK POZİSYON (MİLYAR \$)
1988	-0,250
1989	-0,720
1990	2,020
1991	1,140
1992	3,190
1993	4,970

Kaynak: Kadir Eser, "1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları", *İşletme ve Finans Dergisi*, Eylül 1995i Sayı:114, s.52.

1990 yılında enflasyonu düşürmek amacıyla bir parasal program açıklanmış ve Merkez Bankası dış varlıklarda bir artış olmadığı sürece, piyasaya para vermekten kaçınmıştır. Fakat, gerek 1991'de körfez savaşının bu program üzerinde yarattığı baskı, gerekse bütçe açıklarına karşı önlem alınmaması sonucu program yürütülemedi. 1991 seçimlerinde hükümet değişmiş ve temel göstergelerdeki bozulma devam etmiştir. Sermaye hesabı liberalizasyonunun ardından artan sermaye girişlerinin en olumsuz etkisi yerel paranın aşırı değerlenmesi olmuştur. Her ne kadar, o dönemde Türkiye'de döviz kuru üzerinde bir askı politikası uygulanmasa da serbest dalgalanma da söz konusu değildi. Yönlendirilen dalgalanma politikası çerçevesinde sermaye girişlerinin devamı için nominal döviz kurunun, reel döviz kurunun altında kalması göz ardı edilmekteydi. Bu durumun ticaret açığı üzerindeki olumsuz etkisi Grafik.10'da görülmektedir⁹³.

⁹³ Karabulut, s.127.

Grafik 10: Dış Ticaret Dengesi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr.

1994 geldiğinde iç borcun getirdiği yük sürdürülemez hale gelmiştir. Hükümet ise bu durumu yaratan yapısal nedenlere eğilmek yerine, iç borç piyasasına yapay bir müdahaleyi tercih etmiş ve faizleri indirmek için bono ve tahvil arzını kısıtlamıştır. Bu politikanın bir diğer amacı da, ortalama vadeyi uzatmaktır. 1993 Eylül ve Ekim aylarında bir yıllık tahviller dışında kısa vadeli tekliflerin ancak %19,3'ü kabul edilmiş ve ardından kasımda yapılması gereken dört ihaleden ikisi, aralık ayında ise 5 ihaleden dördü iptal edilmiştir. Bu politika nedeniyle, bütçe açıklarının Merkez Bankası'ndan finansmanı yoluna gidilmiş ve 1989 da yapılan bir antlaşma sonucu, hazinenin Merkez Bankası'ndan kullanabileceği kısa vadeli avans, bütçe giderlerinin %15'i ile sınırlıyken bu sınır 1993 yılı ortalarında yükseltilmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak likiditenin bu dönemde hızla artması sonucu bir bağımsız derecelendirme kuruluşu tarafından Türkiye'nin değerlendirme notunun düşürülmesi, döviz karşılığında yoğun bir spekülasyon atak başlatmıştır. Ocak, şubat ve martta gerçekleşen spekülasyon ataklarının ardından, gecelik faizler %1000'i geçmiş ve açık pozisyonları nedeniyle üç küçük banka batmıştır⁹⁴. Spekülasyon atakları, mevduat sigortası kapsamının %100'e çıkarılması ve bileşik %406

⁹⁴ Karabulut, s.128.

gibi bir orandan iç piyasadan borçlanılması sonucu sona ermiştir. Bu gelişmeler sonucunda 1994 yılında reel GSYİH büyümesi -%6,5 olmuştur. Aynı yıl enflasyon oranı (TEFE) ise %117,8'e ulaşmıştır.

Bu dönemde risksiz sayılabilecek hazine bonosu ve devlet tahvillerinin, yurtdışındaki yatırımcılar yanında bankalar ve reel sektörde faaliyet gösteren işletmeler içinde cazip hale gelmesidir. Ülke dışından LIBOR+faiz şartlarıyla döviz borçlanan yurtdışı kurumlar, elde ettikleri döviz aşırı değerli TL'ye çevirerek arbitraj imkanından yararlanmaya çalışmışlardır. Bu şekilde bankacılık kesimi, bir taraftan döviz borcu olan, diğer taraftan döviz olmayan oldukça riskli kurumlar haline gelmiştir. Bankaların hazine bonosu ve devlet tahvillerine yönelmesi, bu kurumların reel sektöre kaynak aktarma işlevinin de yerine getirilememesine neden olmuştur⁹⁵.

1994 krizini açıklamaya yönelik en temel makro ekonomik büyüklüklerden birisi de kamu açıklarıdır. Bu dönemde, kamu açıklarının azaltılmasına yönelik izlenen politikalar da sonuçsuz kalmış ve kamu açıkları sürekli artmıştır⁹⁶. Başlangıçta kamu giderlerindeki artışın temel sebebi kamunun cari ve personel giderlerindeki artışlardır. 1986 yılından sonra ise reel ücretlerin artırılması şeklinde uygulanan politikalar, kamunun gelir ve giderleri arasındaki farkın açılmasına yol açmıştır. Bu farkın kapatılması için bu dönemde borçlanma yoluyla finansman yöntemi seçilmiştir. Böylelikle iç ve dış borçlar artmış, anapara ve faiz ödemeleri transfer harcamalarının katlanarak artmasına neden olmuştur. Böylece kamu yatırımları azalmış ve yeni borç temin edebilmek için faizlerin enflasyonun çok üstüne oluşmasına sebep olunmuştur⁹⁷.

Döviz fiyatlarının sermaye hareketleri tarafından belirlenmesi, dış ticaret açığının sürekli artmasına yol açmıştır. Bu durum, ihraç mallarının ülke dışındaki alıcılar için pahalılaşması anlamına gelmektedir. Böylece, ihracat artış hızı azalırken, ithalat artmakta ve cari işlemler açığı gittikçe büyümektedir.

⁹⁵Pierre Richard A genor, John McDermott ve E. Murat Üçer, "Fiscal Imbalances, Capital Inflows and Real Exchange Rate The Case of Turkey", *IMF Working Papers*, January 1997, s.5.

⁹⁶Oğuz Oyan, "Kamu Maliyesi ve Politikası", *Türkiye Ekonomisi*, Ankara: İmaj Yayınları, 2001, s.274.

⁹⁷Hüseyin Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1997, s.365.

1993'ün sonlarında hükümet, artması olası döviz talebini döviz rezervleri ile karşılayabileceği ve dolaşımdaki spekülâtif paranın İMKB'ye yönelebileceği öngörüsüyle, faizleri düşürmek amacıyla ekonomiye likidite enjekte etmiştir. Kamunun faiz yükünün azaltılması için yapılan bu uygulama ile döviz talebinde hızlı bir artış başlamış ve böylece cari açığın rekor seviyelere çıkmasıyla da, ekonomide bir devalüasyon beklentisi oluşmuştur. Bu gelişme döviz kurlarında hızlı bir artışı da beraberinde getirmiştir⁹⁸. Bu artış da döviz rezervlerinde bir erimeye neden olmuştur.

Bu dönemde, döviz kurundaki hızlı yükselmeye birlikte, toplam net sermaye kaçıışı 4 milyar doların üzerine çıkmış, enflasyon yüzde yüzleri aşmış ve işsizlik artmıştır. Ayrıca hazine bonosu faizleri %400'lerin üzerine çıkmıştır. Bu dönemde ülkenin kredi notu düşürüldüğü için de dışarıdan yapılan yatırımlar azalmış, borçlanma maliyeti yükselmiştir. Bu koşullarda, bu krizden çıkmak için 5 Nisan kararları çıkarılmıştır.

5 Nisan Kararları, krizden çıkış için gerekli önlemleri iki bölümde toplamıştır. Birinci bölüm, Kamu gelirlerini arttırmaya, giderlerini azaltmaya ve borçlanma gereğini aşağıya çekmeye, KİT zararlarını gidermeye, ücret disiplini sağlamaya, döviz piyasalarında güven ve denge sağlamaya, Merkez Bankası'nın denetim gücünü attıracak önlemler ile ihracat ve döviz kazandırıcı faaliyetleri özendirmeye yönelik önlemlerdir. Vergi reformu, özelleştirme, tarımsal destekleme politikaları ve kamu kesiminde istihdamın rasyonalizasyonu, SSK'nın mali dengeye kavuşturulması gibi önlemler de, yapısal önlemler olarak tanımlanmıştır. İstikrar programının yürürlüğe girmesinden sonra IMF ile stand-by anlaşması yapılmış ve kaynak taahhüdü alınmıştır. Program çerçevesinde, üçer aylık hedefler ortaya konmuşsa da bu hedeflere ulaşılamamıştır.

5 Nisan kararlarıyla birlikte ihracat artmaya başlamış ve ihracat artışının verdiği ivmeyle yaklaşık 10 aylık bir süre sonra ekonomi toparlanmaya başlamıştır. Bu dönemde alınan stabilizasyon kararları ile kamu kesimi borçlanma gereğinin gayri safi milli gelire oranı %12,1'den %7,89'a gerilemiş izleyen yılda bu oran %5,2'ye düşmüştür⁹⁹.

⁹⁸ Fatih Özatay, "1994 Krizinden Alınacak Dersler: İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar", *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 109, 1995, s.24.

⁹⁹Bilgin, Karabalut ve Ongan; s.39.

Tablo 5: 1990-2000 Yılları Başlıca Ekonomik Göstergeleri

Yıllar	GSMH Büy. Hızı	KKBG/GSMH Hazine	KKBG/GSMH IMF	TÜFE	Cari İşl. Dengesi/GSMH	Reel Döviz
1990	9,37	70,41	-	60,3	-1,7	80,52
1991	0,35	10,16	-	66	0,2	78,06
1992	6,4	10,57	-	70,1	-0,6	81,55
1993	8,11	12,01	-	66,1	-3,5	73,99
1994	-6,06	7,9	9,1	106,3	2	100,4
1995	7,95	5,2	5,1	88	-1,4	94,57
1996	7,12	8,65	13,1	8	-1,3	94,57
1997	8,29	7,72	13,1	85	-1,4	89,41
1998	3,86	9	15,6	84	1	81,3
1999	-6,08	15,42	23,3	-	-0,7	76,42
2000	6,13	11,77	19,1	54	-4,8	68,98

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü, www.die.gov.tr, Hazine Müsteşarlığı, www.treasury.gov.tr.

Tablo 5'te görüldüğü gibi, kamu kesimi borçlanma gereğinin gayri safi milli hasılaya oranı 1994-1995 yılları arasında düşmesinin yanı sıra, reel döviz kurunun %36 oranında devalüe edilmesi ile cari işlemler dengesi fazla vermeye başlamış ve cari işlemler dengesinin gayri safi milli hasılaya oranı %2'ye yükselmiştir. 1995 sonrasında uygulanan ekonomi politikalarıyla birlikte, cari işlemler dengesi yeniden bozulmaya başlamıştır. Tabloya bakıldığında kamu kesimi borçlanma gereğinin gayri safi milli hasıla oranına ait rakamlarda hazine ile IMF'nin önemli miktarda farklılaşan değerlere sahip olmalarıdır. Bu farklılık, kamu bankalarının görev zararlarıyla ilgili rakamların kamu kesimi borçlanma gereği değerlerini içinde gösterilmemesinden kaynaklanmaktadır. Gerek Ziraat Bankası'nın gerekse Halk Bankası'nın sübvansiyon ve kaynak aktarmaları yalnız ilgili bankaların bilançolarında gösterilmesi durumu, IMF hesaplamaları için geçerli değildir. IMF hesaplamalarını, sübvansiyonları da içerecek şekilde yapmaktadır¹⁰⁰.

Programın ana hatlarından ilki devletin kendi harcamalarına çeki düzen verecek olmasıdır. Bunun için gelirleri artırıcı politikaların yanında devlet mümkün olduğunca

¹⁰⁰Stübidey Togan, "Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine", *Yeni Türkiye*, Cilt: 41, Eylül-Ekim 2001, s.511.

harcamalarını kısımaya çalışacaktır. Diğer bir konu ise devletin açıklarını kapatmak için borç alıp borçların faizlerini ödemek için yeniden borçlanmaya gitmesi engellenmeye çalışılacaktır. Böylece devletin kamu kesimi borçlanma gereği mümkün olduğunca azaltılmaya çalışılacaktır. Kamunun ekonomideki rolü de yeniden tanımlanmıştır. Üretim yapan, sübvansiyon dağıtan bir devletin yapısından ekonomide piyasa mekanizmasının tüm kurum ve kurallarıyla işlemlerini sağlayan ve sosyal dengeleri gözetten bir devlet yapısına geçiş programda amaçlanmıştır.

Devletin gelir artırıcı önlemleri şu şekilde özetlenmiştir¹⁰¹:

- Vergi denetimleri hızlandırılıp yaygınlaştırılarak vergi ödemeyen kesimlerin bu alışkanlıklarına son verilecektir,
- KİT mal ve hizmet fiyatları piyasa şartları ve döviz fiyatları dikkate alınarak yeniden belirlenmiştir. Bu nedenle KİT ürünleri fiyatları 6 ay süre ile dondurulacaktır. Özel sektörün de fiyat politikasını kamu fiyat politikasını dikkate alarak yapması beklenmektedir.
- Bütçe açıklarının hızla kapatılması için akaryakıt tüketim vergisinden bütçeye aktarılan kısım % 50'den %70'e yükseltilmiştir.
- KİT'lerin Hazineye olan borçlarını hızla ödemeleri için gerekli düzenlemeler yapılacak, ayrıca kamu kuruluşlarının paralarını Merkez Bankası ya da Ziraat Bankası'nda değerlendirmeleri sağlanacaktır.
- Hazine'ye ait taşınmazların satış işlemleri hızla yapılacak, kamunun elindeki sosyal tesis, kamp, lojmanların kira bedelleri rayiç seviyelerine çıkarılacak, gelirler bütçeye aktarılacaktır.

Harcama kısıcı önlemler ise şu şekilde özetlenebilir:

- 1994 yılında memur maaş artışları mevcut bütçe ödenekleri ile sınırlı tutulacak, KİT'lerdeki sözleşmeli personelin ücretleri eş değer statüdeki memur maaşlarından daha yüksek olduğu için zaman içerisinde bu dengesizlik giderilecektir.
- Kamuda personel alımı durdurulmuştur.
- 1994 yılında kamu yatırım programına hiçbir şekilde yeni bir proje alınmayacaktır
- Kuruluşların taşıt, lojman, sosyal tesis ve hizmet binası yatırımları durdurulmuştur.

¹⁰¹ Eroğlu, s.194.

Döviz kuru, ücret ve fiyat politikaları ile ilgili kararları ise şu şekilde özetlenebilir: Birinci hedef, uluslararası piyasalarda güvenin sağlanması, rezervlerin iyileşmesi böylece ödemeler dengesinin sağlıklı hale getirilmesidir. Bu nedenle döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir şekilde gelişmesini sağlamak birincil amaç olarak benimsenmiştir.

Merkez Bankası ve bankacılık kesimi ile ilgili olarak alınan tedbirleri şu şekilde özetlemek mümkündür. Merkez Bankası para politikasını ekonomideki ücret, fiyat ve döviz kuru için öngörülen hedeflerle uyumlu bir şekilde yürütecek ve parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü artıracak, Merkez Bankası daha özerk bir yapıya kavuşturulacak, bunun için Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının Merkez Bankası üzerinden kredi kullarımlarına sınırlama getirilecektir. Sermaye piyasası ile ilgili olarak yeni bir finansal araç olarak gayri menkul yatırım fonları ve gayri menkul yatırım ortaklıklarını düzenleyici tedbirler çıkarılmıştır. Ayrıca sermaye piyasasınca repo işlemlerine ilişkin yeni düzenlemelerde yapılmıştır.

Yapısal düzenlemelere ilişkin kararlar ise özelleştirme, kamu iktisadi teşebbüslerine ilişkin düzenlemeler, kamu sektöründe istihdamın rasyonalizasyonu, yerel yönetimlerin idari ve mali düzenlemeleri, sosyal güvenlik kuruluşları reformu şeklindedir¹⁰².

1994 ekonomik krizi esas itibarıyla mali piyasalarda patlak vermiş olmakla beraber çok kısa bir zaman içinde reel sektöre de yansımış, özellikle ithalata dayalı işlem yapan ve döviz cinsinden yükümlülükleri bulunan şirketlerin bir çoğu da iflas etmiştir. Tüm bu gelişmeler, ülke ekonomisinin küçülmesiyle sonuçlanmıştır¹⁰³.

5 Nisan istikrar programı, gerek yapısal reformlara yer verilmemesi, gerekse KİT ürünleri fiyatlarını dondurma gibi sorunu daha da kötüleştirici uygulamalara gidilmesi nedeniyle piyasalar tarafından güvenle karşılanmamıştır. Çünkü KİT ürünleri fiyatlarının dondurulmasının, KİT açıklarını artırma yoluyla bütçe açıklarını artıracığı son derece açıktır. Nitekim Tabloda 1994 sonu için IMF tarafından konulan konsolide bütçe açığı hedefi ile, gerçekleşen bütçe açığı arasında yaklaşık %50'lik bir fark (Hedef: 109,6 Trilyon; Gerçekleşen: 152,2 Trilyon) olduğu görülmektedir. Program

¹⁰² Eroğlu, s.197.

¹⁰³ Alp, s.160.

çerçevesinde 3 aylık hedefler gerçekleştirilmiştir. Fakat 6 aylık ve özellikle 9 aylık gerçekleştirmelere bakılınca hedeflerden çok uzaklaşıldığı görülür. Bunun sonucunda IMF Stand-by anlaşması çerçevesinde taahhüt ettiği kredilerin bir bölümünü ödememiştir¹⁰⁴.

1.6.2. Kasım 2000 Krizi

Türkiye Ekonomisi, Doğu Asya ve Rusya Krizleri ve Marmara depremlerinin de etkisi ile 1999 yılında gayri safi milli hasılanın %6,1 küçüldüğü dönemde kur çıpasına dayalı yeni bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Ancak 2000 yılı uygulamaları program hedeflerinin dışında gelişmelerle ekonominin hızlı büyümesi sonucunu vermiştir. Çıpa olarak kullanılan döviz kuruna karşılık daha hızlı artan enflasyon, ithalatın göreceli olarak ucuzlayıp hızla artmasına, kamu kesimi borçlanmasının dış piyasalara yönlendirilerek yurt içi faiz oranlarının beklenenden daha hızlı düşmesi ve borç stokunun artmasına yol açmıştır. Yabancı sermaye girişinin artması, ithalat patlaması ve düşen faizlerin yurt içi talebini artırması sonucunda cari işlemler dengesinde sürdürülemez bir açıklık karşılaşılmıştır. Bu dönemde ithalatta %35 artış olurken ihracat ancak %7 artabilmiştir¹⁰⁵.

Kasım 2000 döneminde bankalar arası piyasada gecelik borçlanma basit faizi yaklaşık üç kat artarak ortalama %110,8'e, en yüksek %210'a fırlamıştır. Bankalar arası piyasada ortalama faiz 10 Kasım'dan itibaren önceki aylara göre yükselmekteydi. Örneğin 15 Kasım tarihinde ortalama gecelik faiz %81,45 olmuştur. Faiz sonraki günlerde düşmüş ve sıçrama kamu kesimi maaş ödemesine bağlanmıştır. Ağustos, Eylül ve Ekim aylarının 15'inde gecelik faiz sırasıyla %37,3, 44,5 ve 38,5 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 2000 başından itibaren program uygulaması ile birlikte gecelik faizde zaten artan dalgalanma (volatilite), Tablo 6'da standart sapma sütununda görüldüğü gibi, Ağustos ve Eylül'de önemli ölçüde yükselmiştir. Faizde volatilite

¹⁰⁴ Karabulut, s.129.

¹⁰⁵ Coşkun, s.227.

yükselmesi ile gelen artış, finansal piyasalarda bir baskı ve gerginlik olduğu anlamına gelmektedir ve 22 Kasım'daki kriz öyle bir günde patlamamıştır¹⁰⁶.

Tablo 6: İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük, Ortalama ve Standart Sapma

		En Düşük	En Yüksek	Ortalama	St. Sapma
1999	Eylül	57,51	70,98	67,21	4,61
	Ekim	65,51	69,95	69,47	1,08
	Kasım	68,72	69,99	69,78	0,3
	Aralık	69,86	70	69,97	0,04
2000	Ocak	18,9	64,56	35,9	10,28
	Şubat	26,28	83,19	49,23	14,12
	Mart	26,38	68,07	39,08	8,95
	Nisan	18,9	45,87	36,16	6,62
	Mayıs	32,08	56,34	41,29	6,55
	Haziran	26,35	75,75	42	11,67
	Temmuz	13,6	38,83	25,97	5,08
	Ağustos	22,14	92,57	35,57	16,9
	Eylül	23,71	79,65	46,2	14,05
	Ekim	25,82	71,22	38,41	9,72
	Kasım	27,94	315,92	79,46	67,61
	Aralık	61,75	873,13	198,95	238,97
2001	Ocak	31,12	76,84	42,16	12,47
	Şubat	36,55	4018,58	436	983,8
	Mart	80	96,55	81,89	4,05

Kaynak: Ercan Uygur, *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*, Ankara: Türk Ekonomi Kurumu, 2001, s.6.

Döviz kurlarının Merkez Bankası tarafından önceden açıklanmasının nedeni, yüksek ve yapışkan enflasyonla mücadele edebilmek için döviz kurlarına ilişkin geleceğe yönelik beklentiye ilişkin kısırlanması olarak açıklanmıştır. Gerekece olarak da Türk Ekonomisi'ne geçmişte gerçekleşen enflasyon rakamlarının geleceğe dönük enflasyonu etkilemesi ve

¹⁰⁶ Ercan Uygur, *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*, Ankara: Türk Ekonomi Kurumu, 2001, s.6.

geleceğe dönük kontratların da buna uygun olarak yapılmasıdır. Geçmişe dayalı endeksleme alışkanlığının bu şekilde ortadan kaldırılması planlanmıştır. Kamu sektöründen kaynaklanan enflasyon da önceden belirlenen kurlar çerçevesinde sınırlandırılması, böylece özel sektör kaynaklı fiyat hareketlerinin de buna uyum sağlaması amaçlanmıştır¹⁰⁷.

Programın döviz kuruna bağlı beklentilerinden birisi de sermaye girişi açısından dır. Mali piyasaları, uluslararası piyasalarla bütünleşmiş bir ekonomide yurt içi faiz oranlarını belirleyen faktörler; yurt dışı faiz oranları, döviz kurunda beklenen artış ve risk primidir. Risk priminin, döviz kurunun belirsizliğinden kaynaklanan bölümünün kalkması halinde sermaye girişini artıracığı öngörülmüştür. Sermaye girişi bir yandan faiz oranlarını geriletirken diğer taraftan ekonominin reel stokunu artırarak mali derinleşmeye yardım edecektir. Gerek mali derinleşme gerekse düşük faizlerin özel sektör firmalarına düşük maliyetli daha fazla mali kaynağa erişme imkanı sağlaması üretim maliyetlerini düşürerek enflasyonu olumlu etkileyecektir. Sermaye girişindeki artış, ekonomik büyüme üzerinde de etkilidir. Faizlerdeki düşüş ve ekonomide kullanılabilir kaynaklardaki artış, ekonomik büyümeyi olumlu olarak etkileyecektir.

Tümüyle enflasyonu düşürmeye endekslenmiş olan programın zayıf yönleri şu şekilde özetlenebilir¹⁰⁸:

- Türkiye'nin geçmişte yaptığı Stand-by anlaşmalarının hiçbiri başarı ile sonuçlanmamıştır. Bu nedenle IMF ile yapılan anlaşmaların başarısı konusunda kuşkulu yaklaşmaktadır.
- Enflasyonu düşürmede en önemli araç olarak kullanılacak olan döviz çıpası uygulaması geçmişte Meksika, Brezilya, Rusya ve Tayland'da uygulanmış fakat başarısızlıkla sonuçlanmıştır.
- Bankacılık alanındaki reformlar yapılmadığı için riskli bir bankacılık sistemi yurt dışından borçlanacak fakat sterilizasyon imkanı da olmayacaktır. Çünkü parasal taban tümüyle TCMB'nin Net Dış Varlıklarına göre belirlenecektir.
- Enflasyon düşerken ekonominin büyüme yönünde bir gelişim sergileyeceği beklentisi tutarlı bir yaklaşım değildir.

¹⁰⁷ Eroğlu, s.200.

¹⁰⁸ Eroğlu, s.201.

- Döviz çıpası uygulaması, reel faizleri hem beklenen hem de gerçekleşen değerler olarak enflasyona kıyasla negatif düzeylere indirmiştir. Faizlerdeki düşüşün temel nedeni Devlet İç Borçlanma Senetleri Bileşik Faizlerindeki hızlı gerilemedir. Tüketici faizlerindeki büyük düşüş dayanıklı tüketim mallarına olan talebi özellikle de ithal mal talebini artırmıştır.
- Programın TEFE enflasyon beklentisi 2000 sonu itibariyle %20'dir. Bu değer oldukça düşüktür ve %40'larda gerçekleşmiştir.
- 2000 yılında kamu fiyatlarını bir çıpa olarak kullanmak için 1999'un sonunda yüksek zamlar yapılmış, bu oran bazı sektörlerde %30'ları aşmıştır. Özellikle de elektrik ve petrol fiyatları hedeflenen enflasyonun çok üzerinde artacağı açıklanmıştır. Bu durum düşük enflasyon beklentisi üzerinde çelişki yaratmaktadır. Daha sonra bu zamlar geri alınmış, kamu fiyatlarının bir çıpa olarak uygulanacağı açıklanmış fakat programa olan güven de azalmıştır. 2000 yılı başlarında kamu kaynaklı nedenlerle enflasyon oranları yüksek çıkmıştır.
- 18 Ocak 2000 tarihinde 18.548 olan borsa endeksi 18 Şubat'ta %21,6 azalışla 14.539'a gerilemiş, bu durum programın başarısı konusunda kuşkulara neden olmuştur.
- Kira artışları TÜFE endeksi ile sınırlandırılarak %25 olarak yasa ile belirlenmesine rağmen %49,1 olarak gerçekleşmiştir. Kamu ve özel sektörde ücret artışları da önceden yapılan toplu iş sözleşmeleri ve geçmiş enflasyonu esas alan ücret artışları ile %60-70'lere ulaşmıştır.
- Kamu bankalarının görev zararları hızla artmış, KİT ürünleri fiyatları da çıpa olduğu için gerektiği kadar artırılamadığından açık giderek büyümüştür.
- Yapısal reformlar içerisinde önemli bir yer oluşturan özelleştirmede hedefler 2000 yılında tutturulamamış aynı zamanda bankacılık sistemi üzerindeki yeniden yapılandırılma gerçekleştirilememiştir.
- İç talepteki artış, Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması, cari açık üzerinde etkili olmuş, program cari açığı GSMH'nin %1,5-2'si yani 3-4 milyar dolar olarak öngörmesine rağmen 9,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu ise yabancı yatırımcının Türkiye'ye gelmesini zorunlu kılmaktadır. 2000 yılında sadece 112 milyon dolar gibi oldukça düşük düzeyde doğrudan yabancı yatırım gerçekleşmiştir.

İlk belirtisi Kasım 2000'de ortaya çıkan ve 2001 Şubat ayında programın terk edilmesi ile derinleşen kriz 1994 ve diğer krizlerden farklı olarak ekonominin finansal sektörü ile sınırlı kalmayıp reel sektöre de yayılmıştır. Üretim ve gelirden düşme, işsizlikte artış büyük boyutlara ulaşmıştır.

Kasım 2000 yaşanmasında en önemli etkenlerden biri ödemeler bilançosunda meydana gelen açıkların giderek artmasıdır. Bu artışın arkasında yatan en önemli neden ise tüketici kredilerinde meydana gelen düşüşler ve özellikle döviz kuru artışının enflasyondaki artışa kıyasla düşük kalmasından ötürü ithal mal talebindeki artışlardır¹⁰⁹.

Türkiye, 1998 Temmuz ayında başlayan Yakın İzleme Anlaşması'yla bütçe, para politikası ve yapısal reformları içeren ve enflasyonu dizginlemeyi hedefleyen bir yola zaten girmiştir. 1998'in ilk yarısında rezerv parada ilan edilen bir hedef bandıyla, yılın ikinci yarısında ise Net İç Varlıkları hedefleyen para programıyla Merkez Bankası, kamu açıklarının hiçbir zaman parasallaştırılmayacağı mesajını vermiştir. Siyasi otoritenin de bütçe disiplinine dikkat etmesi ve bazı vergi kanunlarıyla Tahkim yasasını çıkarması bu konudaki kararlılığı pekiştirmiştir¹¹⁰.

9 Aralık 1999'da IMF'ye sunulan Niyet Mektubu ile başlayan ve 2000 yılında uygulamaya geçilen istikrar programıyla ekonomide yeni bir süreç başlamıştır. "Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı" ile amaçlananlar içinde en önemlilerinin, kamunun finansmanının yapısının sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasının, reel faizlerin makul bir seviyeye indirilmesinin, enflasyonun düşürülmesinin ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi ile ekonominin istikrarlı bir yapıya kavuşturulmasının olduğu görülmektedir¹¹¹. Üç yıl sürdürülmesi üzerinde görüş birliğine varılan anlaşmanın temel amaçları, tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda %25, 2001 sonunda %12 ve 2002'de %7'ye indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini artırmak ve kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olarak belirtilmiştir. Program, kamu sektörü temel fazlasını mümkün olduğu kadar yüksek tutmak için sıkı bir maliye politikası; sıkı bir para ve

¹⁰⁹ Eroğlu, s.206.

¹¹⁰ Yay, s.43.

¹¹¹ Metin Toprak, "Türkiye'nin Ekonomi Politikası ve Mali Krizler", *Yeni Türkiye*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, Sayı:42, 2001, s.1429.

döviz kuru politikası; ilk iki politikayı destekleyen tutarlı gelirler politikaları ve yapısal reformlardan oluşan 3 temel unsura dayanmaktaydı¹¹².

Ekonomi programında, sıkı maliye politikasının uygulanmasıyla faiz dışı fazlanın arttırılması ve özelleştirme gibi yapısal dönüşümlerin yapılması amaçlanmıştır. Faiz dışı fazla verilebilmesi ise bütçe gelirlerinin arttırılması ve giderlerinin de azaltılmasını zorunlu kılmaktadır. Bütçe gelirlerinin arttırılması ve giderlerinin azaltılması ile sağlanacak faiz dışı fazla ve özelleştirme gibi politikaların uygulanması ile amaçlanan bir diğer unsurun ise piyasalara güven verilmek istenmesi olduğu söylenebilir.

Programın uygulanmasıyla birlikte, uzun yıllardır artış trendinde olan kamu kesimi borçlanma gereği 2000 yılında azalmaya başlamıştır.

Uzun yıllardır süren enflasyonun beklentilere endeksli “yapışkan” türden bir enflasyon olduğu öngörüsüyle ve bütçe açıklarının gerek faizlerin yüksekliği, gerekse de vadelerin kısalığı nedeniyle iç borçlanma ile kapanamayacak boyutlarda olması nedeniyle, program kamu maliyesi, para ve döviz kuruna ilişkin yapısal tedbirlerin yanı sıra, ücret ve fiyat kontrolleri ile de desteklenmiştir. Kamuda ücret artışının ve kira artışlarının %25’lerle sınırlandırılması gibi önlemlerle de, programa yarı heterodoks bir nitelik kazandırıldığı söylenebilir¹¹³.

1999’da GSMH’nin %2,8’i olan kamu sektörü temel fazlasını, 2000 yılında GSMH’nin %1,5’i olarak tahmin edilen deprem harcamaları hariç, GSMH’nin %3,7’sine yükseltmek için, kamunun faiz yükünü düşürmek öncelikli olmaktadır. Bu amacın gerçekleştirilmesinde 26 Kasım 1999’da onaylanan vergi paketinin ve deprem nedeniyle devreye girecek olan ek vergilerin ve yine Eylül 1999’da yasalaşan sosyal güvenlik reformunun olumlu katkılarının yanı sıra, personel ve diğer cari harcamalardaki kısıntıların önemi büyük olacaktır. Bunların yanı sıra dış borcu iç borç yerine ikame ederek ve kapsamlı bir özelleştirme programı yaparak da bu amaç desteklenecekti.

Para ve döviz kuru politikaları ise, geleceğe dönük belirsizliği azaltmak için önceden taahhüt edilmiş hedefleri belirleme ve bunu yaparken de gereksiz katılıklara yol

¹¹² Yay, s.43.

¹¹³ Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.43.

açmayacak şekilde esneklik sağlama ve vadeyi önceden saptama ilkelerine dayandırılmıştır. Buna göre, fiyatlama kararlarını etkilemede çok önemli role sahip olan döviz kurunun çapa olarak kullanılması ve bu yolla fiyat ayarlamalarının kurdaki değişime yaklaşmasının sağlanması benimsenmekte ve 1 Dolar+0,77 Euro olarak belirlenmiş bir kur sepetinin bir yıllık bir zaman için önceden ilan edilmesi yolu izlenmiştir. Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan Temmuz 2001- Aralık 2002 döneminde ise, merkez parite etrafında simetrik olarak giderek genişleyen bir “band” uygulamaya sokularak daha esnek bir kura aşamalı geçişin başlayacağı belirtilmekteydi: bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda %7,5’a; 2002 Haziran sonunda %15’e ve 2002 Aralık sonunda % 22,5’a çıkarılacaktır¹¹⁴.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında başlangıçta ekonominin canlanacağı, tüketimin artacağı, enflasyon oranının istenilen hızda düşmeyeceği ve cari açığın ortaya çıkacağı yani “önce gelişme-sonra resesyon” çevriminin olacağı, programı yapanlar tarafından beklense de beklenmeyen iç ve dış etkenler hedeflerin aşılmasına yol açmıştır. Öncelikle, döviz kurlarındaki sabitlemenin sonucunda faiz oranı paritesine göre faiz oranlarının düşmesi tüketimi tasarruflar aleyhine genişletmiştir. İkinci olarak, faiz oranlarındaki düşmeyle birlikte artan nakit talebi, halkın yabancı varlıklarını bozdurup yerli paraya geçmesine, Merkez Bankası’nın da para arzını arttırmasına yol açmıştır. Bankaların da kredilerini genişletmesine neden olmuştur. Üçüncüsü, faiz oranlarındaki düşüş halkın ve bankaların ellerindeki menkul değerlerin (kamu kağıtlarının) sermaye kazançlarını arttırmış ve gelecekte vergi yükümlülüklerinin bu kazançları dengelemeyeceği düşünüldüğünden bu servet etkisi de talebi canlandırmıştır. Son olarak, programa duyulan güvenin tam olmaması ve mevcut uygun koşulların gelecekte ortadan kalkabileceği ihtimali de bugünkü tüketimin canlanmasına etki etmiştir. Bu talep ve harcama artışı bir yandan ekonomiyi canlandırıp büyümeyi arttırırken öte yandan istenen hızda düşmeyen bir enflasyon yaratarak anti-enflasyonist bir politika için dezavantaj oluşturmaktaydı.enflasyondaki düşmeyi sınırlayan bir diğer etken de, dış ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerde enflasyon bekleyişlerinin geriye dönük olması ve uzun dönemli sözleşmelere bağlı olması nedeniyle bu sektörlerde

¹¹⁴ Yay, s.44.

enflasyon ataletinin sürmesidir. Son olarak %25 olması hedeflenen 2000 yılı sonu enflasyon oranı %38 olarak gerçekleşmiştir¹¹⁵.

İstenen hızda düşmeyen ve süren enflasyonla sabit döviz kurunun birleşmesi sonucunda ise yerli para aşırı değer kazanmıştır. 2000 yılı sonu itibariyle 8,2 milyar dolar olacağı ve GSMH'ye oranının %1,8 olacağı hedeflenen cari açığın %4,8 olacağı anlaşılmıştır. Cari açıkta bu beklenen çok yüksek gerçekleşmenin altında TL'nin değerlenmesinin yanı sıra, Türkiye'nin dış ticaretinin büyük bölümünü gerçekleştirdiği Avrupa Birliği ülkeleri para birimi Euro'nun dolar karşısında beklenmedik düzeyde değer kaybetmesinden dolayı bu ülkelerden yapılan ithalatın artmasının ve petrol fiyatlarının 1999'a göre üç kattan fazla yükselmesinin yattığı bilinmektedir¹¹⁶.

Programın uygulanmasıyla birlikte uzun yıllardır artış trendinde olan kamu kesimi borçlanma gereği 2000 yılında azalmaya başlamıştır.

2000 yılında uygulanan para programının sonucu enflasyon % 35,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran hedeflenen enflasyon oranı olan %22,5'in oldukça üzerinde bir rakamdır. Ekonomi programında, sıkı maliye politikasının uygulanmasıyla faiz dışı fazlanın arttırılması ve özelleştirme gibi yapısal dönüşümlerin yapılması amaçlanmıştır. Faiz dışı fazla verilebilmesi ise bütçe gelirlerinin arttırılması ve giderlerinin de azaltılmasını zorunlu kılmaktadır. Bütçe gelirlerinin arttırılması ve giderlerinin azaltılması ile sağlanacak faiz dışı fazla ve özelleştirme gibi politikaların uygulanması ile amaçlanan bir diğer unsurun ise piyasalara güven verilmek istenmesi olduğu söylenebilir. Programın uygulanmasıyla birlikte, uzun yıllardır artış trendinde olan kamu kesimi borçlanma gereği 2000 yılında azalmaya başlamıştır¹¹⁷.

Eylül 2000'den itibaren bazı göstergelerden (TL'nin aşırı değerlenmesi, cari açıklar, ihracatta ciddi düşüşler, dış borç/rezerv oranının, M2/rezerv oranının azalması gibi) ve uygulama/reform eksikliklerinden dolayı uluslararası piyasalarda programa duyulan güvende kırılmalık başlamışken yani programın maliyeti artmaya başlamışken hükümetin çıkış stratejisi uygulamasına, Kasım Krizinden sonra bile gerek duymaması

¹¹⁵ Yay, s.45.

¹¹⁶ Yay, s.46.

¹¹⁷ Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.43.

olmuştur. Bu tek başına durumu düzeltmese de geciktirilen yapısal reformların hızlandırılmasıyla birlikte kırılğanlığı azaltabilirdi¹¹⁸.

22 Kasım 2000'de kriz patlamış ve gecelik borçlanma basit faizleri %210'lara çıkmıştır. Kısa vadeli faizlerde sıçrama yaşanmış ve eş zamanlı olarak tahvil-bono ve hisse senedi fiyatları keskin bir biçimde düşmüş, yabancı sermaye ülkeyi terk etme eğilimine girmiştir. Bunun sonucunda da, Merkez Bankası 6 milyar dolar civarında döviz satışında bulunmuş ve rezervleri azaltmıştır. Krizin daha da derinleşmesini önlemek amacıyla, Aralık ayında, IMF ile yürütmekte olan stand-by düzenlemesi kapsamında, Türkiye'ye 7,5 milyar dolar tutarında Ek Rezerv kolaylığı sağlamasının kriz eğilimini ortadan kaldırmadığı, sadece ertelediği Şubat 2001'deki ekonomik krizle ortaya çıkmıştır.

1.6.4. Şubat 2001 Krizi

Kasım krizinden sonra ikinci bir kriz, bir bakıma Türkiye'nin önceki programını tümüyle ortadan kaldıran kriz, 19 Şubat 2001'de siyasal alanda meydana gelen bir tartışmayla ortaya çıkmıştır. Milli Güvenlik Kurulu Toplantısı'nda cumhurbaşkanı ile başbakan arasındaki bir tartışma Kasım krizindeki gibi ama daha büyük ölçekli dövize spekülasyon saldırısını başlatmıştır. Toplam döviz rezervi yaklaşık 25 milyar dolar olan Türkiye'de sistemden 7 ile 10 milyar dolar arasında döviz atağı biçimindeki bir çekilme para piyasalarını dengeden tümüyle ortadan kaldırabilecek özelliklere sahiptir. Bu siyasi gerilim, Türkiye tarihinin en büyük borç ödemesinden iki gün öncesine rastlamıştır¹¹⁹.

Kasım 2000'deki krizle birlikte, uygulanan istikrar programına olan güven de zedelenmiş ve böylece programın başarı şansı zayıflamıştır. Nitekim, Kasım Krizinden yaklaşık 3 ay sonra, 19 Şubat 2001'de yaşanan bir siyasal kriz nedeniyle, bu kez de bir döviz krizi patlamıştır. 21 Şubat'ta bankalar arası gecelik faizleri, %6200'e kadar çıkmış ve şubat ayı ortasından 23 Şubat'a kadarki dönemde, Merkez Bankası 5,5 Milyar Dolar civarında bir rezerv kaybına uğramıştır. Piyasaya yapılan bu müdahale de

¹¹⁸ Yay, s.47.

¹¹⁹ Eroğlu, s.213.

spekülatif atağı durdurmaya yetmemiş ve 21 şubat 2001’de kur serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır. Böylece, şubat ayında ortaya çıkan ekonomik krizle birlikte “Enflasyonla Mücadele Programı” terk edilmiş ve ekonomiden sorumlu devlet bakanlığına atanan Dünya Bankası Genel Başkan Yardımcısı Kemal Derviş’in hazırladığı “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, 14 Nisan 2001’de Kamuoyuna açıklanarak uygulamaya konulmuřtur¹²⁰.

Birbirini takip eden Kasım 2000 ve şubat 2001 krizlerinin beş temel nedeni vardır. Bunlardan ilki, yapısal ve makroekonomik temellerdeki önemli ve kökleşmiş, birikmiş sorunların varlığıdır. Yaklaşık yirmi beş yıldır yaşanan kronik enflasyon sorununun yanında asıl neden kamu açıklarını finanse etmek için borçlanmanın giderek artmasıdır. Başlangıçta, i borçla finansman mantıklı görünse de ekonomik ve siyasi belirsizlikten dolayı giderek kısa vadeli ve daha yüksek faizli bir i borçlanmaya dönüşen sürecin de enflasyonu beslediği anlaşılmıştır. Krizlerin temel nedenlerinden ikincisi ise bankacılık kesimine ait çok sayıda sorunun programla birlikte daha belirgin şekilde ortaya çıkmasıdır. Yüksek enflasyon ve kamu borçlanma gereğinin bir sonucu olarak bankaların kamu kesimini finanse eder hale gelmesi, finansal liberalizasyon sürecinin bankaların dışarıdan borçlanmasına ivme kazandırması, kamu bankalarının sistem içindeki payının yüksekliği, bankaların zayıf ve ihtiyatsız bir denetim ve düzenlemeye tabi olması krizlerin ortaya çıkmasında etkili olmuştur.

Krizin nc temel nedeni ise sabit kura dayalı istikrar programının getirdiği ve dışsal etkenlerle de artan ek risklerdir. Krizi yaşayan ülkelerde sabit kur sistemine gidildiğinde toplumun tüm kesimleri dövizle borçlanmaya gider. Ayrıca, reel döviz kurunu aşırı değerlendirerek tasarruflar aleyhine tüketimi arttırması ve ithalatı patlatmasıdır. Bu da cari açık sorunlarına neden olmaktadır. Krizlerin oluşmasında dördüncü neden, yabancı sermaye girişinin ve liberalleşmenin yarattığı sorunlardır. 1999 sabit kura dayalı istikrar programı, para kuruluna benzer bir uygulamayı devreye sokmuştur. Buna göre, ülke içine yabancı para girdiğinde Merkez Bankası döviz rezervleri artıyor, parasal taban genişliyor, likidite artıyor bu da faiz oranlarının düşmesine katkı yapıyordu. Programın uygulandığı ilk 6-7 aylık sürede olumlu konjonktür nedeniyle önemli bir sermaye girişi olmuş, bu da istenenden daha fazla faiz

¹²⁰Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.49.

oranlarını düşürmüştür. Eylül, ekimden itibaren ise süreç tersine dönmüş, sermaye çıkışları likidite sorununu kötüleştirmiştir. Son olarak, politik istikrarsızlık krizi tetikleyen en önemli nedenlerden biridir. 1999'da programın uygulanmaya başlamasından itibaren başlangıçta kararlı, güven verici bir tavır sergilerken politik süreç içinde kamu kurumlarının, bankalarının özelleştirilmesi, tarımda reform yapılması gibi söylenip de yapılmayan eylemler bir koalisyon ortamında da yapılamamıştır. Ayrıca program resmi kanaldan halka anlatılmamış, halkın desteği alınmamıştır. Son olarak Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasındaki tartışma krizi açığa çıkarmıştır¹²¹.

Krizle birlikte, özellikle iç piyasada yaşanan durgunluğun ve geleceği görme konusundaki belirsizliğin, işletmeleri sadece çok ihtiyaç duydukları konularda sipariş vermeye yönelttiği ve böylece sipariş iptallerinin oranının yükseldiği anlaşılmaktadır. Satışlarda yaşanan daralma ve maliyetlerde görülen artışın sonucu olarak işletmeler, hedefledikleri karlılık düzeylerine de ulaşamamışlardır. 2001 yılında yaşanan krizin önemli sonuçlarından biri de, üretim düzeyinde meydana gelen azalmadır. 2000 yılına göre, 2001 yılında üretim düzeyinde büyük bir azalma görülmektedir. Devlet İstatistik Enstitüsü verilerine göre 2001 yılında toplam imalat sanayinde üretim endeksi, sabit fiyatlarla % 11 düzeyine gerilemiştir. Üretim düzeyindeki bu düşüşe bağlı olarak yatırımlar da düşmüştür.

Mali sektördeki yatırımcılar *sürü psikolojisi* ile hareket etmektedirler. Ayrıca piyasalar da oldukça spekülattir. Makro ekonomik dengeler kalıcı olmadığından bir süre sonra tüm göstergeler hızla bozulmaya başlamaktadır. Ekonomide olumlu gelişmelerin gerçekleşeceği beklentisiyle yatırımcılar yerli para üzerinden yatırımlarını artırır, reel kur değer kazanır, faizler düşer. Tüketim arttığı için ithalat da yükselir, dış ticaret ve cari işlemler dengelerinde açıklar büyür. Makro ekonomik dengeler yerine oturmadığından faiz oranlarındaki düşüş yanıltıcı olmuştur. Olumlu beklentiler gerçekleştiğinde, yatırımcılar tarafından olumlu gelişmelerin sonuna gelindiği düşünülür, yatırımcılar yerli para üzerinden yaptıkları yatırımlardan çıkmaya başlar, faizler yükselir, döviz rezervleri hızla erir. Yerli para nominal olarak da reel olarak da

¹²¹ Yay, s.54.

hızla değer kaybeder ve kriz kaçınılmaz olur. Bu nedenle ülke içinde gelişmeleri değerlendirirken gerçekçi olmak gerekmektedir.¹²²

Kriz ortamında üretemeyen ve satışlarını arttıramayan işletmelerin yaşadığı en önemli sorunlardan biri, istihdamda görülen azalmadır. Kriz ve durgunluk dönemlerinde genel olarak işletmeler ayakta kalabilmek için küçülme ve çalışan sayısını azaltmaya giderler. Bu durum 2001 krizinde de kendini göstermiş ve bütün sektörlerde istihdamda düşüş eğilimi çok fazla artmıştır. Kriz dönemlerinde işletmeler bu krizden en az zararlı çıkmak için çeşitli yöntemler uygularlar. İşletmelerin en çok başvurduğu yöntem vadeli satışları durdurmadır. İkinci sırada ise istihdamı azaltmak yer almaktadır. Üçüncü sırada da ödemeleri erteleme yoluna giderler. Kriz nedeniyle işletmelerin vadeli satışlarını durdurmaları piyasada talebin iyice düşmesine neden olmuş ve ödemelerin de ertelenmesiyle birlikte özellikle tedarikçi durumda olan işletmeler çok zor durumda kalmışlar ve krizin işletmeler üzerindeki etkileri daha da ağırlaşmıştır¹²³.

S. Fisher, 2001 yılında sunduğu bir tebliğde, döviz krizlerinin en önemli nedeninin cari işlemler açığı olduğunu ve nominal çıpa olarak döviz kurunun kullanıldığı istikrar programlarında, bu ihtimalin çok yüksek olduğunu belirtmişti. Hatta Fisher, 1994'den sonra dünyada yaşanan tüm krizlerin nedeninin, bu tür bir çıpa politikası olduğunu iddia etmekteydi. IMF'nin bir taraftan böyle bir programı desteklerken, bir diğer taraftan da en yetkili ağızlardan biri tarafından böyle bir iddianın ortaya atılması, IMF açısından önemli bir çelişkidir.

Dalgalı kur uygulaması sonucunda gerek reel sektör gerekse mali sektör önemli kayıplara uğramıştır. Bu süreçte, hızla artan bileşik faizler ve gecelik borçlanma oranları her iki kesimi de zarara uğratmıştır. Kriz sonucunda hızla durgunluğa giren talep ve kurdaki artış sebebiyle yükselen üretim maliyetleri, reel sektörün üretim faaliyetleri önünde önemli engel oluşturmuş, bunun ardından da reel sektör mali sektöre olan borçlarını ödeyemez duruma düşmüştür. Mali kesimin kredi musluklarını kapatması da reel sektörün faaliyetlerini önemli ölçüde engellemiştir. Mali sektörün temel taşı olan bankaların faaliyetlerini ekonomiye en üst düzeyde fayda sağlayabilecek ani değişikliklere dayanıklı ve rekabetçi konuma getirebilmek ve sağlıklı bir yapıya

¹²² Ercan Kumcu, "Latin Amerika'daki Krizler", *Hürriyet*, 29 Haziran 2001, s.5.

¹²³ Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.66.

ulaştırabilmek amacıyla “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” uygulamaya konulmuştur. Bu programın başarı ile uygulanması ve bunun sonucunda mali sektörün kırılğan yapıdan kurtulup sağlıklı ve dayanıklı hale gelmesi, ani şoklarda meydana gelebilecek ve peşinden reel sektörü de içine alabilecek kayıpları en aza indirebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Mali sektörün çöküşünün ardından kullanılan kredilerin erken geri çağırılması ve yeni kredi arzının zayıflaması ve kaynak maliyetlerinin yansıtılması reel sektörü de hızla krize sürüklemiştir. 2000-2001 döneminde bankacılık krizinin Türkiye’ye maliyeti GSYİH’nin %19,3’üne ulaşmıştır.

Gerek mali gerekse reel sektördeki bu düzenlemelerin kısa sürede uygulanabilirliği, Türkiye’deki yüksek riskler ve geçmişten gelen sorunlar nedeniyle çok güçtür. Bu düzenlemelere hemen uyulmasının istenmesi ekonomideki kırılğanlıkları da artırmaktadır. Mali sektördeki reformlar tamamlanırken, kamu sektörü ve şirketler kesiminin henüz reform süreçlerinin başında olması, kredi piyasasının tıkanmasına yol açarak sistemin bütünü için kırılğanlık yaratmaktadır.

Şubat 2001 krizi farklı boyutlarda da olsa işletmeleri olumsuz etkilemiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda işletmelerin üretim, iç ve dış satışlar, istihdam ve yeni siparişlerde düşüş yaşadığı görülmüştür.

Yaşanan ekonomik krizle birlikte yüksek düzeylere çıkan kredi faizleri, işletmelerin finansman yapılarının bozulmasına ve karlılık oranlarının düşmesine neden olmuştur. Bu süreçte, yeterli finansal kaynak yaratmakta zorlanan işletmeler, zaten yüksek olan enflasyonun daha da artması ve işletme sermayesine duyulan ihtiyaç nedeniyle, daha fazla yabancı kaynak kullanarak satışlarını finanse etmeye çalışmışlardır. İşletmeler büyümeyi genellikle yabancı kaynaklarla yaparlar. Bu nedenle Kasım 2000 ve takiben Şubat 2001 krizleri, işletmelerin yaşadıkları kredi faizlerinin yüksekliği, işletme sermayesinin yetersizliği ve kaynak yaratamama sorunlarını arttırarak birçok işletmenin finansman darboğazı içine girmesine yol açmıştır.

Krizle birlikte, finans kuruluşları, işletmelere verdikleri kredileri büyük ölçüde durdurmuş ve kredi faizlerini yükseltmiştir. Önceden verdikleri kredileri geri çağırmaya ve takibata başlamışlardır. Bu kredi ödemeleri işletmelerin finansman yüklerini azaltsa da bu dönemde talep de düştüğünden işletmeler üzerinde olumsuz

etkisi vardır. Dalgalı kura geçilmiş olması da bu durumu körüklemiştir. Özellikle alacağı Türk Lirası, borcu yabancı para cinsinden olan firmalar için durum çok daha kötü olmuştur. Devalüasyon sonucu alacakları erimiş buna karşılık yabancı para cinsinden borçlandıkları için borç yükleri artmış bu durumda işletmeleri iflasa kadar getirmiştir.



BÖLÜM II

FINANSAL KIRILGANLIK

Finansal sistem içerisinde, var olan değişkenlerin varlıklar üzerindeki etkisi kırılabilirlik olarak tanımlanabilir. Finansal piyasaların güven ortamından uzak olması ve istikrarsızlığı, bu piyasaların kırılabilir bir yapıya sahip olduğunu gösterir . Bu durumda piyasada yer alan yatırımcılar da gerçekleştirecekleri yatırımların kar marjları hakkında ve yatırım maliyetleri hakkında olumlu beklentilere sahip olmayacaklarından, ekonomide yatırım potansiyeli düşme yönünde gelişme gösterecektir. Böyle bir piyasa yapısı içinde gerçekleşen yatırımların ise etkin alanlarda ve verimli olmayacağı söylenebilir¹²⁴.

Kırılabilir bir finansal sistem konjonktürel değişimlerden daha fazla etkilenir. Bir finansal sistemin kırılabilirliğini belirleyen bir çok faktör vardır. Finansal etkinlik de bu faktörlerden biridir. Kaynakların mevcut yatırım alanlarında verimli olarak dağılımı finansal etkinlik olarak açıklanabilir. Etkin olmayan bir piyasanın kırılabilirlik düzeyi yüksektir.

¹²⁴ Mark Getrler ve Ben Bernanke, "Financial Fragility an Economic Performance", <http://ideas.repec.org/altpr/qiecon/v105y1990ilp87-114.html>, 1990.

Finansal piyasaların etkin işleyişi ile reel sektörün bu işleyişin ayrılmaz bir parçası olması yani finansal piyasaların, reel piyasaların katalizörü olma fonksiyonu önemle üzerinde durulması gereken bir husustur. Finansal sistemin bir bütün olarak etkin işlememesi sonuçlarından birisi de finansal piyasaların yapısının kırılğan olmasıdır. Kırılğan bir finansal sistem beraberinde bir çok önemli sorunu da birlikte getirmektedir. Kırılğanlıkla birlikte finansal piyasalar dış makro ekonomik şoklara daha açık hale gelmekte ve artan sermaye hareketliliği ve sıcak para akımları, kırılğanlığı yüksek finansal sistemi kriz ortamına taşımaktadır. Kırılğan bir finansal sistem içerisinde kaynakların optimal dağılımı işlevi yeterince ve doğru bir biçimde yerine getirilememekte ve etkinsizliğin sonuçlarından biri olan kırılğanlık sistemi, daha derin etkinsizlik ortamına taşımaktadır. Etkin çalışmayan bir finansal sistem, ulusal tasarruflarda azalma, yüksek miktarda sermaye kaçıışı, kurumsal olmayan para piyasalarının ortaya çıkması, yabancı finansal araçların kullanımında artış, parasal kontrol problemlerinin artması, fiyat balonları, volalite ve finansal piyasalarda belirsizlik gibi istenmeyen durumların oluşmasına neden olmaktadır.

Bir diğer faktör finansal derinleşmedir. Finansal derinleşme, finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Finansal derinleşmeye ilişkin göstergelerden en çok kullanılan M2/GSMH oranıdır. Gelişmiş ülkelere ait finansal derinleşme göstergeleri incelendiğinde finansal derinleşme düzeylerinin çok yüksek olduğu görülmektedir. Bunun nedeni bu ülkelerdeki finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal araçların oldukça gelişmiş ve çeşitlenmiş olmasıdır. Bu nedenle gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki varlık stoklarının, ulusal gelirleri içindeki payı, gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olmaktadır. Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi, ülke genelinde toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış para piyasalarından organize olmuş para piyasalarına kaymalarına yol açacaktır. Finansal derinleşmenin yüksek olduğu finansal sistemlerin daha istikrarlı ve daha az kırılğan olmaları beklenir¹²⁵.

¹²⁵ Tezer Öcal ve Ö. Faruk Çolak, *Finansal Sistem ve Bankalar*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999, s.272.

Kırılgan bir finansal yapının bir diğer nedeni, piyasada taraflardan birinin konuyla ilgili tam bilgiye sahip olurken diğer tarafın bu bilgidен yoksun olması olarak tanımlanan Asimetrik Bilgidir¹²⁶. Asimetrik bilgi, finansal piyasa içinde kurumları ve ilişkilerini etkilerken aynı zamanda para politikasının ekonomiye yansıtılması nedeniyle makro düzeyde de sonuçlar doğurmaktadır¹²⁷.

Piyasadaki asimetrik bilgi problemine dayalı olarak ortaya çıkan problem ters seçim problemidir. Mevcut eksik bilgiye dayanarak optimal karar almama durumu olarak da tanımlanan ters seçim finansal piyasaları etkinliktен uzaklaştıran temel sorunlardan birisidir. Ters seçim nedeniyle finansal piyasalarda birçok olumsuzluk yaşanmaktadır. Bunlardan birisi de kredi tayınlamasıdır.

Ters seçim (adverse selection), taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup, bilginin saklı olmasından kaynaklanmaktadır. Saklı bilgi, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği şeydir. Saklı bilgi öğrenildiğinde yapılmayacak bir işlemin yapılmasına neden olan bilgidir. Ahlâki tehlike (moral hazard) ise, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan ve saklanan bir faaliyetten kaynaklanmaktadır. Saklı faaliyet, ekonomik ilişkide bir tarafın faaliyetinin, diğeri tarafından gözlenememesidir¹²⁸.

Kırılgan bir finansal sistem ekonomideki olumsuz ya da olumlu konjonktürel etkilerden daha fazla etkilenecektir. Para ve sermaye piyasaları spekülâtif yatırımların değerlendirildiği ve bu nedenle reel yatırımların finansmanının tam olarak sağlanamadığı piyasalar olarak şekillenmektedirler.

¹²⁶ Joon-Ho Hahn and F.S.Mishkin, "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective", *The Emerging Markets Review*, Vol.1, Issue:1, p. 2., May 2000.

¹²⁷ Frederic.S. Mishkin, "The Mexican Financial Crisis of 1994-95: On Asymmetric Information Analysis", *Financial Crisis Management in Regional Block*, Klumer Academic Publishers, 1998, s.156.

¹²⁸ Hal R. Varian, *Intermediate Microeconomics A Modern Approach*, Third Edition, New York: W. W. Norton and Co,1993, ss 603-617.

Banka aracılığıyla kısa dönem nakit akışları yoluyla sermaye birikimi finanse edildiğinde finansal kırılganlık ortaya çıkar. Kriz anında mevduatların vadesi dolmadan geri çekilmeye başlaması ya da verilen kredilerin vadesinden önce geriye çağırılması ekonomiyi daha da kırılgan hale getirir¹²⁹.

2.1. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR

2.1.1. Yeni Keynesci Okul ve Finansal Krizler

Yeni Keynesci İktisatçılar, G. Akerlof'un finansal piyasaların etkin işlemeyişinin nedeni olarak sunduğu asimetrik bilgi problemini temel alarak, finansal kriz olgusunu açıklamaya çalışmaktadırlar. Bu okul, Keynes'in de, bankaların yatırım miktarı ve para arzını kontrol edebilme özelliklerinin bazı zamanlarda çeliştiğini ve bu durumun kredi tayinlemesi olgusuna yol açacağını öne sürdüğünü iddia etmektedir.

G.Akerlof'un "Limon Problemi" olarak adlandırdığı olgunun, finansal piyasaların etkin işlemeyişini açıklamaya yönelik olarak da kullanabileceğini öne sürmüştür. Akerlof, iki taraf arasında sözleşme söz konusu olduğunda sözleşmeye konu olan mal ev hizmetler konusunda taraflardan birinde eksik bilgi söz konusu olduğunda bu piyasanın etkin olarak işleyemeyeceğini belirtmektedir. Akerlof piyasadaki bu başarısızlığı anlatırken ikini el araba piyasasını temel almıştır. Bu piyasada alıcıların arabaların durumunu satıcılar kadar iyi bilmemesi, satın almak istedikleri bir arabaya ortalama bir fiyat verme sonucunu doğurmaktadır. Bu fiyattan, arabaları iyi durumdaki satıcılar, satış işlemini gerçekleştirmek istemeyeceğinden, piyasada kötü arabaların satılma ihtimali yükselecektir.¹³⁰ Finansal piyasalarda da durum farklı değildir. Bankalar verdikleri kredilerin geri dönme olasılığını, kredi talep edenler kadar iyi bilmemektedirler. Bu durumda asimetrik bilgi probeleminin kredi piyasaları için de geçerli olduğu söylenebilir. Yoğun gözetim ve bilançoların iyi değerlendirilmesi gibi yöntemlerle bu problem minimize edilebilse de asimetrik bilginin tamamen kaldırılması mümkün

¹²⁹ Jeffrey Nilsen ve Riccardo Rovelli, "Investor Risk Aversion and Financial Fragility in Emerging Economies", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol:11, 2001, s.444.

¹³⁰ Akerlof, s.490.

değildir. Ayrıca bu gözetim yöntemleri bankalara yüksek maliyetler yüklediğinden bankalar bu yöntemleri etkin bir şekilde kullanamamaktadır.

Bankaların kredi riskini değerlendirmede kullanabileceği önemli göstergelerden biri de, kredi talep edenin ödemeye hazır olduğu faiz oranıdır. Bu oran arttıkça kredinin geri dönme olasılığı azalmaktadır. Yüksek faizi karşılamak, genellikle daha riskli yatırımlarla mümkün olmaktadır. Yüksek faiz düzeylerinde, piyasada ahlaki riski (moral hazard) yüksek müşteriler kalır. Ahlaki risk, borç alanın borcu ödemesini zorlaştıracak her türlü faaliyet olarak tanımlanabilir. Faiz oranları yükseldikçe, piyasadaki ahlaki riski düşük müşterilerin çekilmesi olgusu ise ters seçim (adverse selection) olarak adlandırılmaktadır.

Kredi piyasalarında asimetrik bilginin neden olduğu ahlaki risk ve ters seçim, yüksek faiz oranlarında kredi piyasalarının işlevini yerine getirmemesine neden olmaktadır. Yeni Keynesçi görüşe göre, bankaların beklenen getirisi, faiz oranından daha fazla artmakta, belli bir faiz oranından sonra ise azalmaktadır. Kredi arzının bu şekilde sınırlanması veya tamamen ortadan kalkması “kredi tayınlaması” olarak tanımlanmaktadır.

Kredi tayınlaması ile birlikte, bir yandan yatırımlar durmakta, diğer yandan da borçlarını yenilemesi gereken veya kısa süreli likidite sıkışıklığı yaşayıp işletme sermayesine ihtiyaç duyan işletmelerin durumu, daha da kötüleşmektedir. Bu işletmelerin iflaslarıyla birlikte, problemlili bilançolara sahip olan bankalar, geri ödenmeyen krediler nedeniyle likitidelerini yitirirler. Bu durum, kredi arzının ve para arzının bir kez daha daralmasına neden olacaktır¹³¹.

Yeni Keynesçiler, finansal krizlere karşı ilk önlem olarak para politikasını ele almaktadırlar. Para arzının artırılması, faiz oranlarını düşürerek ahlaki risk ve ters seçim problemlerini azaltmaktadır. Ayrıca, düşük faiz oranları, sadece kredi arzını değil, kredi talebini de uyararak yatırımları artırmaktadır. Genişleyen para arzının diğer bir etkisi de işletmelerin net değerlerini yükseltmesi yoluyla gerçekleşmektedir. Net değerleri yükselen işletmelerin risk alma istekleri de dolayısıyla ahlaki riski de

¹³¹Joseph Stiglitz ve Andrew Weiss, “Credit Rationing in Markets of Imperfect Information”, *New Keynesian Economics*, MIT Press, 1991, s.241.

düşmektedir. Yeni Keynesçilerin alternatif bir önerisi de, faiz tavanı uygulamasıdır. Asimetrik bilgiyi azaltmak amacıyla bilgi akışına kamu müdahalesi de Yeni Keynesçi okulun finansal krizlere karşı öne sürdükleri önlemler arasında yer almaktadır. Bu nedenle, bankaların ve işletmelerin profesyonel denetime tabi tutulup bilançolarının daha sık yayınlanması ve yanlış bilgi aktarımlarına uygulanan cezai yaptırımların ağırlaştırılması, asimetrik bilgiyi azaltacaktır¹³².

2.1.2. Post Keynesçi Okul ve Finansal Krizler

Post Keynesçi Teori de krizleri açıklamak için Yeni Keynesçilerin kullandığı asimetrik bilgi, ahlaki risk ve ters seçim gibi kavramlar kullanılmaktadır. Benzer kavramlar kullanmalarına rağmen bu iki okulun finansal kriz teorileri farklılıklar içermektedir. Bu farklı bakış açısı, finansal kırılma teorisi, para arzının içselliği gibi teorilerle şekillenmektedir. Ayrıca bu teoride, Yeni Keynesçi borç veren riskinin yanısıra, borç alan riski de göz önünde bulundurulmaktadır. Borç veren riski, asimetrik bilgi nedeniyle borç alan riskinden daha yüksektir. Borç alan riski ise, borçluluk arttıkça artmaktadır.

Hyman Minsky'nin, post Keynesçi okulun en önemli ismi olduğu rahatlıkla kabul edilebilir. Minsky'e göre, kapitalist ekonomiler istikrarsızdır. Kapitalist piyasa ekonomisinin istikrarlı fiyat ve tam istihdamı sağlaması mümkün değildir. Minsky'nin düşünceleri 1970'lere kadar pek ilgi uyandırmamıştır. 1945-1970 arası, gerek Bretton Woods Sistemi, gerekse regülasyonlar sayesinde, istikrarlı bir dönem olmuş ve düşük finansal kaldıraç, düşük faizler, finansal piyasalarda spekülasyon amaçlı ticaretin azlığı, bu istikrarı sağlamakta önemli rol oynamıştır. Bretton Woods sistemin çözülmesi ve finansal liberalizasyon sonrası, finansal istikrarsızlık hızla artmış ve bu konuyla ilgili olan teorilerde önem kazanmaya başlamıştır¹³³.

H. Minsky finans dışı kuruluşları üçe ayırmaktadır: Hedge, spekülasyon ve ponzi birimler. Bu ayırım işletmelerin finansman yöntemlerine dayanarak yapılmaktadır. Bu

¹³²Udo Schmidt-Mohr, "Rationing Versus Collateralization in Competitive and Monopolistic Credit Markets With Asymmetric Information", *European Economics Review*, Vol:41, Issue: 7, 1997, s.1321.

¹³³ Karabulut, s. 14.

yöntemlerden ilki Hedge finansmandır. İşletmenin nakit akımları, her dönemde anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerini aşıyorsa hedge finansman söz konusudur. Bu durumda işletmelerin ödeyebilirliği her faiz düzeyinde aynıdır ve faizler ne kadar yükselirse yükselsin işletme ödeme güçlüğüne düşmez.

Spekülatif birimde ise, bazı zamanlarda nakit çıkışı, nakit girişini aşmaktadır. İşletme, uzun vadeli yatırımlara girişmiştir. Dolayısıyla hedge birimden farklı olarak spekülatif birimlerin bugünkü değeri, her faiz oranında pozitif değildir. Ponzi birimde ise, nakit akımları, anapara ve faiz ödemelerinden çoğu zaman daha büyüktür. İşletme borçlarını ödemek için sürekli borçlanmak zorunda kalmaktadır.

Post Keynescilere göre, finansal zorlukların ne zaman krize dönüşeceği, piyasada şekillenen bu borç yapısıyla yakından ilişkilidir. Konjonktürün genişleme dönemlerinde artan karlar ve iyimser beklentiler ile birlikte yatırımlar da hızla artmaktadır. Yatırımlardaki artış, para arzının içselliği varsayımı nedeniyle para politikaları ile yavaşlatılamaz¹³⁴.

Konjonktürün genişlemesi, tam istihdam sınırına dayanılması ile durmaktadır. Fakat spekülasyon ve borçluluk devam etmektedir. Büyük bir spekülatörün kar realizasyonuna gitmesi ile birlikte konjonktürün aşağıya dönüşü başlar. Aşağıya dönüşle birlikte faiz oranları hızla artar. Faizlerin artması, bir taraftan asimetrik bilgi nedeni ile ahlaki risk ve ters seçim problemlerini kötüleştirirken, diğer taraftan da spekülatif ve ponzi birimlerin iflası başlar. Kredi tayınması ile birlikte iflaslar daha da hızlanır.

Bu süreçte, Yeni Keynesci Teoride bir farklı nokta da borç alan riskidir. İşletmeler yatırımlarını öncelikle kendi özkaynaklarıyla yaparlar. Dolayısıyla kendi kaynaklarını da riske ederler. Bununla beraber, aldıkları kredi miktarlarının artması, işletmelerin faiz dalgalanmalarına karşı duyarlılığını da artırmakta ve kendi öz kaynakları daha fazla risk altına girmektedir. Bu durumda, faiz oranlarının çok hızlı yükselmesi, sadece

¹³⁴ Charles Kindleberger, "Manias, Panics and Crashes, New York: Basic Books, 1978, s.38.

kredi arzını değil, kredi talebini de hızla daraltmaktadır. Bu daralma, borç alan riski kanalıyla olmaktadır¹³⁵.

Post Keynescilere göre para arzı, Merkez Bankası tarafından değil kredi talebi tarafından belirlenmektedir. Eğer piyasada geleceğe yönelik olumlu beklentiler hakimse, kredi talebi artacaktır. Bu artan talebi karşılamak isteyen bankalar, Merkez Bankasından ek kaynak talebinde bulunacaklardır. Bu durumda, para arzını arttırmak istemeyen bir Merkez Bankası faiz oranlarını yükseltecektir. Bu noktada Merkez Bankalarının iki önemli işlevinin çeliştiği görülmektedir. Finansal piyasalarda istikrar sağlamak ve para arzını kontrol etmek amacıyla yükselen faizler, asimetrik bilginin varolduğu bir ortamda kredi piyasalarının çökmesine neden olabilir. Dolayısıyla, Post Keynesci teoride Merkez Bankalarının kontrolü, paranın miktarı değil, fiyatı üstündedir¹³⁶.

2.2. FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİ

Finansal kırılğanlık, finansal sistemin duyarlılığı nedeniyle küçük, rutin ekonomik şokların büyük ölçekli finansal krizlere dönüşümünü ifade etmek için kullanılır. Finansal kriz, finansal yapının bir parçasının ya da tamamının zarar görmesi, ekonominin finansal bağlantılarının çözülmesidir. İki tür finansal kriz mümkündür. Farklı portföylerden gelen getiriler ve portföy bağlantıları ile şokların dağıtılması gibi faktörler bu krizlerin yaşanmasına neden olur. Birinci kriz tipi, eğer ajanlar kayıpların bulaşıcı etkisini öngörmezlerse ortaya çıkar. Bu kriz kesinlikle bahsedilen finansal bağların çözülmesidir: ajanların portföylerini, geçmişte uğradıkları kayıplara karşılık yeniden tahsis etmesi gibi fiili kayıplar yayılır. Eğer ajanların, gelecekte karşılaşılabilecek kayıplar konusunda bir tahmini varsa ikinci kriz tipi ortaya çıkar. Bu tip krizler şiddetine bağlı olarak aynıdır: geri kalan bütün bağlantılar ister istemez belirli bir zaman içinde çözülecektir¹³⁷.

¹³⁵Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.20.

¹³⁶Robert Pollin, "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol:13, Issue:3, 1991, s.367.

¹³⁷Roger Lagunoff ve Stacey L. Schreft, "A model of Financial Fragility", *Journal of Economic Theory*, vol:99, 2001, s.222.

Kur rejimi tercihi yapılırken göz önüne alınması gereken önemli bir unsur ekonominin şoklara karşı nasıl tepki vereceğidir. Bazı kur rejimleri içsel, bazıları ise dışsal şoklara karşı ekonomiyi daha kırılgan ve savunmasız hale getirmektedir. Benzer şekilde bazı kur sistemleri reel kesimden gelen şoklara, bazıları ise mali kesimden gelen şoklara karşı koruma sağlamaktadır. Kur rejimi tercihi yapılmadan önce ekonominin hangi şok türüne karşı ne kadar açık olduğu, hangi şoklara yakalanma ihtimalinin daha yüksek olduğu dikkate alınmalıdır. Ekonominin hangi tür şoklara daha açık olduğu ise öznel koşullarına yani milli gelirinin büyüklüğü, coğrafi konumu, politik durumu, dış ticaret partnerleri ve mal çeşitlemesi olup olmadığı gibi faktörlere bağlıdır.

Serbest kur rejimleri dışsal şoklara karşı nispeten dirençlidir. Bunun nedeni kur istikrarının bir hedef olarak belirlenmemesi durumunda kurdaki artışın dışsal şokları emerek ekonomideki birimler üzerinde yaratması muhtemel tahribatı engellemesidir. Bu düşüncenin arkasında ekonomide uygun bir aktif ikamesinin olduğu ve ekonomik ajanların hesaplarını kur artışlarını hesaba katarak yaptıkları varsayımı vardır. Ayrıca, serbest kur rejimleri bağımsız bir para politikası uygulamak konusunda para otoritelerinin elini serbest bıraktığı için de dışsal şoklarda bir avantaj sağlar. Buna karşın, eğer ekonomi daha çok içsel şoklara açıksa o zaman sabit kur rejimleri tercih edilmelidir. Sabit kur rejimleri –uygulanabildiği sürece- kurda istikrar sağlar ve dışa açık bir ekonomide bu istikrar diğer alanlara da yayılır. Dolayısıyla sabit kur rejimleri içsel şoklara karşı doğal bir bağımsızlık yaratırlar. Ayarlanabilir sabit kur gibi esnek çıpa uygulamaları ise hem içsel, hem de dışsal şoklara karşı dayanaksız olduğu için genellikle önerilmemektedir. Ayarlanabilir sabit kurların hem içsel hem dışsal şoklara karşı açık olması ve devalüasyon beklentisini de kıramaması nedeniyle en kötü tercih olduğunu belirtir¹³⁸.

¹³⁸ Emre Alpan İnan, “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/kurrejimleri.doc, 03.01.2003, s.8.

2.3. FİNANSAL KIRILGANLIĞIN EKONOMİK ETKİLERİ

2.3.1. Diğer Firmalara Etkisi

Firmaların aldığı üretim, yatırım gibi kararlar geleceğe yönelik kararlardır. Dolayısıyla finansal bir kriz yaşandığında bu piyasaları doğrudan etkiler. Firmalar böyle zamanlarda önünü göremediğinden ya karar alamazlar ya da alsalar bile bu kararlar çoğunlukla sağlıklı, doğru kararlar olmaz. Karar alma aşamasında ise aldıkları kararlar çoğunlukla kısa vadeli olur. Çünkü geleceğe dönük öngörüle bulunamazlar. Bu durumda işletmeler geleceğe dönük yatırımlarını durdururlar. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi, yatırımcı geleceğe dönük öngörüle bulunamaz. İkincisi, krizle birlikte yükselen faiz oranlarının ve enflasyonun etkisiyle tüketim düşer. Bu da firmanın stoklarının artmasına neden olur. Bu durumda firma yatırım yapmak yerine çoğu kez küçülmeye gider.

Krizlerin üretim ve istihdam üzerindeki olumsuz etkisi, finans sisteminin yeterince gelişmemiş olduğu ülkelerde, çok daha şiddetli olmaktadır. Kriz dönemlerinde, satışlarını arttırmak amacıyla işletmelerin vadeli satışlara yöneldikleri ve genel olarak işletmelerin ticari borçları ile kısa vadeli banka kredilerinin miktarının arttığı görülmektedir. Krizle birlikte, işletmenin faaliyet giderlerini düşürerek maliyetlerini azaltmaya çalışmalarına rağmen, birçok işletmenin zarar etmekten kurtulamadığı görülmektedir. Finansal krizlerin, işletmelerin karlarında ciddi düşüşlere yol açtığı, bu alanda yapılan uygulamalı çalışmalardan da anlaşılmaktadır.

Yapılan uygulamalı çalışmalar, finansal krizlerle birlikte işletmelerin finansman yapılarının daha kırılğan hale geldiğini ortaya koymaktadır. Finansal krizler, kredi piyasasının işleyişinde bir takım güçlüklerin ortaya çıkması ve kredi veren kurumlar olan bankaların normal dönemlerde finanse edebilecekleri birçok projeye kredi vermekten kaçınmaları sonucunu doğurmaktadır. Yani krizle birlikte kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki riskle karşılaşan bankalar, gelecekteki belirsizliklere karşı sermayelerini ve likiditelerini korumak için yeni kredi vermeyi büyük ölçüde durdurmaktadırlar. Bu durumun temel nedeni, iktisadi karar birimlerinin ekonomik yapı hakkında farklı bilgi seviyelerine sahip olmalarını ifade eden bir kavram olan asimetrik bilginin kredi piyasasında geçerli olmasıdır. Özellikle kredi talep eden işletmelerin ödünç aldıkları fonları geri ödeyemeden iflas etme risklerinin bulunduğu

durumlarda, asimetrik bilgi kredi verenler açısından çok daha önemli hale gelmektedir. Her işletme için farklı düzeylerde olabilecek bu iflas riski, kredi veren kuruluşları, verdikleri kredinin maliyetine bu riskle doğru orantılı olan ve riski paylaştıran bir risk primini de eklemeye yöneltmektedir¹³⁹.

Finansal krizle birlikte piyasa etkinlikten uzaklaşır ve bununla beraber faizler de yükselir. Faizlerin yükselmesi, kredi talebinin düşmesine neden olur. Bunun yanında yüksek faizi göze alıp kredi talep edenler, riskli yatırımları yapan kesimdir. Yani riskli projenin getirisi yüksek olacağından bu faiz giderini göze almaktadır. Dolayısıyla kredi piyasasında riskli projeler için kredi talep edenler çoğunlukta olacağından verilen kredilerin geri dönmesi güçleşecektir. Bu da ahlaki riskin (Moral Hazard) yükseldiğinin göstergesidir.

Finansal krizler, likiditenin azalması, kredi arzının keskin bir biçimde düşmesi ve geçerli faiz haddinde kredi talebinin kredi arzını geçmesi sonucunu doğurmaktadır¹⁴⁰. Yapılan birçok çalışma, krizlerin kredi hacminin daralmasına ve faizlerin yükselmesine neden olduğunu göstermektedir. Böylece kredi piyasasının işleyememesi, zor durumda olan ve borçlarını ödeyebilecek durumda olup likitide sıkışıklığı içinde bulunan birçok işletmenin de iflas etmesi sonucunu doğurmaktadır. Çünkü, işletmelerin kullandıkları en önemli dışsal finansman kaynağı banka kredileridir. Böylece, kriz ortamında, kredilerin maliyeti önemli oranlarda artmakta ve işletmelerin yeni kredi bulmaları ya da önceden aldıkları kredilerin vadelerini uzatmaları güçleşmektedir. Bu süreçte, kredilerin geri dönmemesi, bazı bankaların da iflas etmesine neden olmaktadır.

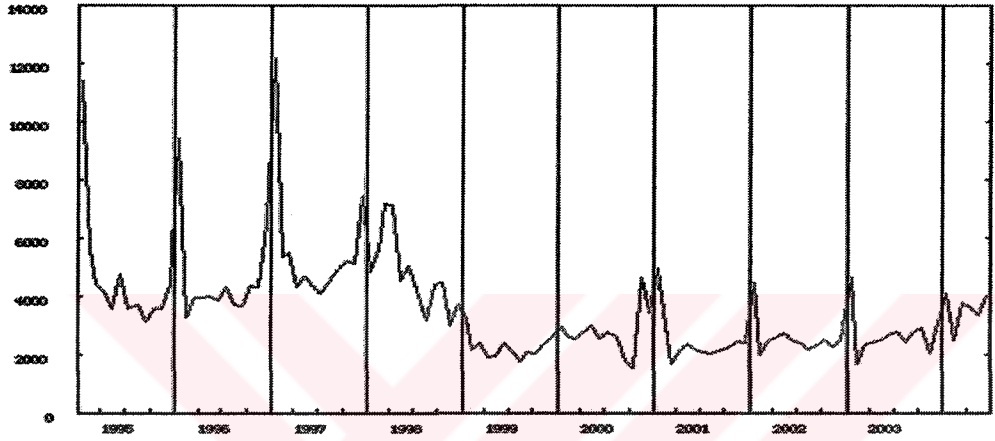
Firma borcunu ödeyemeyecek duruma geldiğinde bu durum tedarikçi ve müşterisi olan firmaları da doğrudan etkiler. Bu firmaların likidite tehdidi yükselebilir. Çünkü iflas etmek üzere olan firma, borçlarını ya daha uzun sürede öder ya da hiç ödeyemeyebilir. Diğer bir ifadeyle “karşı taraf riski (counterparty risk)” yükselmiş olur. Eğer bu durum fark edilmezse zamanla zincirleme olarak tedarikçilerin ve müşterilerin de karşı tarafları için risk oluşturur. Başka bir deyişle bir firmanın iflas aşamasına gelmesi,

¹³⁹ Olarn Chaipravat ve Pongsak Hoontrakul, “Thai Credit Market Failures: The 1997 Aftermath”, *Discussion Paper*, Thailand, 1999, s.1.

¹⁴⁰ Kristin Forbes, “The Asian Flu and Russian Virus: Firm-Level Evidence on How Crises are Transmitted Internationally”, *NBER Working Paper Series*, No:7807, Cambridge, 2000, s.5.

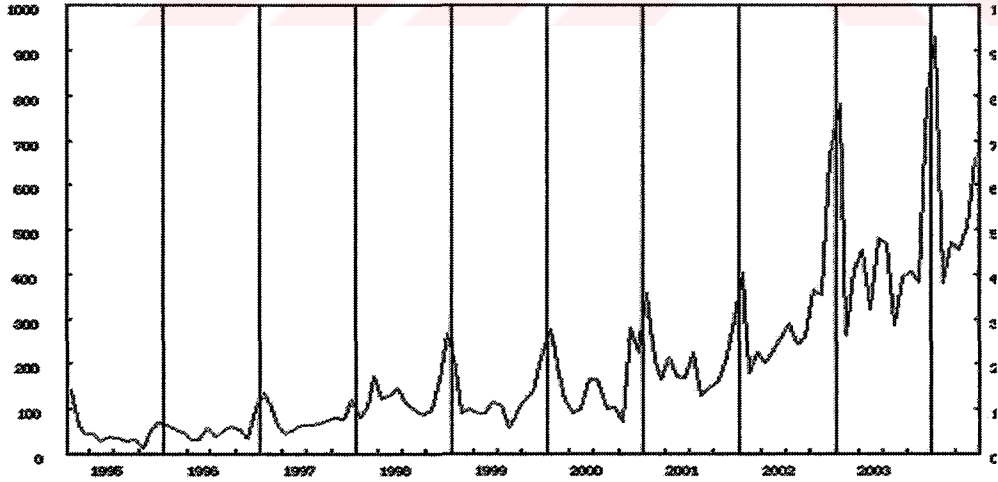
diğer firmalar için de “bulaşma etkisi” gösterir. Hatta finansal yapıları güçlü bile olsa, bu etkiden kaçamazlar. Özellikle güçlü bir finansal yapıya sahip olmayan küçük firmalar için bu durum daha da tehlikelidir. Ancak yasal önlemler alınarak küçük firmaların bu durumdan etkilenmesi engellenebilir. Örneğin İngiltere’de 1992 Yılı Bütçesi’nde firmaların borçlarını makul bir zamanda ödemesi için gerekli yasal düzenlemelerle bu baskı sağlanmıştır¹⁴¹.

Grafik 11: Toplam Açılan Şirket Sayısı



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr.

Grafik 12: Toplam Kapanan Şirket Sayısı



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr.

¹⁴¹ E. Philip Davis, *Dept, Financial Fragility and Systemic Risk*, 2nd. Ed., Oxford University Press, 1995,s. 101.

Ticari kredi oranı daha yüksek olan bir ekonomi bu problemlere karşı daha dayanıksız olabilir. Bu arada firmaların bu problemleri yaşattığını varsayarsak düzeltme maliyetlerini kapsayan hizmetleri için müşteriler ve tedarikçiler bulmak zorunda kalacaktır. Ve bunlar yeterince büyük olduğunda firma kendi kendine borcunu ödeyemeyecek duruma gelecektir. Sonuç olarak, borcunu ödeyemeyecek duruma gelmese de bu sendrom, kredi verenlerin kayıplarını absorbe etmesi gibi firmanın giderlerinde önemli gerilemeleri beraberinde getirecektir. Tabii ki bu etkiler sadece borcunu ödeyememe sonucunu içermemektedir. Sektördeki diğer firmaların başarısızlıkları gibi nitelikler, eğer iflaslar “distress” fiyatlarda (genel olarak varlık fiyatlarını durgunlaştıran) varlıkların satışına öncülük ederse geriye kalanlar için beklentileri anlamlı bir şekilde kötüleştirilebilir. Diğer sektörlerde, fazla kapasitenin kaldırılması, kalan firmalar için rahatlama olabilir¹⁴².

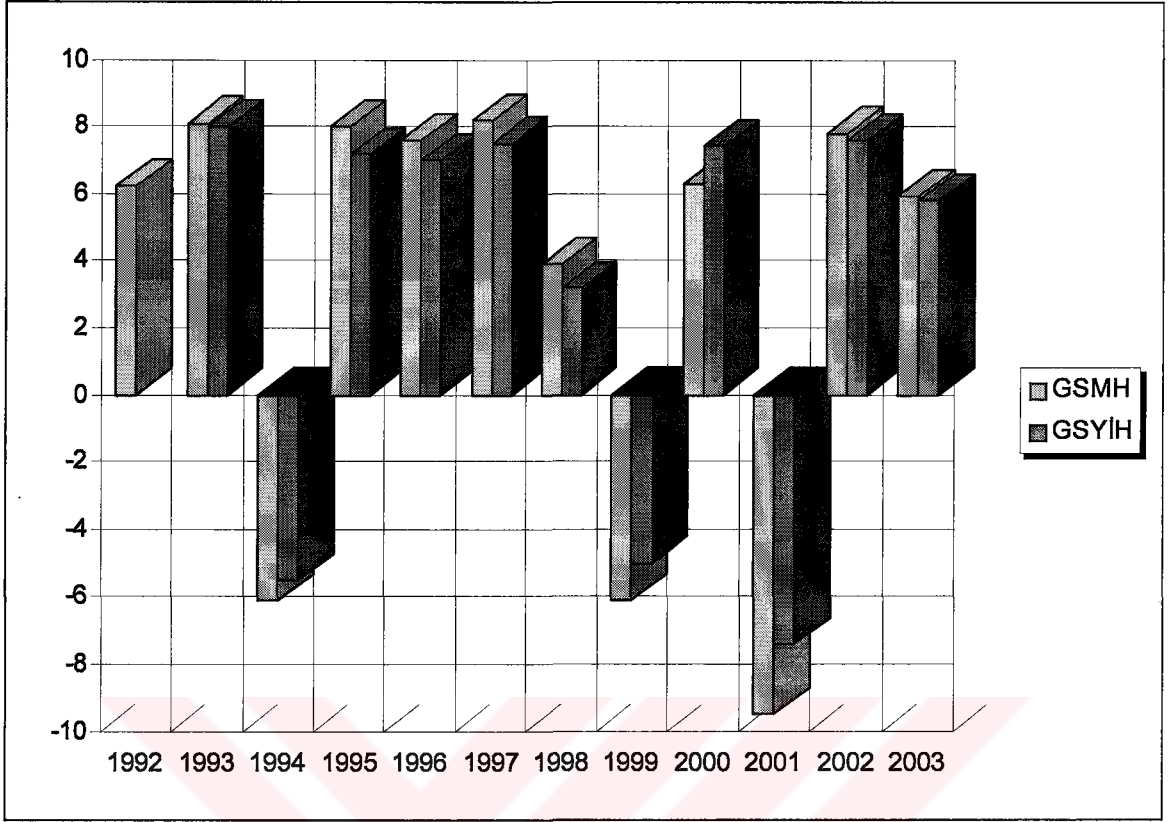
Krizin sonucu olarak, yeni yatırım yapmanın güçleşmesi ve işletme iflaslarıyla birlikte azalan ekonomik aktivite, kredi tayinlaması ve banka iflaslarının bir sonucu olan para arzındaki düşüş ile de iyice azalmaktadır. Bu durgunluk, yeni işletme iflaslarını da peşinden getirmektedir. İşletme sermayelerini ve yatırımlarını çoğunlukla kısa vadeli borçlarla finanse eden ve küçük olan işletmelerin, krizden daha fazla etkilendiği görülmektedir. Çünkü, küçük işletmelere verilen kredilerin maliyeti daha yüksektir ve bankalar küçük işletmelere kredi verme konusunda çok daha az isteklidirler¹⁴³.

Türkiye’de 1994 yılında yaşanan ekonomik krizde, bir yandan mali sistemin küçüldüğü, diğer yandan da banka kredileri yoluyla işletmelere yapılan finansal fon akımının görece olarak daraldığı görülmektedir. Kriz yılı olan 1994’te mali sistemdeki daralma, GSMH’deki daralmadan daha fazladır.

¹⁴² Davis, s. 102.

¹⁴³ Emilia Bonaccorsi di Patti ve Giulio Gobbi, “The Changing Structure of Local Credit Markets: Are Small Businesses Special?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol:25, 2001, s.2210.

Grafik 13: GSMH ve GSYİH Artış ve Azalış Oranı (1992-2003)



1994 yılı, hem işletmelerin borç/özsermaye oranlarının arttığı, hem de uzun vadeli banka kredilerinin toplam içindeki payının arttığı bir dönem olmuştur. Bu durum, esas olarak kriz dönemlerinde, işletmelerin artan finansman maliyetleri nedeniyle, kredileri geri ödemekte zorlanmaları ile açıklanabilir. Türkiye’de yaşanan ekonomik krizlerin, zaten yüksek faiz, artan teminat koşulları, vade uyumsuzluğu ve kredi miktarlarının yetersizliği nedeniyle, bankalardan yeterli krediyi bulmakta güçlük çeken Küçük ve Orta Boy İşletmeleri (KOBİ) daha fazla etkilediği görülmektedir. Bir başka ifadeyle, kredilerin pahalı ve kredi karşılığında istenen teminatların kredi miktarıyla birebir olması, küçük ve orta boy işletmelerin bankacılık kesiminden fon temin etmelerini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu bağlamda, geçmiş yıllara bakıldığında, bankacılık sektörünün küçük ve orta boy işletmelere sağladığı finansal kaynakların, bu işletmelerin gelişmesi ve büyümesi bakımından yeterli olmadığı görülmektedir.¹⁴⁴

“Kambiyo Riski” veya “Döviz Riski” olarak da adlandırılan kur riski, finansal krizle birlikte genellikle görülen ve ulusal para biriminin yabancı para birimleri karşısında

¹⁴⁴ Ali Küçükçolak, *KOBİ’lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü*, İstanbul: Menkul Kıymetler Borsası Yayını, 1998, s.39.

değer kaybetmesi olan devalüasyon sonucunda ortaya çıkan riskler olarak tanımlanmaktadır. Devalüasyonla birlikte işletmeler, iki tür riskle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bunlardan biri, işletmelerin yabancı para birimleri üzerinden aldıkları borçların kendi ulusal paraları cinsinden değerindeki artıştan kaynaklanan risktir. Diğeri de, işletmelerin kendi ulusal para birimleri üzerinden verdikleri borçların, yabancı paralar cinsinden değerindeki düşüş nedeniyle ortaya çıkan risktir.

Devalüasyondan işletmelerin kazançlı çıkabilmeleri, kuşkusuz ki işletmelerin kurdaki değişimleri önceden tahmin edip pozisyon almalarına bağlıdır. Özellikle krizden önce finansmanında yabancı paralar cinsinden borçlanmaya ağırlık veren işletmelerin, devalüasyonla birlikte önemli bir kayıpla karşılaşmamak için, devalüasyondan önce bu durumlarını mutlaka düzeltmeleri gerekmektedir. Aksi durumda, devalüasyonla birlikte ciddi bir riskle karşılaşmaları ve açık pozisyon tutmanın bedelini büyük zararlarla hatta iflasla ödemeleri kaçınılmaz olacaktır. İşletmelerin kur riskinden korunabilmelerinin en etkin yolu, vadeli işlem piyasalarında opsiyon, forwards ve future işlemlerine başvurmalarıdır. İşletmeler, bu yolla kur değişimlerinden doğabilecek kayıpları, en aza indirebilmektedirler. Devalüasyonun ardından, o ülkenin ihracatı artırılabilir ve bundan ihracat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler kazançlı çıkabilirler. Ancak devalüasyonun ihracatı arttırıcı etkisi, sadece ihracata yönelik çalışan işletmelere bir avantaj sağlar. Yani, devalüasyonun o ülke ekonomisine maliyeti, ihracata yönelik çalışan işletmelere sağladığı kazançlardan çok daha fazladır¹⁴⁵.

Eğer bir işletmenin para ve para benzeri varlıkları yani cari aktif toplamları, o işletmenin işletme sermayesi ihtiyacını karşılayabilecek düzeyde ise, o işletme kısa vadeli fon yönetiminde başarı sağlamış demektir. Eğer bir işletmenin cari aktifler toplamı, o işletmenin işletme sermayesi ihtiyacının gerektirdiği fon tutarının altındaysa, o işletme risk altına girmiş demektir. Böyle bir işletme, günlük faaliyetlerinin gerektirdiği harcamaları yapamaz ve kısa vadeli borç ana para ve faizlerinin ödenmesinde de çeşitli zorluklarla karşılaşılır. Bir başka ifadeyle, kısa vadeli kaynak yetersizliği içinde bulunan işletmeler, borçlarını ödeyememe (default risk) riski ile karşı karşıya kalırlar. Bu durumdaki işletmeler, ya faaliyetlerine son verecekler ya da durumun düzeleceği düşüncesiyle çok yüksek faiz oranlarına rağmen, bir süre daha

¹⁴⁵Arturo Bris ve Yrjo Koskinen, "Corporate Leverage and Currency Crises", *Journal of Financial Economics*, Vol:63, 2002, s.299.

borçlanarak faaliyetlerine devam etmeye çalışacaklardır. Böylece bu işletmeler, giderek daha kısa vadeli ve daha yüksek faizli borçlanmak zorunda kalarak borç tuzağına düşeceklerdir.

Likidite riskini ortadan kaldırmak isteyen işletmelerin, cari aktifler toplamalarının işletme sermayesi ihtiyaçlarının gerektirdiği büyüklükte olmasına dikkat etmeleri gerekmektedir. Öte yandan, menkul kıymet portföyleri sağlam olan işletmelerin, krizlerde likidite sıkıntısı çekme olasılıklarının çok daha düşük olduğu anlaşılmaktadır. Bu işletmeler, ihtiyaç duyduklarında, portföylerinde bulunan menkul kıymetleri elden çıkararak finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Bu bakımdan, menkul kıymet portföylerinin, krizler karşısında işletmelerin dayanama güçlerini arttırdığı söylenebilir. Menkul kıymet portföylerinin, Türkiye’de 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin atlatılmasında da işletmelere önemli kolaylıklar sağladığı anlaşılmaktadır¹⁴⁶.

2.3.2. Kamu Harcamalarında Etkileri

Bankalar, aile şirketleri ya da firmalar borçlarını ödeyemeyecek duruma geldiğinde bu durum, cari ya da gelecekteki vergi oranının yükselmesini gerektirebilir. mevduat sigortası kamu tarafından fonlanırsa, banka iflas ettiğinde mudilerin faizleriyle birlikte mevduatlarını devlet ödemek durumundadır. Ayrıca banka ya da şirketlerin iflaslarıyla açıkta kalan iş gücünü, krizi derinleştirmemek için iş olanakları sağlayıp onları istihdam etmek durumundadır. Ya da iflaslarla gelen büyük oranda işsizlik durumunda bazı ülkelerde varolan işsizlik sigortası ödemeleri, kamu bütçesinde çok büyük bir yük olacaktır. Dolayısıyla yaşanan iflaslar kamu harcamalarını büyük oranda arttıracaktır.

Borçlarını ödeyemeyecek duruma gelen bir şirketin ya da bir bankanın ipotek edilen mal varlığına el konulduğunda bunların elden çıkarılmasına kadar geçen süre, elde tutma maliyeti nedeniyle kamu harcamalarını artırır. Ayrıca sosyal ve ekonomik dengenin bozulmaması için, iflas eden banka ya da şirkete yardım edebilir. Dolayısıyla bu yolla kamu harcamaları doğrudan artar¹⁴⁷.

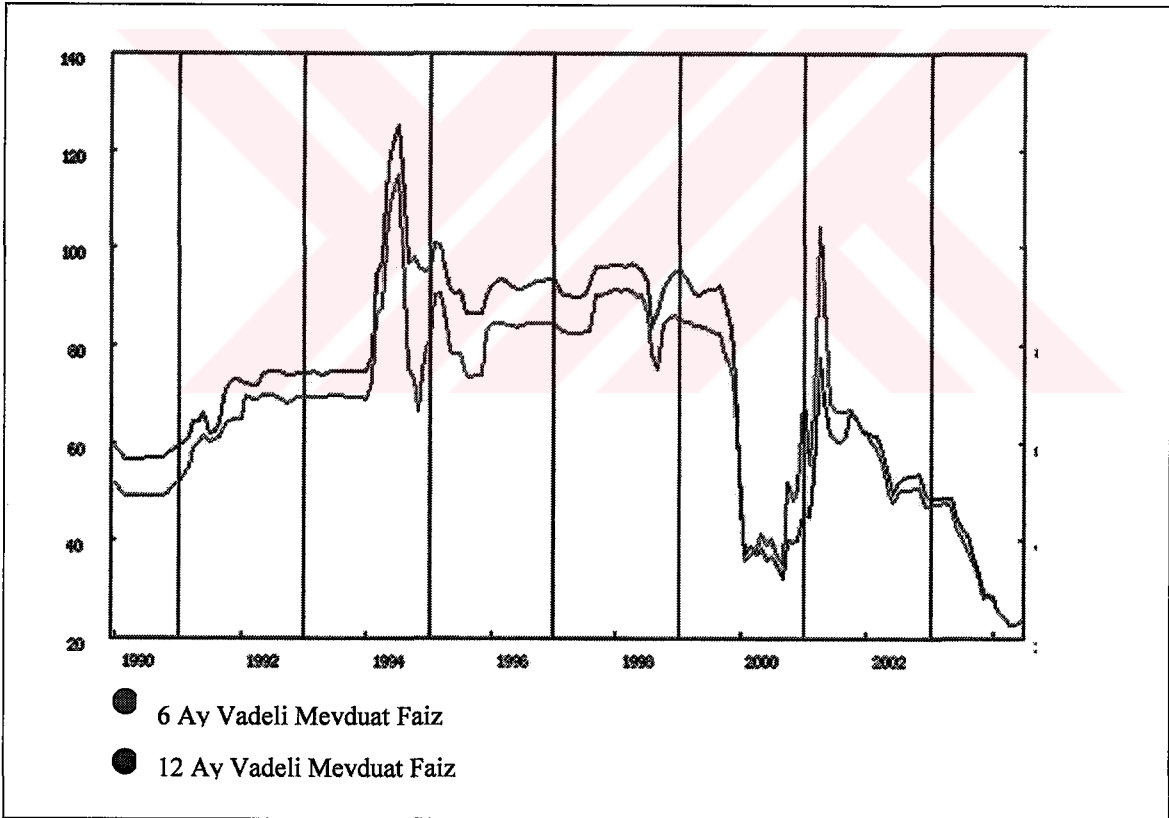
¹⁴⁶Bilgin, Karabulut ve Ongan; s.60.

¹⁴⁷ Davis, s.103.

2.3.3. Ekonomik Politikalar Üzerinde Etkileri

Faiz oranlarındaki bir artışın, net borçluların harcanabilir gelirleri üzerinde daha büyük bir etkisi olacağı gibi, daha yüksek kaldıraç etkisi (özellikle değişken faizli borç ile), para politikasının etkinliğini arttırabilir. Bununla beraber, başlangıçta ajanlar daha yüksek faiz oranlarını enflasyon beklentileri ve halen hızla artan varlık fiyatlarıyla kıyaslarken, kredi pozisyonu değiştirilmezse, geri ödemelerde gecikmeler olabilir. Deneyimler şunu göstermektedir ki, bu örnekler bazen tümüyle tersine de dönebilir. Verilen asimetrik bilgi, borç verenler daha yüksek faiz oranının varlığında fiyat tayinlaması kredisine devam ederse borçluların karmasında şiddetli bir bozulma (fiyatlarda düşme) olabilir¹⁴⁸.

Grafik 14: 6 Ay ve 12 Ay Vadeli Mevduat Faiz Oranı



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Merkezi, www.tcmb.gov.tr.

Faiz oranlarında bir artış meydana geldiğinde, verilen kredi miktarında bir değişme olmazsa kredi talebi düşecektir. Ayrıca var olan kredi talebi de daha çok riskli projeler için olacaktır.

¹⁴⁸ Davis, s.103.

Bununla beraber, otoriteler bilançoların durumundan dolayı, parasal politikaların sıkılaştırılması yaygın ödeme gecikmelerinden endişelenebilirler ve sırasıyla sıkı para politikası, talep ve istihdamdan doğan gelirin üzerinde çarpan etkisi yoluyla büyük bir resesyona oluşumu hızlandıracak ve finansal sektörde sistemik başarısızlığa sebep olacaktır. Bu sırasıyla, durgunluğa neden olabilecek bir yolda daha yüksek faiz oranları yoluyla enflasyonu önlemek için bir isteksizliğe önyak olabilir, öncülük edebilir. Şöyle ki, bir etki, enflasyonun kendisinin ters etkisi ve kaldıraç gücünün yüksek seviyesinin onaylanmasından doğan şiddetli ahlaki çöküş problemleri icap ettirebilir. Ajanlar, onların bilançolarının artan riskliliğinin doğrulandığını hissedebilir. Çünkü güvende olacaklarını kabul ederler. Mikro seviyede de, ahlaki çöküş üzerinde de benzer etkiler doğabilir. Eğer finansal zorlukta olan yerel ya da endüstriyel işletmeler geleneksel olarak finansal kurumlar için ayrılmış kaynakları kullanma yoluyla bu durumdan kurtulabilirler¹⁴⁹.

2.3.4. Tasarruf Ve Yatırım Üzerinde Konjonktürel Etkileri

Finansal kırılganlık, kişisel ve kurumsal tasarrufların volatilitelerini dolayısıyla ekonomik konjonktürün genişliğini de arttırabilir. Durgunlukta ya da sıkı para politikası uygulama periyodları (period of monetary tightening) ya da daha genel olarak bir petrol krizi gibi beklenmedik ani şok durumunda bilançoların zayıflığı harcamalarda şiddetli, keskin bir düzeltme gerektirebilir. Hane halkları tüketimlerini kısabilir, faiz yükümlülüklerini yerine getirmek için çabalamaları gibi, gelirlerin düşmesi ya da/ve faiz ödemelerinin yükselmesi gibi, işsizlik riskine karşı bir tedbir gibi, bilançolarını da düzeltmek için çabalayabilirler. Örneğin tüketici borçlarında düşme. Karların düşmesi nedeniyle faiz yükümlülüklerini kapamak için, ağırlıklı olarak borçlu şirketler benzer şekilde harcamalarında keskin düzeltmeler yapmaya çabalayacaklardır¹⁵⁰.

Firmaların arz kararları farklı yollarla ölçülebilen finansal kırılganlığın derecesine bağlıdır. Bu konuda Greenwald ve Stiglitz'in çalışması incelenebilir. Örneğin, üretim ve yatırım kararları iflas riski olasılığından etkilenmektedir. Bir firmanın net varlıkları

¹⁴⁹ Davis, s.103.

¹⁵⁰ Davis, s.104.

göreceli daha düşükse finansal kırılganlığı ve iflas riski daha yüksektir. Ayrıca daha düşük istihdam ve çıktı gücü vardır¹⁵¹.

Eğer gelir eksikliklerini telafi etmek için (bu gelir eksikliği ya finansal sektörün içsel sebeplerinden kaynaklanan ya da borç verenlerin borç ödeyememesi algılarından kaynaklanabilir) daha fazla kredi alabilmeleri sınırlandırıldıysa, her iki sektörde keskin bir şekilde borçlanma için taleplerini azaltacaktır. Böyle bir mekanizma hızlandırılacaktır. Bu etkiler özellikle finansal liberalizasyon sonraki ilk resesyon esnasında güçlü olabilirler. Bilançoların düzeltilmesi gibi borçtaki büyüme sebebiyle kişisel tasarruf oranı düşük olabilir ve kurumsal açık yüksek olabilir. Taahhüt tabanlı bir sistem yerine kontrol tabanlı bir sistemde daha büyük olabilirler, kredi alanların finansman zorluklarından kredi verenleri tarafından korunmayacağını ve tahmin etmek, bundan dolayı da kesin olarak onlardan kaçınmak için düzelterekleri gibi. Diğer sektörlerde bu düzeltmelerin sınırı aşmasından ortaya çıkan talep dışsallıkları gibi etkiler sırasıyla ekonomide çarpan etkisine neden olabilirler. Makroekonomik politika yapanlar için zorluklar, liberalizasyon öncesi periyotlar üzerinde yapılan tahmin modelleri kolay kolay bundan sonraki resesyon sonraki davranışı tahmin edilemeyeceğinden artar¹⁵².

2.3.5. Finansal Sistem Yoluyla İşletmeye Etkileri

Finansal kırılganlığın varlığı ile birleştirilmiş temerrütlerdeki beklenmeyen yükselişler kredi verenlerin karlılığını doğrudan etkiler, kredi faizinin ödenmesi durdurulduğunda ana para geri döndürülemez. Bazı durumlarda bu finansal sistem için sistemik riske neden olur.

Fiyatlandırılmamış borçların zayıflığı hisse senedi piyasası sapsmalarından doğabilir. Bu durumda otoriteler minimum sermaye oranları belirler. Böyle modeller yavaşlatılmış ya da sürdürülmüş sermaye oranı için karşılık ayırdığı bilanço genişlemelerine ihtiyaç duyar. Hatta eğer onlar belirsiz gelecek kayıplara karşı yastık altında tutmayı tercih

¹⁵¹ Domenico Delo Gatti, Mauro Gallegati, Gianfranco Giulioni ve Antonio Palestrini, "Financial Fragility, Patterns of Firms' Entry and Exit and Aggregate Dynamics", *Journal of Economics Behavior and Organization*, Vol:51, 2003, s.80.

¹⁵² Davis, s.104.

ederlerse, bir sermaye kısıtlaması tahmini bilanço büyümelerini azaltmak için bankalara öncülük edebilir.

Sermaye kısıtlamasının etkisi, kredi arz eğrisinde sola doğru kaymada olduğu gibi, bankalardan kredi alanların kredi kalitesi ya da faiz oranı indirilmiş kredi üzerindedir. Bankalar tahminen kemik müşterilerini ellerinde tutmak için çaba sarf edeceklerdir. Ek olarak risk ağırlıkları tam olarak göreceli kredi risklerini kapsamadığından varlıkları daha düşük ağırlıktaki kategorilere indirilmesiyle arbitraj teşviki ortaya çıkacaktır. Böylece bazı kredi alanlara kredi aktarımı kısıtlanacaktır¹⁵³.

Bankanın varlıklarının menkulleştirilmesi zor hatta imkansız olabilir. Bu durumda sermaye piyasaları bankalara kapalı olmalıdır. Çünkü, durgunluk zamanında bankaların çıkarttığı menkul kıymet üzerindeki hakları pazarı kabul etmez¹⁵⁴.

Finansal araçlar uzun vadeli ilişkiler vasıtasıyla karlı yatırım fırsatlarını yatırımları yöneten kişilerle sıkı ilişkide olup, bunu kabul ettirmek isterler. Bu ilişkiler onların üyelerinin karlılığını ifade etmektedir. Dolayısıyla ilişkileri zayıfladığında karlılıklarında da düşüş yaşanır. Buna bağlı olarak firmaların likidite akışındaki hareketlilikten kaynaklanan kırılgan yapıları oluşur¹⁵⁵.

2.4. TÜRKİYE EKONOMİSİ'NİN KIRILGANLIĞI VE GÖSTERGELERİ

Yaşanan Meksika Krizi ve daha sonra Güneydoğu Asya Krizi ile birlikte finansal kırılganlık üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bankacılık sisteminde yabancı para cinsinden kısa vadeli krediler ağırlık kazanmış, bankaların açık pozisyonları dolayısıyla taşıdıkları kur riski yükselmeye başlamıştır. Güneydoğu Asya'da olduğu gibi şirketlerin kısa vadeli borçları ellerindeki sermayeye göre inanılmaz ölçüde büyümüştür. Faiz oranı ve kurlardaki olumsuz bir gelişme hem bankacılık sistemini hem de şirketler kesimini vuracaktır. Türkiye'de kamunun borçlanma gereğinin yüksekliği, finansal piyasaların küçüklüğü nedeniyle faiz oranlarını yüksek tutmaktadır. Yüksek faiz

¹⁵³ Davis, s.105.

¹⁵⁴ Davis, s.106.

¹⁵⁵ Wouter Den Haan, Garey Ramey ve Joel Watson, "Liquidity Flows and Fragility of Business Enterprises", *University of California Department of Economics Discussion Paper*, March 1999, s.2.

oranları içeriye fon akımlarını teşvik etmektedir. Böylelikle artan döviz arzı, Türk Lirası'nın değerlenmesini sağlamaktadır. Sistem böyle işleyince piyasa aktörlerinin yabancı para cinsinden borçlanıp, TL cinsinden yatırım yapmaları daha karlı hale gelmektedir. Bu durumda sistemik kırılganlığı artırmaktadır¹⁵⁶.

Türkiye Ekonomisi'nde 80'lerden bu yana yaşanan ekonomik ve siyasi gelişmeler, ekonominin yapısının kırılgan olmasına neden olmuştur. Öncelikle bankacılık sektöründe yaşanan gelişmeler istikrarsız bir yapının oluşmasına neden olmuştur. Bulaşma etkisiyle bankacılık sektöründe yaşanan bir kriz diğer sektörleri de etkilemiştir¹⁵⁷.

Son on yıllık dönemde, temel makro göstergeler esas alınarak bir analiz yapıldığında 2001 yılının sonuna kadar Türkiye Ekonomisi'nin performansının çok iyi olmadığı görülmektedir. Büyüme son derece istikrarsızdır, enflasyon çok yüksektir, kamu kesimi açığı hızla büyümüş, işsizlik artmış, piyasalar belirsizlik içinde çoğu kez yüksek bir risk ortamında çalışmak durumunda kalmıştır. Ekonomik büyümenin finansmanında kullanılmak üzere mali kaynaklar yeterince çoğaltılamamış, büyüme yurtdışından kaynak bulunabilirliğine son derece bağımlı hale gelmiştir. Mali sistemin küçük ve sığ kalması yanında dikkati çeken diğer önemli özellikler yüksek para ikamesi, kaynakların vade yapısının çok kısa olması ve reel faizlerin çok yüksek olmasıdır. Hızla bozulan makro dengesizliklerin giderilmesi için gerekli kararlar ya alınamamış ya da kararlılıkla uygulanamamıştır. Aksine dengesizliklerin daha da büyümesi pahasına sorunlar ile yaşamanın yolları bulunmaya çalışılmıştır¹⁵⁸.

Türkiye'de yaşanan enflasyonist süreç mevduat ve kredi faiz oranlarının yüksek oranlı olmasına neden olmaktadır. Bankalar arası para piyasasında meydana gelen çok yüksek orandaki faiz oranları diğer taraftan da kredi maliyetlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarının yüksek düzeyde olması kırılganlık göstergelerinden biri olan ve piyasa likidite krizinin ve bankacılık sektörünün kırılganlığının bir göstergesidir.

¹⁵⁶ Güven Sak, "Kırılganlık ve TCMB", www.radikal.com.tr/1998/06/04/yazarlar/guvsak.html, 24.11.2002, prg.2.

¹⁵⁷ Davis, s.92.

¹⁵⁸ Ersin Özince, "Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılmasına Bankaların Bakış Açısı", *Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması Konulu Konferans*, İstanbul: Temmuz 2002, s.2.

Bütün dengelerini son derece kırılgan bir yapı üzerine inşa etmiş olan Türk Ekonomisi, 2000 yılı enflasyonu düşürme programı ve onu izleyen Mayıs 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP), IMF ve Dünya Bankası kaynaklarını ve iç borçlanma olanaklarını doğrudan doğruya finansal sistemin ve bankacılık sisteminin öncelikle krizden çıkışını hedefleyerek kullanmayı tercih etmiştir. Türkiye Ekonomisi'nde varlığını gösteren yapısal kırılganlık öğeleri Tablo 7'de görülmektedir. Tablo 7'den görüleceği üzere, Türkiye Ekonomisi tüm 90'lı yıllar boyunca sığ ve dengesiz bir mali sisteme dayanmaktaydı. Bu kırılgan yapıya dair bir örnek vermek gerekirse, bu konudaki en temel göstergelerden birinin "kısa vadeli dış borç stokunun Merkez Bankası uluslararası rezervlerine oranı" olduğu söylenebilir. Kısa vadeli dış borç – MB rezervleri oranı, uluslararası iktisat yazınında bir ekonominin güvenilirliğinin en temel göstergelerinden birisi olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, söz konusu oranın büyüklüğü, uluslararası ülke deneyimlerinden yola çıkarak, bir finansal krizin en önemli göstergelerinden birisi olarak kabul edilmektedir¹⁵⁹.

Türkiye'de ise 2000 yılı dezenflasyon programı uygulaması altında bu oranın %100'den başlayarak, Haziran 2000'de %112'ye, Aralık ayında da %145'e yükselmiş olduğu görülebilmektedir. Oysa, programın uygulayıcıları niyet mektubunda somutlaşan hedefler açısından, kısa vadeli dış borç yükünün olası artışına koşut olarak Merkez Bankası rezervlerindeki genişlemeyle birlikte bu göstergenin herhangi bir bozulmaya itilmeyeceği savındaydı. Ancak, Tablo 7'de sergilenen dış ekonomik ilişkilerdeki bu olumsuz edinimler, IMF'den Kasım krizi sonrasında elde edilen ve MB rezervlerini desteklemek amacıyla yapılan 4 milyar dolarlık borçlanmaya rağmen gerçekleşmiştir. Ancak, bu tür dış kaynaklı yapay destekler ulusal ekonominin dengelerini ve güvenilirliğini sağlamaya yetmeyecek ve program Şubat ayında iflas edecektir.

2000 yılı programında bir diğer dengesizlik ulusal ekonominin cari işlemler açığında yaşanmıştır. Cari işlemler açığının Merkez Bankası rezervlerine oranı 1999 sonunda %5.9 düzeyindeydi. Bu gösterge 2000 yılı boyunca hızla bozulmaya itilmiş ve

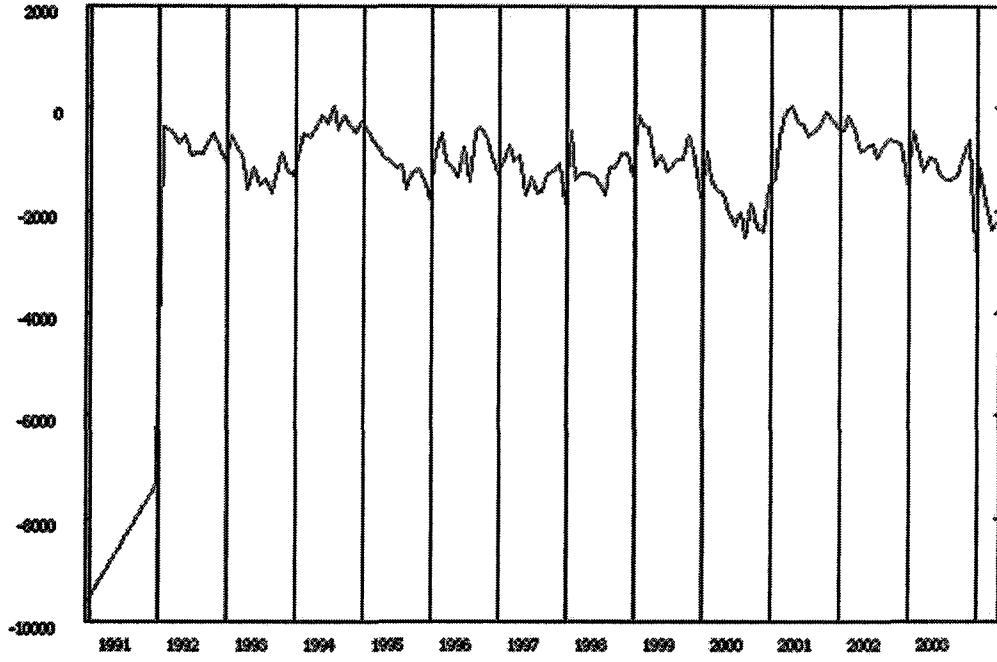
¹⁵⁹ Erinç Yeldan, "İstikrar Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler", *Birikim Dergisi*, Kasım 2002, s.5.

Haziran'da %28'e, yıl sonunda da %49.7'ye çıkmıştır. Cari işlemler açığının ulusal gelire oranı ise 1999 sonunda %0.7 iken, 2000 sonunda %5'e yükselmiştir. GEGP ise bu istikrarsız ve kırılğan yapıyla mücadele yöntemini, sadece faiz dışı kamu harcamalarının neredeyse tümünden kaldırılmasına dayalı bir mali disiplin ve daraltıcı maliye politikaları üzerine inşa etmektedir. GEGP makroekonomik hedefleri arasında iç borç dinamiğine ilişkin olarak 2000 yılında %4.6 olan konsolide bütçe faiz dışı fazlasının ulusal gelire oranını 2001 yılında %5.1 düzeyine yükseltmeyi hedeflemektedir.

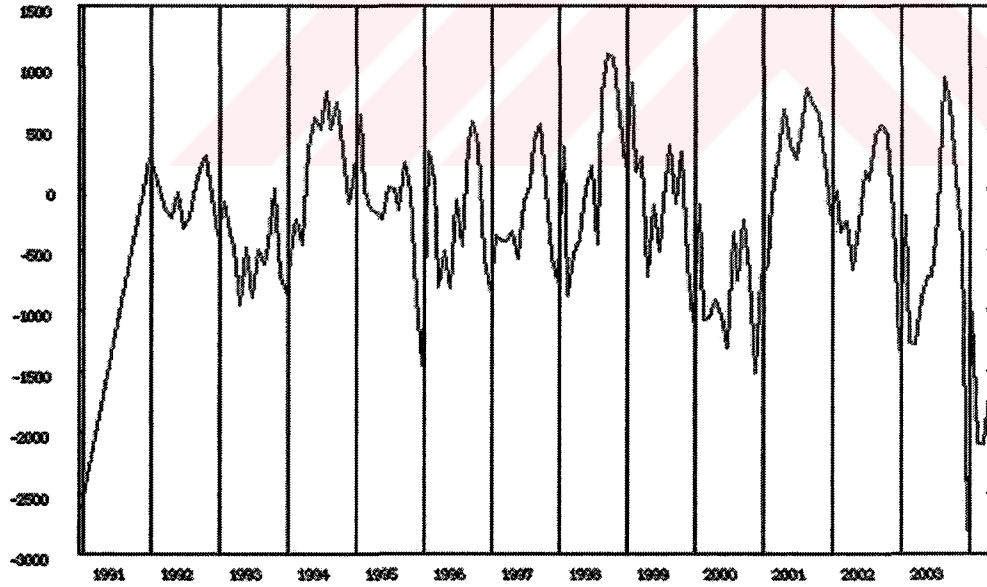
Bunun için de faiz dışı harcamalardaki nominal artışın ulusal gelirin nominal artışının altında tutulmasına özen gösterileceğine işaret edilmektedir. Ancak bu hedeflere ulaşmak için servet vergisi veya net aktif vergisi türünden yeni hiçbir düzenlemeye gidilmeyerek, hedeflenen faiz dışı bütçe fazlalarının öncelikle kamu harcamalarındaki daralmayla karşılanması planlanmaktadır. Oysa, 2000 itibariyle kamu harcanabilir gelirin neredeyse tamamına ulaşan iç borç faiz ödemelerinin yükünün faiz dışındaki harcamalardaki kısıntılarla azaltılamayacağı 2000 ve 2001 yıllarının bütçe uygulaması sonucunda çok yalın bir gerçek olarak gözlenmiş durumdadır. Nitekim, kriz idaresi altında geçen 2001'de konsolide bütçe faiz dışı dengesinde elde edilen fazlaya rağmen net yurt içi borçlanma gereği artarak devam etmiş ve gayri safi yurt içi hasılaya oranla 2000'de yüzde 7.5 düzeyinde sürdürülen net yurt içi borçlanma, 2001'de yüzde 12.7 düzeyine fırlamıştır. Dolayısıyla makro ekonomik hedefler arasında en ön sırada bulunan faiz dışı fazla hedefinin 2000 ve 2001 programlarında tutturulabilmiş olması, kamu kesiminde arzulanan dengenin sağlanmasında yeterli olmamıştır¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Yeldan, s.6.

Grafik 15: Yıllar İtibariyle Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)



Grafik 16: Yıllar İtibariyle Cari İşlemler Açığı (Milyon \$)

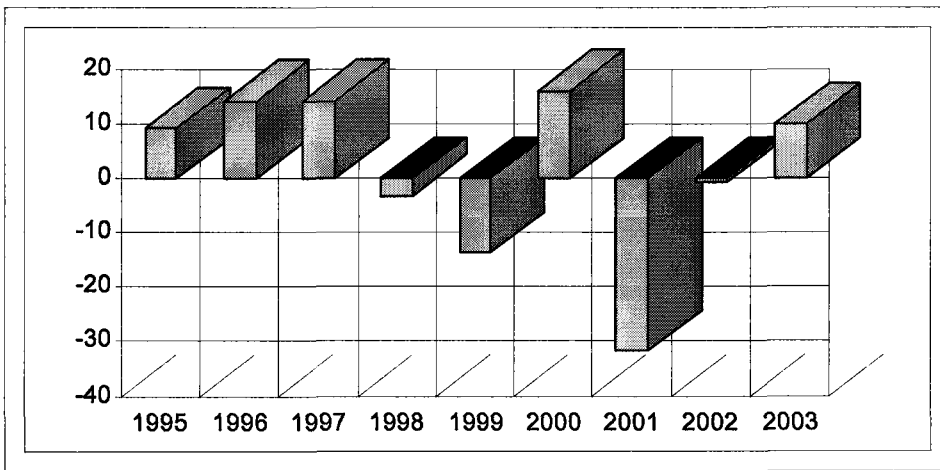


2000 ve 2001 kamu harcama programlarının hedeflenen değerleri tutturmuş olmasına karşın, faiz harcamalarının ulusal mali piyasalardaki yükü de artarak süregelmiştir. Faiz harcamalarının, vergi gelirlerinin 2000'de yüzde 77.1'ine, 2001'de de yüzde 103.3'üne

ulaştığı görülmektedir.³ Kriz idaresi altında da faiz harcama hedeflerinin, vergi geliri hedefinin 2000 yılında yüzde 88.1'ine, 2001'de de yüzde 109 üstünde saptanmış olduğu görülmektedir. 2002 yılında da faiz harcamaları hedefi, vergi geliri hedefinin yüzde 73.9'una ulaşacağı öngörülmektedir. Dolayısıyla, yeni Niyet Mektubu'nda somutlaşan 2002 yılı kamu konsolide bütçesi, iç borçların döndürülmesi sorununu faiz dışı fazlalar ile çözüme yönündeki ısrarlı tutumunu sürdürürken, faiz harcaması programının da kamu harcanabilir geliri üzerindeki yükünü azaltma yönünde hiç bir gerçekçi tedbir önermemektedir.

Tablo 7'nin son satırında geçen net yeni iç borçlanmanın, iç borç stokuna oranı ise Türk maliyesinin nasıl dengesiz ve dörtünela bir tempoda borçlanmaya itildiğini açıkça vurgulamaktadır. Hazine, 1995'den bu yana –tek istisnası 2000 yılı olmak üzere—her sene tüm borç stokunun en az yarısı kadar yeniden net olarak borçlanmaktadır. 2001 yılının net yeni iç borçlanması, birikmiş borç stokuna %70 ilave yük getirmiştir. Medyada ve resmi demeçlerde geçen “borçların çevrilebilirliği” söyleminin ne anlama geldiği çok açıktır: devlet bütçesi yatırım ve büyüme için değil, bir gelir transferi aracı olarak kullanılmaktadır. Başka bir ifadeyle, devlet bütçesi artık sosyal altyapı ve ekonomik büyümeyi değil, finans piyasalarına kaynak transferini yeniden düzenlemenin bir aracı haline dönüşmüş durumdadır¹⁶¹.

Grafik 17: Yatırım Harcamaları Artış Hızı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Göstergeler, www.treasury.gov.tr.

¹⁶¹ Yeldan, s.6.

Tablo 7: Türkiye’de Ekonomisi’nde Finansal Kırılganlık Göstergeleri

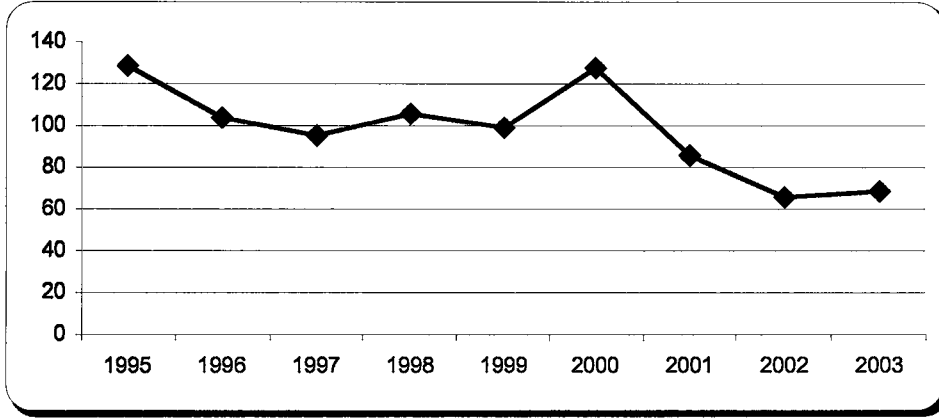
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Reel Büyüme Hızı									
GSYİH	7,2	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,8	5,1
Yatırım Harcamaları	9,1	14,1	14,2	-3,2	-13,7	16,0	-31,7	-0,8	10,0
Özel	16,9	12,5	10,1	-6,7	-18,8	14,1	-34,9	-7,2	13,5
Kamu	-18,7	24,4	30,1	8,0	1,0	20,8	-22,0	14,5	-18,5
GSMH oran olarak (%)									
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%)	-1,4	-1,3	-1,4	1,0	-0,7	-4,8	2,4	-0,8	-2,9
Dış Borç Stoku/GSMH (%)	42,7	43,2	47,8	47,4	55,4	58,4	79,02	72,28	65,18
İç Borç Stoku/GSMH (%)	17,33	21,02	21,38	21,70	29,28	29,0	69,22	54,49	54,50
Bütçe Dengesi/GSMH (%)	-4,0	-8,3	-7,6	-7,0	-11,6	-11,6	-16,9	-15,2	-11,2
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH (%)	5,2	8,7	7,7	9,4	15,5	11,8	16,4	12,8	8,5
Kırılganlık Göstergeleri									
Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri (%)	128,7	104,2	95,1	105,4	98,9	127,6	85,9	66,0	68,2
Nakit Para İkamesi	54,8	50,9	48,6	45,1	45,2	44,1	56,2	56,5	47,8
İç Borç Faiz Ödemeleri/Toplam Vergi Gelirleri (%)	43,9	59,2	41,7	61,0	66,4	63,7	103,4	87,0	69,5
Net Yeni İç Borçlanma/İç Borç Stoku (%)	52,4	57,8	52,4	49,5	49,3	37,1	70,2	18,5	22,9

Kaynak: DPT Temel Ekonomik Göstergeler, www.dpt.gov.tr; T.C.M.B. Yıllık Raporu www.tcmb.gov.tr;

Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Göstergeler, www.treasury.gov.tr.

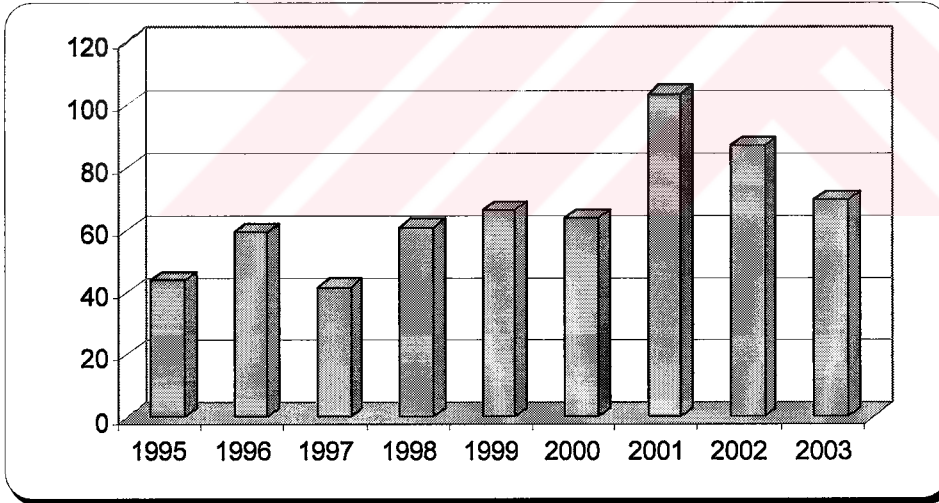
Kısa Vadeli Dış Borçların Merkez Bankası Uluslar arası Rezervleri’ne oranı, kırılganlığın temel göstergelerinden biridir. Kısa Vadeli Dış Borçların, Merkez Bankası’nın Uluslararası Rezervleri’nin içindeki payını yüksek olması yakın zamanda yaşanabilecek bir likidite krizinin göstergesidir. Tablo 7’de görüldüğü gibi, 1995 yılında 128,7 olan bu oran yıllar itibariyle düşüş göstermiştir. Ancak 2000 yılında yaşanan kriz nedeniyle bu oran tekrar artarak 127,6’ya ulaşmıştır.

Grafik 18: Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri



İç borç faiz ödemelerinin toplam vergi gelirlerine oranında yıllar itibariyle artış gözlenmiştir. Bu oran vergi gelirlerinin çok üstünde borçlanma gerçekleştiğini göstermektedir. Bu durumda ülkenin bir borç kriziyle karşı karşıya kalacağı söylenebilir.

Grafik 19: İç Borç Faiz Ödemeleri / Toplam Vergi Gelirleri

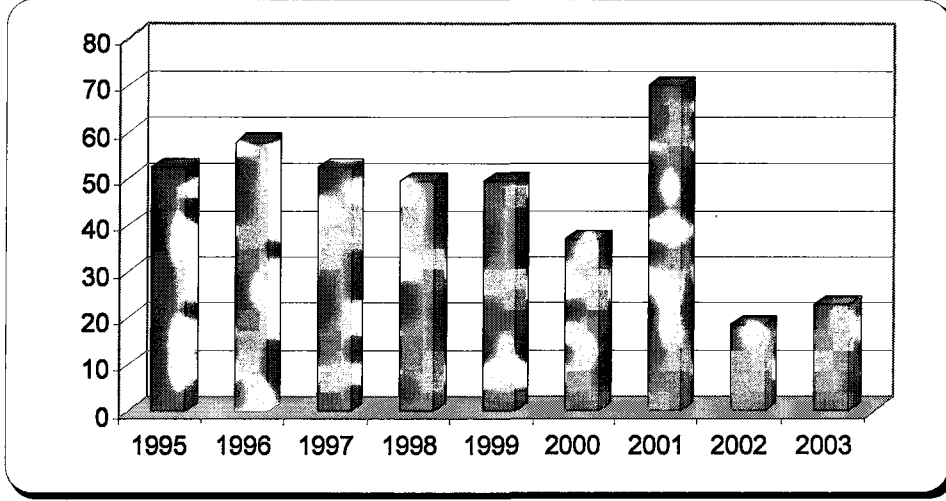


İç borç faiz ödemelerinin net yeni iç borçlanmaya oranına bakıldığında 2000 yılına kadar artış olduğu görülmektedir. bu orandaki artış ise ekonomide verimli alanlara tahsil edilmesi gereken kaynağın yeni borç ödemeleri şeklinde kullanıldığı sonucuna varılmaktadır.

Net yeni iç borçlanma miktarının iç borç stokuna oranı ise artış gözlenmiştir. Bu artış, ekonomide gerekli olan finansmanın yeni borçlarla sağlandığını göstermektedir. Nakit

ikamesi oranı ise ulusal paranın yerine başka bir dövizin tercih edilmesi ve Türkiye için Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikasının etkinliğinin azalmasıdır.

Grafik 20: Net Yeni İç Borçlanma Miktarı / İç Borç Stoku



1994 krizinde, krizden çıkışın bir unsuru olarak kullanılan sistemdeki tüm mevduata getirilen sigorta sistemi, 2001 krizinin sebeplerinden ve krizi ağırlaştırılan unsurlardan biri olmuştur. Dövizde %4 faiz veren de %12 faiz veren banka da aynı şemsiye altında korunmuş, sistem zayıf bankayı kuvvetli banka aleyhine korur olmuştur. Bunun yerine şirketler kesiminin çıkarı bankacılık kesiminin “düzenlenmesi” ve “gözetim altında tutulması”ndadır. Zayıf bankanın kuvvetli banka aleyhine fon toplamasına mani olmanın tek yolu, tasarrufçunun taşıdığı riski bilmesi ve bankaya para yatırırken, hangisi batabilir hangisi kalabilir bunun hesabını yapmasıdır¹⁶².

Sistemin başarılı bankaları ve başarılı şirketleri koruyabilmesi için bankaların kendi dahil oldukları holdinglerin şirketlerine açabilecekleri kredilerin “sıkı gözetim altında” tutulması gerekmektedir. Aynı şekilde başarılı şirketlerin çıkarı bankacılık kesiminde “şeffaflık” ilkelerinin iyi uygulanmasındadır. Aksi takdirde iyi ile kötü ayırt edilemeyecek ve sistem kötü bankayı destekleyerek “yanlış seçim” yapacaktır. Birçok ülkede, Moody’s gibi bağımsız notlama kuruluşlarının ve yabancı bankaların girişinin sistemi terbiye ettiği bilinmektedir. Mehzer ve Kaufman (2001), Dünya Bankası için hazırladıkları “Şeffaflık, Liberalizasyon ve Finansal Krizler” isimli makalelerinde,

¹⁶² Yeldan, s.8.

1987-1997 yılları arasında 56 ülkeyi çalışmışlardır. Dünya çapında, birçok ülkede genel hatları ile şeffaflık olmadığında banka kredilerinin, firma değerlerine nazaran optimal seviyeleri aştığını, bankaların da bunu fark ettiklerinde büyük zararlar yazmak yerine, dönük kredileri finanse ettiklerini göstermişlerdir. Bu durum, krizi geciktirmekte ama aynı zamanda geldiğinde krizin derinliğini de arttırmaktadır. Özellikle, şeffaflık olmayan ülkelerde finansal liberalizasyonu takip eden dönemde kriz olasılığı önemli ölçüde artmaktadır. Finansal liberalizasyon ile piyasalar da serbestleştiğinde, bankaların kredi müşterilerini iyi tanımadan, küçük miktarlarda çok şirkete kredi açtıkları, böylece, iyi ve kötü projelerle, iyi ve kötü şirketlerin, aynı krediyi aldıkları görülmüştür. Oysa, eğer ekonomi şeffaf ise zaman içinde şirketlerin iyisi ve kötüsünün ayırt edilebildiği, iyi projelere kredi verilirken, kötü projelere verilmediği anlaşılmıştır. Eğer ekonomi şeffaf değilse, öğrenme sürecinin verimsiz olduğu, iyi ile kötünün ayırt edilemediği, kredilerin iyi projelere yönlendirilemediği sadece Türkiye’de değil, dünya üzerinde de yaşanmış bir süreçtir. Şeffaflık, mali ve reel makro ekonomik politikada kriz olasılığını düşürmektedir. Ekonomi büyürken bankaların olumsuz bilgileri kamudan saklamasına izin verilmemelidir. Finansal liberalizasyon olmasa da kriz olabilir ancak liberalizasyon ve şeffaf olmamak kriz olasılığını önemli ölçüde arttırmaktadır.

Sistemin “yanlış seçim” yapmasına mani olmanın bir yolu da bir yandan yabancı sermaye girişlerini, özellikle de doğrudan yatırımları, kolaylaştırırken, bir yandan da dolar cinsinden borçlanmayı iyi kontrol etmektedir. Türkiye’de bankalar kesiminde derin olmakla birlikte, şirketler kesiminde belli büyüklükteki şirketlerde ağırlıklı olarak gördüğümüz, dolar cinsinden borçlanma hem şirketlerin kırılganlığını arttırmakta hem de Merkez Bankası’nın para politikasını devre dışı bırakarak sistemin kırılganlığını arttırmaktadır. Dolar cinsinden öz kaynak girişi desteklenirken, dolar cinsinden borçlanma ciddi olarak düzenlenmelidir¹⁶³.

Türkiye’nin mevcut kırılgan yapısını düzeltmek için bir takım önlemlerin alınması gerekmektedir. Ekonominin yapısının düzelmesi için işe şirketlerden başlanabilir. Başarılı şirketler, yabancı ortakla çalışmayı, dolar cinsinden borçlanmaya ve portföy yatırımcısına tercih eden şirketler olmuştur. Bu şekilde globalleşmek ve dünya ile birleşmek kolay değildir. Beceri gerektirir, zaman gerektirir ama kırılganlığa mani olur

¹⁶³ Gülnur Muradoğlu, “Globalizasyon, Dünya ile Bütünleşme ve Kriz: Finansal Liberalizasyon ile Nasıl Başa Çıkılır?”, www.activefinans.com/active/arsiv/say123/globalizasyon.html, 24.11.2002, s.2.

ve şirketi gerçek anlamda dünya ile birleştirir. Kriz ortamında satışlarının kompozisyonunu değiştirebilen, iç piyasaya bağımlı kalmayıp, ihracata yönelebilen şirketler krizi daha hafif atlatabilmektedirler.

Finansal kırılma eğilimi düşük tutabilmenin temel unsuru “doğru eşleştirme” yapabilmektir. Örneğin, yatırımlar ile kullandıkları fonların vadelerini, yani “borç-alacak vadelerini eşleştirebilenler” daha az kırılma eğilimli olmaktadır. Kriz vurduğunda, sürmekte olan yatırımı likiditeye çevirip borcu kapatmak birçok durumda mümkün değildir. Krizden önce pahalı da olsa, borcun vadesi ile yatırımın vadesini eşleştirmek ise mümkündür. Vadeye bağlı kırılma eğilimi önlemenin başkaca da bir yolu yoktur. Finansal kırılma eğilimi azaltan davranışların ikincisi “para eşleştirmesi”dir. Satışları ile girdi fiyatlarını aynı para cinsinde tutabilen şirketlerin her üç krizde de daha başarılı oldukları görülmüştür. Örneğin, girdi fiyatlarınızı dolar cinsinden ise, satışlarınızı ihracata yönelik yapmak krizle baş edebilmenin bir yoludur. Zor bir yoldur ama şirketinizi krizde kaybetmemek için denemeye değer. Aynı şekilde, eğer işinizin tabiatı icabı satışlarınızı iç piyasaya yönelik iken girdi fiyatlarınızı döviz cinsinden ise opsiyonlar ve vadeli işlemler ile alacağınız dövizin fiyatını sabitlemeye çalışmalısınız. Bu pahalı bir yoldur ancak döviz girdisi fiyatlarına bağlı kırılma eğiliminin önlenmesinin de bir başka yolu yoktur.

Hemen bütün şirketlere, bütçe yapmaları, uzun ve kısa vadeli planlar yapmaları önerilir. Bu tür planları olan şirketlerin krize dayanabilme gücünün daha yüksek olduğunu biliyoruz. Planı olan şirketler, planlarını değiştirebilmektedirler, planı olmayanların yapacak bir şeyleri de olmamaktadır. Hızlı büyüme de olumlu gibi görülmekle birlikte, genellikle planlama faaliyetleri zayıf şirketlerde görülmekte ve şirket kırılma eğilimini arttırmaktadır. Her üç krizde de hesapsız ve hızlı büyüyen şirketlerin daha kırılma eğilimli oldukları, krizde kendilerini toparlayamadıkları, küçülemedikleri ve iflas ettikleri görülmüştür. Dengeli ve sürdürülebilir hızda büyüyen şirketler ise daha kolay küçülebilmiş, hatta aynı yerde kalıp krizi atlatabilmişlerdir¹⁶⁴.

Ülkemizin, reel sektörle ilişkisi zayıflamış, spekülasyon hareketlere zemin oluşturan, kırılma eğilimli ve krizlere açık finansal yapısı şöyle özetlenebilir: Bütçe ve cari işlemler bilançosu açıkları iç ve dış borçlarla finanse edilmekte; borçlanmanın sürekli hale

¹⁶⁴ Muradoğlu, s.4.

gelmesiyle biriken iç ve dış borçların sebep olduğu risk priminin eklenmesi sonucu faiz oranları sürekli olarak yükselmekte; bu durum borçların çıkış gibi artmasına sebep olurken, çevrilmelerini de zorlaştırmaktadır. Nihayet, borçların çevrilemeyecek bir noktaya yaklaştığını hisseden kısa vadeli sermaye, düşük tutulan kurların yükselmesinin kaçınılmaz olduğunu anlayınca, bu beklentiyle, büyük hacimlerde ve ani olarak ülkeyi terk etmekte; böylece kriz oluşmaktadır. Dolayısıyla, ekonomide kalıcı, sürdürülebilir bir iyileşme için, bu yapının ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bu konu ile ilgili göstergeler, bu sebeple, dikkatli bir şekilde takip edilmelidir. 2003 yılında, Türkiye için bu alanda şu gelişmeleri kaydetmek mümkündür: Eylül ayı itibarıyla 178,7 katrilyon TL olan iç borç stoku, Ekim ayında 180,2 katrilyon TL ve Kasım ayında, piyasaya yapılan uzun vadeli tahvil ihraçlarının itfalardan daha fazla olması sebebiyle, 183,1 katrilyon TL seviyesine yükselmiştir.

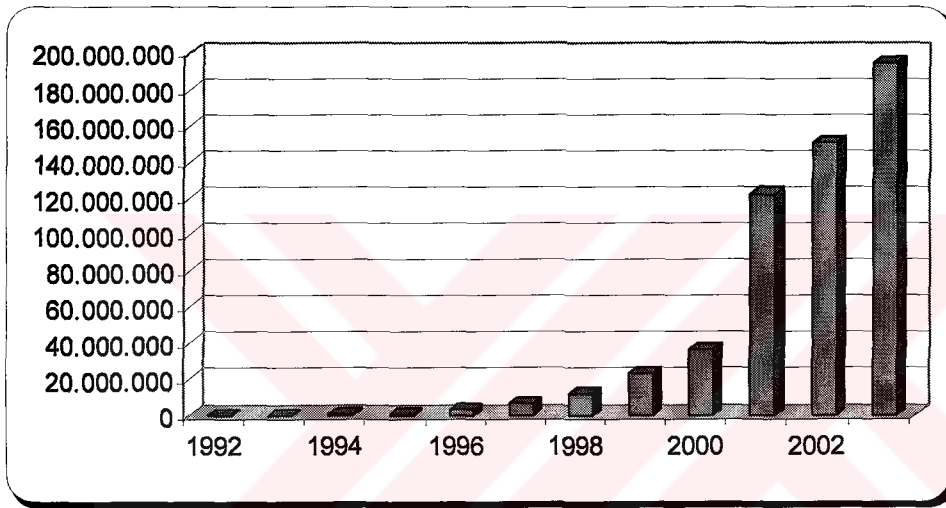
Tablo 8: İç Borç Stokunun Yapısı

	2001		2002		2003 Eyl.	
Nakit	58.354	100,0	89.271	100,0	120.377	100,0
Sabit Getirili	17.745	30,4	37.576	42,1	61.945	51,5
Değişken Faizli	11.426	19,6	17.384	19,5	25.650	21,3
Döviz Cinsinden	7.133	12,2	16.513	18,5	16.641	13,8
Döviz Endeksli	22.050	37,8	17.799	19,9	16.140	13,4
Nakit Dışı	63.804	100,0	60.599	100,0	58.335	100,0
Sabit Getirili	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Değişken Faizli	49.513	77,6	46.734	77,1	47.036	80,6
Döviz Cinsinden	12.398	19,4	11.891	19,6	9.450	16,2
Döviz Endeksli	1.893	3,0	1.973	3,3	1.848	3,2
Toplam	122.157	100,0	149.870	100,0	178.712	100,0
Sabit Getirili	17.745	14,5	37.576	25,1	61.945	34,7
Değişken Faizli	60.938	49,9	64.118	42,8	72.686	40,7
Döviz Cinsinden	19.530	16,0	28.404	19,0	26.091	14,6
Döviz Endeksli	23.944	19,6	19.772	13,2	17.989	10,1

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, www.treasury.gov.tr.

Kasım ayı itibariyle, iç borç stoku içinde sabit getirili menkul kıymetlerin payı Aralık 2002 dönemine göre artarak, % 25'ten % 36'ya yükselmiştir. Döviz endeksli ve döviz cinsinden borçlanma araçlarının payı, aynı dönemde, döviz kurlarındaki düşüş ve dalgalı kur uygulaması sebebiyle, bu tür borçlanma araçlarının kur riski yaratmalarından dolayı daha az tercih edilmeleri sonucu, % 32'den % 23'e gerilemiştir. Değişken faizli borçlanma senetlerinin iç borç stoku içindeki payı, yıl sonundaki % 43 seviyesinden, Kasım ayındaki % 41 seviyesine gerilemiştir¹⁶⁵.

Grafik 21: İç Borç Stoku (Milyar TL)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, www.treasury.gov.tr.

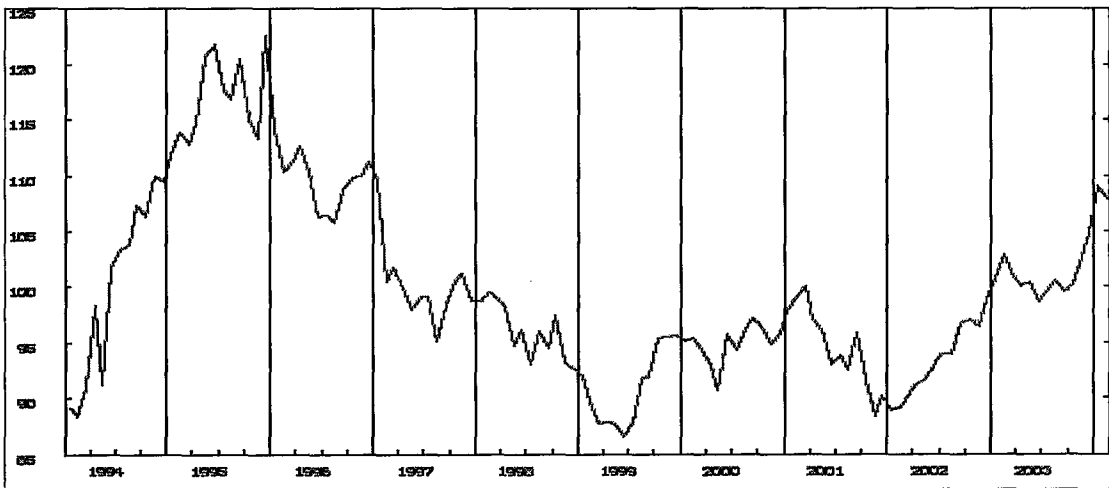
İç borçlarda vadeler uzamakta, faizler düşmekte; fakat borçlanma miktarında bir azalma görünmemektedir. Borç stoku artmaya devam etmektedir. Herhangi bir olumsuz gelişme, pekâlâ, Türkiye'yi, yeniden, borçların çevrilmesi güçlüğü ile karşı karşıya bırakabilir. 2003 yılı içinde, Merkez Bankası rezervlerinin arttığı görülmektedir. 27 Aralık 2002 tarihi itibariyle 26,7 milyar dolar seviyesinde olan Merkez Bankası rezervleri, geçici verilere göre, 28 Kasım 2003 tarihinde 31,3 milyar dolara ulaşmıştır. Bütçede olduğu gibi, dış ticaret ve cari işlemler bilançosu da açık vermeye devam etmektedir. Her ne kadar rekor seviyede bir ihracat gerçekleştirilmiş ise de; ithalat artış hızı, ihracat artış hızının üzerinde kalmıştır. 2003 yılının Ocak – Eylül döneminde,

¹⁶⁵ Ünal Çağlar, Şakir Turan ve Mehmet Ali Ağuş, "2003'ten 2004'e Türkiye Ekonomisi", www.iubam.org, Nisan 2004, s.9.

petrol dışı ara malları ithalatı, bir önceki yılın aynı dönemine göre % 36,6 oranında, sermaye malları ithalatı % 29,9 oranında, tüketim malları ithalatı ise % 43,1 oranında artış göstermiştir. Tüketim mallarının ithalatında artışın daha yüksek olması, enflasyonun baskı altına alınmasına yardımcı olurken, diğer taraftan, yurtiçi piyasada durgunluğa katkıda bulunmakta ve dış açığın yükselmesine yol açmaktadır. 2002 yılının Ocak – Eylül döneminde 25,7 milyar dolar olan ihracat, 2003 yılının aynı döneminde, % 30,4 oranında artarak, 33,6 milyar dolara ulaşmıştır. 2003 yılının Ocak – Eylül döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre % 34,5 oranında artan ithalat ise 49 milyar dolara çıkmıştır. Böylece, 2002 yılının Ocak – Eylül döneminde % 70,7 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2003 yılının aynı döneminde % 68,5'e gerilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2002 yılının tamamında 15,6 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı, 2003 yılının Eylül ayında, 12 aylık veriler itibariyle, 20,3 milyar dolara yükselmiştir¹⁶⁶.

Görüldüğü gibi, ithalatın artış hızı ihracatın artış hızından daha yüksek olup; dış ticaret açığı büyümekte; ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmektedir. Dolayısıyla, bu bakımdan, gelişmeler olumlu değildir. Bunun sonucunda, 2002 yılının Ocak – Eylül döneminde 416 milyon dolar olarak gerçekleşen cari işlemler bilançosu açığı, 2003 yılının aynı döneminde 4 milyar dolara yükselmiştir. Ödemeler Bilançosu ile ilgili temel problem ortada durmakta, hatta 2002 yılına göre bozulma göstermektedir.

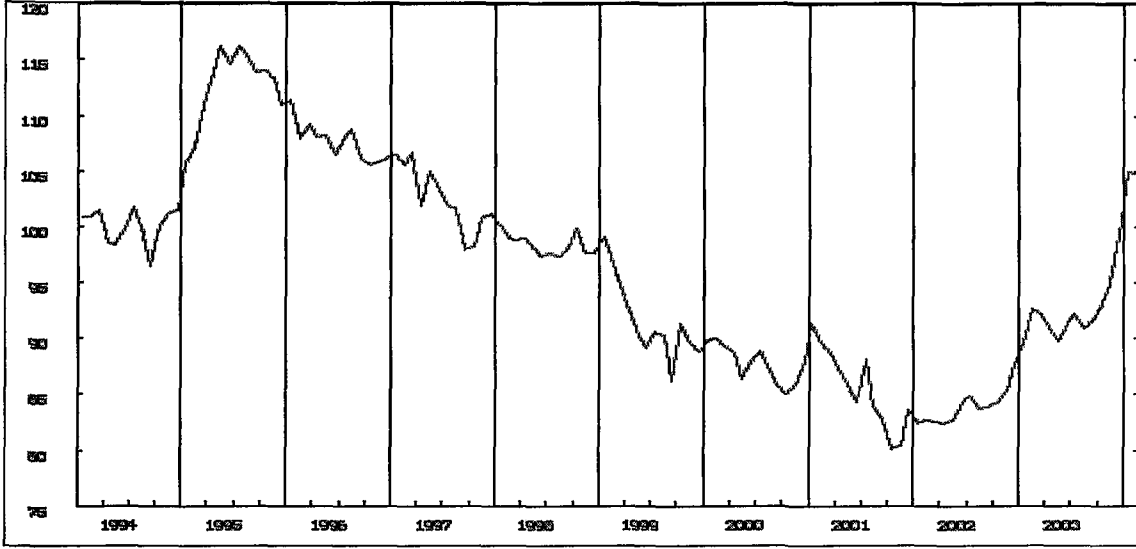
Grafik 22: Yıllar İtibariyle İthalat Rakamları (Fiyat, 1994=100)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr.

¹⁶⁶ Çağlar, s.10.

Grafik 23: Yıllar İtibariyle İhracat Rakamları (Fiyat, 1994=100)



Kaynak:Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr.

2001 yılı sonunda 38,7 milyar dolar olan konsolide bütçe dış borç stoku, 2002 yılı sonunda, % 46,6 oranında artarak 56,8 milyar dolara yükselmiş olup; 2003 yılı Eylül ayı sonu itibariyle, bu miktar, 61,3 milyar dolardır. Kamu ve özel sektörlerin toplam dış borç stoku, 2002 yılında, bir önceki yıla göre % 15,3 oranında artarak 131,2 milyar dolar olmuştur. 2003 yılının Haziran ayı sonunda, dış borç stoku, önceki yılın sonuna göre % 5,1 oranında bir artışla, 137,9 milyar dolara yükselmiştir¹⁶⁷.

137,9 milyar dolarlık bu dış borç tutarınının 121,1 milyar doları orta ve uzun vadeli, 16,8 milyar doları ise kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. 2002 yılında % 18,9 oranında artan orta ve uzun vadeli borçlar, 2003 yılının Haziran ayı itibariyle % 4,4 oranında artmıştır. Kısa vadeli dış borçlar ise 2002 yılında % 6,5 oranında gerilerken, 2003 yılının Haziran ayı sonunda % 10,5 artış göstermiştir. Kısa vadeli dış borçların artış hızının daha yüksek olması, dolayısıyla, toplam dış borçlar içinde kısa vadeli borçların oranının artması olumsuz bir gelişmedir. 2002 yılında, orta ve uzun vadeli borçların toplam dış stoku içindeki payı % 88,4'e yükselmişken, 2003 yılı Haziran ayında % 87,8'e gerilemiştir. Toplam dış borç stoku içinde kısa vadeli dış borçların payı, 2002 yılında % 11,6'ya düşmüş iken, 2003 yılının Haziran ayı sonunda % 12,2'ye yükselmiştir. 2002 yılındaki düşüşte, bankacılık sektörünün geri ödemeleri sebebiyle ticarî bankaların kısa vadeli borçlarında meydana gelen % 20,7 oranındaki azalma, 2003

¹⁶⁷ Çağlar, s.12.

yılına Ocak – Haziran dönemindeki yükselişte ise ticarî banka kredilerindeki % 15,3 oranındaki artış etkili olmuştur. 2003 yılı Haziran ayı sonunda 16,8 milyar dolar olan kısa vadeli borçların, 7,3 milyar doları ticarî bankalara, 9 milyar doları diğer sektörlere aittir. Merkez Bankasının borcu ise 436 milyon dolardır¹⁶⁸.

Tablo 9: Dış Borç Stokunun Profili (Milyar Dolar)

	2000	2001	2002	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3
Toplam Dış Borç Stoku	118.685	113.811	131.264	133.045	137.936	142.037
Orta- Uzun Vade	90.384	97.570	116.044	116.321	121.169	123.413
Kamu Sektörü	61.232	70.082	85.464	86.123	89.888	91.369
Özel Sektör	29.153	27.488	30.580	30.198	31.281	32.044
Kısa Vade	28.301	16.241	15.220	16.724	16.767	18.624
Dış Borç Stokunun % Dağılımı	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Orta- Uzun Vade	76,15	85,73	88,41	87,43	87,84	86,89
Kısa Vade	23,85	14,27	11,59	12,57	12,16	13,11
Dış Borç Stokundaki Yüzde Değişme	15,26	-4,11	15,33	1,36	3,68	2,97
Orta- Uzun Vade	12,90	7,95	18,93	0,24	4,17	1,85
Kısa Vade	23,47	-42,61	-6,29	9,88	0,26	11,08
Makro Ekonomik Büyüklükler						
İhracat	27.775	31.334	36.059	38.456	41.193	43.961
İthalat	54.503	41.399	51.554	55.352	59.034	64.145
Cari İşlemler Dengesi	-9.819	3.390	-1.521	-3.144	-4.219	-5.089
Temb Rezervler (Brüt)	22.172	18.787	26.807	26.548	28.663	33.844
Temb Rezervler (Net)	23.153	19.799	28.071	27.809	29.926	35.112
Dış Kredi Kullanımları	20.898	23.931	27.612	3.008	6.962	11.347
Dış Borç Servisi	21.937	24.623	28.638	7.437	14.113	20.439
Gsmh						
Gsmh (Milyon \$)	201.371	144.020	181.602	184.362	194.706	217.914
Gsmh (Milyar TL)	125.596.129	176.483.953	273.463.168	290.440.695	312.151.408	334.843.825
Ortalama \$ Kuru (Döviz Alış)	623.704	1.225.412	1.505.840	1.575.385	1.603.190	1.536.587

Kaynak: DPT Temel Ekonomik Göstergeler, www.dpt.gov.tr; T.C.M.B. Yıllık Raporu www.tcmb.gov.tr;

Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Göstergeler, www.treasury.gov.tr.

¹⁶⁸ Çağlar, s.14.

Yukarıdaki tabloda yer alan oranlara bakıldığında; 2003 yılında, genellikle, olumlu bir gelişmenin olduğu görülmektedir. Bu durum, ekonomide yakın bir tehlikenin mevcut olmadığının bir göstergesidir. Ancak, daha önce de ifade edildiği gibi, orta ve uzun vadede bu durumun sürdürülebilirliği konusunda bir garanti yoktur.

GSMH içinde toplam dış borçların payı 2002 yılına göre azalmıştır. Bu, GSMH'nin büyüme hızının, dış borç stokunun büyüme hızından daha büyük olduğunu göstermektedir. Burada gözden kaçırılmaması gereken nokta, GSMH'deki büyümenin sürdürülebilir olup olmadığıdır. Yurtiçi tasarruf ve yatırım seviyelerinin, mevcut tüketimi sürdürmeye yetecek seviyenin altında olması ve bu yüzden, tüketimin artırılmasının, hatta sürdürülmesinin dış açık vermeye bağlı olması, ekonominin zayıf noktalarından birini oluşturmaktadır. Dış açığa bağlı bir tüketim seviyesi gelecekte sürdürülebilir bir durum değildir. Böylece, tüketime dayalı bir büyüme, zaman içinde önemli dalgalanmalar göstermektedir. Dolayısıyla, sonuç olarak, bu orandaki azalma, dış borç artmaya devam ettiği sürece, sevinmek için yeterli bir sebep değildir. Keza, iç borçların GSMH'ye oranı için de aynı şeyler söylenebilir.

Toplam dış borçların ihracata oranındaki düşüş (% 364,02'den % 323,10'a) ve uluslararası rezervlerin toplam dış borçlara oranındaki artış (% 21,39'dan % 24,72'ye), dış ticaretin ve cari işlemlerin açık verdiğini bildiğimize göre, bu açığın bir kısmının, para ikamesindeki bir çözülme veya net hata ve noksanlardaki bir artış ile karşılandığını düşündürmektedir. Merkez Bankası rezervlerinin kısa vadeli borçlara oranında yükselme meydana gelmekle birlikte (% 184,23'ten % 188,53'e); toplam dış borçlar içinde kısa vadeli borçların payının artması (% 11,6'dan % 12,2'ye) dikkati çekmektedir¹⁶⁹.

¹⁶⁹ Çağlar, s.17.

BÖLÜM III

SİSTEMİK RİSK

3.1. SİSTEMİK RİSK VE SİSTEMİK KRİZ

Finansal bir krizin tipik ön koşulları, risk önceliğinin düşük fiyatlanması sonucunu doğuran, yeni araçlardaki yoğun piyasa rekabetini ve görece yüksek riskli aktiflere yoğunlaşmayı içerir. Hem müfettişler hem de piyasanın tarafları bu trendleri izlemek ve onlara karşı önlem almak isterler. Bunlar eğer rahat parasal koşullarda ortaya çıkarlarsa, menkul kıymetlerin fiyatları genellikle şişirilmiş, abartılmış bir hale gelir; para otoritelerince yapılacak zorunlu düzenlemeler bu tür koşullarda keskin bir devalüasyonu körükleyici tek faktör olabilir. Bu, genel durumu makul ve istikrarlı para politikalarına zorlar. Burada göz önüne alınan türden, menkul kıymetlerin fiyatlarında yeniden ayarlama, bir ülkeden diğerine ve bir piyasadan diğerine bulaşabilirse de bu zorunlu değildir. Böylece, mali otoriteler sisteme likidite yoluyla müdahale etme ihtiyacı duyabilirler, ya da bazı durumlarda finansal sisteme ve reel ekonomiye zararın daha fazla yayılmasını önlemek için, doğrudan finansal destek aracılığıyla müdahale edebilirler. Aynı zamanda, esnekliği korumak ve aracı kuruluşların tedbirsiz davranışlarının doğuracağı moral zararları azaltmak için, otoritelerin ne zaman, nerede ve ne derecede müdahale etmelerinin beklendiğine ilişkin kesin ihtimal planlarının

oluşturulması istenmektedir¹⁷⁰. Bütün bu olasılıkları sistemik risk ve sistemik kriz kapsamında incelemek mümkündür.

Sistemik risk, genel anlamıyla, bir mali piyasanın temel unsurlarından olan para piyasaları, bankacılık ve sermaye piyasaları gibi alt endüstrilerin istinasız bünyelerinde yapılandırmak zorunda oldukları aynı ve nakdi hesaplaşma/takas süreçlerinde karşılaşılan ödeyememezlik durumlarında oluşan risktir. Kanada Bankası'ndan Sean O'connor'a göre ise sistemik risk, piyasalardaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerden kaynaklanan, bütün katılımcıların grup olarak üstlenmeleri gereken finansal risktir¹⁷¹.

Frederic S. Mishkin sistemik riski, finansal piyasaların en üretken yatırım fırsatlarına etkin olarak para aktarmalarını mümkün kılan bilginin bozulmasına neden olan ani, genellikle beklenmedik bir olayın gerçekleşme olasılığı, olarak tanımlamaktadır¹⁷².

Piyasalarda mevcut olan risk unsurlarından biri ve/veya birçoğundan kaynaklanan ve bulaşma etkisi ile tüm yapıda etkisini göstererek krize dönüşen olumsuzluklara neden olan risk türüdür.

Sistemik kriz ise, her türlü ödeme sisteminde tarafların edimlerini yerine getirmemelerinden kaynaklanan risklere bağlı olarak yaşanan krizlerdir. Başka bir tanıma göre ise sistemik kriz, sistemin çalışmasını ciddi biçimde bozan ve son aşamada sistemde tam bir çöküşe neden olan rahatsızlıktır. Sistemik riskler, böyle bir krize ve sonunda sistemde çökmeye neden olma potansiyeline sahip risklerdir.

Yaşanan ciddi bir finansal kriz reel ekonomiyi tahrip edebilir. Sermaye piyasalarında bir çöküş tasarruf ve yatırım sürecini kesintiye uğratar ve özel yatırımcıların güvenini uzun süreli kırabilir: bankacılık ve ödeme sistemlerinde, menkul kıymetler piyasalarındaki çöküşün bir sonucu olarak yaşanan bir olumsuzluk, bunların yararlandıkları ekonomik işlemlerin normal akışını kesintiye uğratabilir. Hasarın

¹⁷⁰ Nurhan Erkan (çev.), *Menkul Kıymet Piyasalarında Sistemik Riskler*, Ankara: SPK Yayınları, Ocak 1997, s.11.

¹⁷¹ Sean O'Connor, *Systemic Risk in Securities Markets: A Concept in Search of a Definition*, unpublished paper, 1989, s. 12.

¹⁷² Frederic S. Mishkin, "Comment on Systemic Risk", *Research in Financial Services Private and Public Policy*, George Kaufman (der), Cilt 7, JAI Pres Inc., 1995, s.31.

derecesi, mali ve diğer ilgili otoritelerin doğru önlemleri alma konusunda ne denli hazırlıklı oluşlarına ve yeteneklerine bağlı olduğu kadar, çöküşün boyutu ve süresine de bağlıdır.

Geniş ve ani bir ekonomik şokun piyasa tepkisini hızlandıracağı umulabilir. Reel ekonomideki zayıflığın ya da dengesizliğin bir sonucu olarak güvenin zaten duyarlı olduğu bir durumda şokun geniş bir piyasa yanıtı doğurması çok zor olmayacaktır. Örneğin, belli başlı ekonomiler arasındaki devamlı cari ödemeler dengesizliği, menkul kıymet piyasalarını istenmeyen gelişmelere ya da yetersiz olarak algılanan hükümet politikalarına normalden daha çok ani tepki göstermeye sevk eder¹⁷³.

Finans piyasalarında bir ya da birkaç kurumun yükümlülüklerini yerine getirememesinin bu kurumların sistemde yer alan diğer kurum ve kuruluşlarla olan ilişkileri nedeniyle tüm sisteme yayılması yoluyla ortaya çıkan risklere karşı devlet tarafından sağlanan güvenceler bir noktaya kadar etkili olabilmektedir. Ne var ki, bugün yerli-yabancı yatırımcı ayrımı giderek önemini yitirmekte, birçok yatırımcı daha yüksek getiri elde edebilmek amacıyla herhangi bir ülkede faaliyet gösteren borsa ya da benzeri piyasalara parasını kanalize edebilmektedir. İnternet bankacılığının ve bu yolla sunulan hizmetlerin yaygınlaşması, elektronik para kavramının klasik para anlayışını yavaş yavaş silmeye başlaması ile birlikte sınır ötesi alınan riskler ülkelere ithal edilebilmekte ve hiç beklenmedik anlarda krizin boyutları değişebilmektedir¹⁷⁴.

¹⁷³ Erkan, s.13.

¹⁷⁴ Coşkun Küçüközmen, "Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği: Value-at-Risk Uygulamaları", 18.06.2004, www.gloriamundi.org/picsresources/valrisk.pdf

3.2. SİSTEMİK RİSKİN KAYNAKLARI

Günümüzde, türev ürün piyasalarında ulaşılan büyüklükler ışığında, söz konusu piyasaların yapılanma süreçlerindeki bazı anahtar unsurlar sistemik risk kaynağı olarak yorumlanmaktadır. Sistemik risk kaynakları,

- Kredi Riski
- Takas ve Ödeme Riski
- Piyasa Riski
- Likidite Riski
- Operasyonel Risk
- Hukuki Risk

Olarak özetlenebilir.

3.2.1. Kredi Riski

Kredi riski, vadesi geldiğinde karşı tarafın edimlerini yerine getirmemesinden kaynaklanır. Ödeyememezlik durumunda oluşan maliyet, türev ürün sözleşmesinin yeni bir taraf ile yenilenmesinin maliyeti olacaktır.

Merkez Bankası, uluslararası döviz ve menkul kıymet piyasalarında işlem yaptığı kuruluşların işlemden doğan yükümlülüklerini yerine getirememeleri olasılığı nedeniyle kredi riskine maruz kalmaktadır. Söz konusu risk, kısa vadeli depo işlemlerinde doğrudan kredi riski şeklinde olmaktadır. Merkez Bankası'nın bu tür işlemleri gerçekleştirdiği kuruluşların kredi değerliliklerinin uluslararası standartlara göre çok yüksek olmasına ve yapılan işlemlerin çok kısa vadeli olmasına karşın, böyle bir riskin varlığı göz ardı edilmemekte ve kontrol edilmesi için gereken tedbirler alınmaktadır. Merkez Bankası'nın uluslararası piyasalarda yüksek kredi derecesine sahip bankalar ile gerçekleştirdiği döviz alım ve satım işlemleri de takas riski taşımaktadır. Son olarak, uluslararası menkul kıymet piyasalarında gerçekleştirilen menkul kıymet alım ve satım işlemlerinden doğan bir yenileme riski söz konusu olmaktadır. Bu tür işlemler, ödeme karşılığı teslim esasına göre gerçekleştirildiğinden herhangi bir takas riskine maruz olmasa da, işlem yapılan kuruluşun işlemden doğan

yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda bir başka kuruluş ile tekrarlanacak olan işlemin daha kötü piyasa koşullarından gerçekleştirilmesi olasılığı bulunmaktadır. Gerçekleşmesi durumunda yol açtığı zarar, diğer kredi riski türlerine oranla çok daha düşük olduğundan kimi zaman göz ardı edilebilen bir risk olarak değerlendirilen yenileme riski, diğer kredi riskleri ile birlikte ele alınarak en aza indirilmesi için gereken önlemler alınmaktadır¹⁷⁵.

Bir türev ürün alım-satımının kredi riskinin iki ana unsuru vardır:

- i) Ödeyemezlik durumunda oluşacak *kredi açığı*,
- ii) İşlemin karşı tarafının edimini yerine getirmeme olasılığı.

Karşı tarafın edimini yerine getirememesinden kaynaklanan kredi açığı, türev sözleşmeye dayanak teşkil eden nakit piyasa aracının fiyat değişimine göre belirlenecek iki unsurdan oluşmaktadır; olayın vukuundan kaynaklanan mevcut zarar ile ileride oluşacak potansiyel zarar. Mevcut zarar, aynı şartlarda yeni bir sözleşme yapma maliyeti olup; sözleşmenin o günkü *piyasaya göre güncelleştirme* bedeli ile ölçülebilir. İleride oluşacak potansiyel zarar ise sözleşmenin karşı tarafının gelecekte düşeceği bir ödeyemezliğinin oluşturacağı zarardır. Potansiyel zarar, türev sözleşmeye konu nakit piyasa aracının veya faiz oranlarının fiyat değişkenliği ile ilişkilidir.

3.2.2. Takas ve Ödeme Riski

Bazı finansal işlemler, bir çeşit kredi riski olan takas ve ödeme riski ile karşı karşıyadırlar. Ancak türev sözleşmeye konu varlığın fiziki değişimi söz konusu olduğunda ya da takas kurumu tarafından brüt teminatlandırma yoluyla nakit akışı ve takas istendiğinde bahsi geçen risk oluşmaktadır.

Takas kurumlarının eldeki tüm pozisyonlarının netleştirilmesi ile takasın gerçekleştirilmesinden ziyade brüt takas yöntemini seçmeleri durumunda aracı kurum ya da kişinin edimlerini yerine getirememe riski doğabilmektedir.

¹⁷⁵ “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nda Rezerv Yönetimi”, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/rezervyon.doc> , s.13.

Bu sorun türev ürünlerin takas merkezi karşısında teminatlandırılmaları sırasında yaşanabilmektedir. Uluslararası platformda aracılar tarafından tercih edilen net teminatlandırmadır. Çünkü bu durumda müşterilerinden brüt esasına dayalı olarak teminat alan aracı kuruluş, takas kurumuna teminat yatırarak bir miktar nakdi başka şekilde kullanma ve nemalandırma imkanı bulmaktadır.

3.2.3. Piyasa Riski

Piyasa riski, piyasa şartları değiştiğinde bir sözleşme, mali araç, finansal varlık veya portföydeki pozisyonun değerinin azalma riskidir. Örneğin, faiz riski, piyasa riskinin en bilinen türlerindedir.

Piyasa riski de kredi riski gibi sadece tek bir işlem açısından değil bir portföy ya da bilanço açısından gözlemlenmelidir. Bu geniş açılı yaklaşım, mevcut piyasa riski yönetimi için hem nakit hem de türev piyasa ürünlerini kullanmanın mümkün olduğu günümüz finansal şartlarında toplam piyasa riski içerisinde türev ürünlerinin payının değerlendirilmesi sırasında oldukça önem kazanmaktadır.

Uluslararası piyasalardaki fiyat dalgalanmaları nedeniyle rezerv varlıklarının piyasa değerinin düşmesi ya da döviz yükümlülüklerinin değerinin artması olasılığı piyasa riski yaratmaktadır. Uluslararası döviz piyasalarındaki kurların dalgalanması kur riskine neden olurken, Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi sırasında faaliyet gösterdiği piyasalardaki faiz oranlarının dalgalanması faiz oranı riskine yol açmaktadır¹⁷⁶.

Basel Komitesi 1993 yılı Nisan ayında "*piyasa riski (market risk)*" kavramını gündeme getirerek, bankaların sermayelerini belirlerken piyasa riskini de hesaba katmaları gerektiğini ifade etmiş ve buna ilişkin paketi yayınlamıştır. Buna göre bankalar bankacılık işlemleri ve ticari işlemler diye ikiye ayırdıkları kayıtlardan ticari işlemlere ilişkin piyasa riskini dikkate alarak gerekli sermayeyi tutmakla yükümlü olacaklardır. Yine aynı doküman içinde yer alan ve *standart yaklaşım* olarak da adlandırılan yöntemle göre risk faktörleri arasında korelasyon göz önüne alınmaksızın her bir risk faktörünün

¹⁷⁶ "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda Rezerv Yönetimi", s.13.

riski ayrı ayrı hesaplanıp bunların toplamı üzerinden sabit bir oranda sermaye tutulması gerekmiştir¹⁷⁷.

3.2.4. Likidite Riski

Kurumsal açıdan bakıldığında iki çeşit likidite riski olduğu görülmektedir:

- i) Piyasa likidite riski, herhangi bir finansal aracın alım-satım işleminin bu aracın piyasa fiyatında aniden olumsuz bir etki yaratabilmesidir. Buna çok yakın olan bir diğer likidite riski ise ani ve keskin fiyat düşüşleri ya da volatilité değişikliklerinin bir aracının kendini korumasına veya zarar eden bir pozisyonu kapamasına imkan vermemesidir.
- ii) Fonlama riski, aracı kurumun nakit akışlarındaki uyumsuzluğın sözleşmeye bağlı edimlerini yerine getirmesini engellemesi anlamına gelmektedir.

Gelişen piyasalara sahip ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de de muhtemel kısa vadeli döviz giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ve boyutunu tahmin etmek güçtür. Bu nedenle, rezerv yönetimi ile ilgili olarak karşılaşılan bir diğer önemli risk türü de likidite riskidir. Bu risk, önceden tahmin edilemeyen ani döviz likiditesi ihtiyaçlarının karşılanması sırasında zarar etme olasılığını ifade etmektedir¹⁷⁸.

3.2.5. Operasyonel Risk

Bu risk, daha ziyade raporlama ile muhasebe ve risk yönetimi ile iç denetimde yetersizlik, zarar ve beklenmedik durumlara göre hazırlanmış planlamada yetersizlikler, insan hatası veya yönetsel zafiyet durumlarında oluşan kayıpları vurgulamaktadır. Bu kapsama öngörülemeyen, maddi bir zarara neden olacak iyi eğitim almamış bir personeli görevlendirmek de dahildir.

Risk kontrollerinin yetersizliği, teknolojik sorunlar veya dolandırıcılık gibi riskler operasyonel risktir. Örneğin, bankanın bilgisayar sistemlerinde bir çökme veya sistemin

¹⁷⁷ Küçüközmen, s.3.

¹⁷⁸ "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda Rezerv Yönetimi", s.14.

dizaynından kaynaklanan sorunlar nedeniyle bankanın uğrayabileceği zarar, bir operasyon riskidir. Personelin hatasından kaynaklanan sorunlu sözleşmeler, muhasebe kayıtlarındaki yanlışlar, dolandırıcılıkları zamanında tespit edememe de bankaların büyük zararlara girmesine neden olabilir. Şube ağını aşırı genişletme faaliyet masraflarını gereğinden çok artıracığı için bankalarda operasyon riski yaratır¹⁷⁹.

Operasyonel risk daha çok sistemik risk kapsamında incelenmektedir. IIF, bu riskin Gözetim ve Denetim yetkisi tarafından değerlendirilmesinin daha yerinde olacağını ve bu risk karşılığında sermaye tahsis yetkisinin yine bu kuruluşlara bırakılması gerektiğini savunmaktadır. Bu riskin adil ve anlamlı olarak tanımlanabilmesi için geçerli bir formülün de olmadığı aktarılmıştır¹⁸⁰.

Operasyonel risk yönetimi, son yıllarda yaşanan, “11 Eylül” gibi olumsuz olayların finansal piyasalardaki etkisi nedeniyle gittikçe önemi artan bir konu haline gelmiştir. Operasyonel risk insan hatası, bilgisayar sistemlerinin devre dışı kalması, doğal felaketler veya kurum içi kontrollerin yetersiz kalması gibi durumlarda ortaya çıkan finansal kayıplara maruz kalmak şeklinde tanımlanmaktadır. Operasyonel risk Merkez Bankası'nın tüm işlemlerini içeren geniş kapsamlı bir risk türü olduğundan, bu riskin etkin bir şekilde yönetilememesi diğer risklerin kontrolünü de olumsuz etkileyebilmektedir¹⁸¹.

3.2.6. Hukuki Risk

Bu, bir sözleşmenin uygulanmaması ya da sözleşmenin şartlarının, tarafların amaçlarını yerine getirebilme özelliğini öngörülmemiş bir nedenden kaybetmiş olması gibi nedenler karşısında uğranılabilecek kaybı vurgulayan bir risktir.

¹⁷⁹ Ali İhsan Karacan, *Bankacılık ve Kriz*, İstanbul: Finans Dünyası Yayınları, 1996, s.27.

¹⁸⁰ “Sermaye Yeterliliği Konusunda BIS Tarafından Getirilen Yeni Öneriler ve Değerlendirmesi”, 18.06.2004, www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/BIS.doc.

¹⁸¹ “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda Rezerv Yönetimi”, s.14.

3.3. SİSTEMİK KRİZ SÜRECİ

Menkul kıymet piyasalarında yaşanan sistemik kriz süreci, hisse senedi ya da türev fiyatlarındaki keskin ve ani bir düşüşle başlar. İkinci aşamada, bu çok hızlı bir şekilde diğer menkul kıymetler piyasalarına yayılır. Üçüncü aşamada, bir ya da daha çok aracı kuruluşun ödeme güçlüğüne düşmesine yol açar. Dördüncü aşamada, bankacılık ve takas sisteminin merkezinde bir kriz meydana getirir.

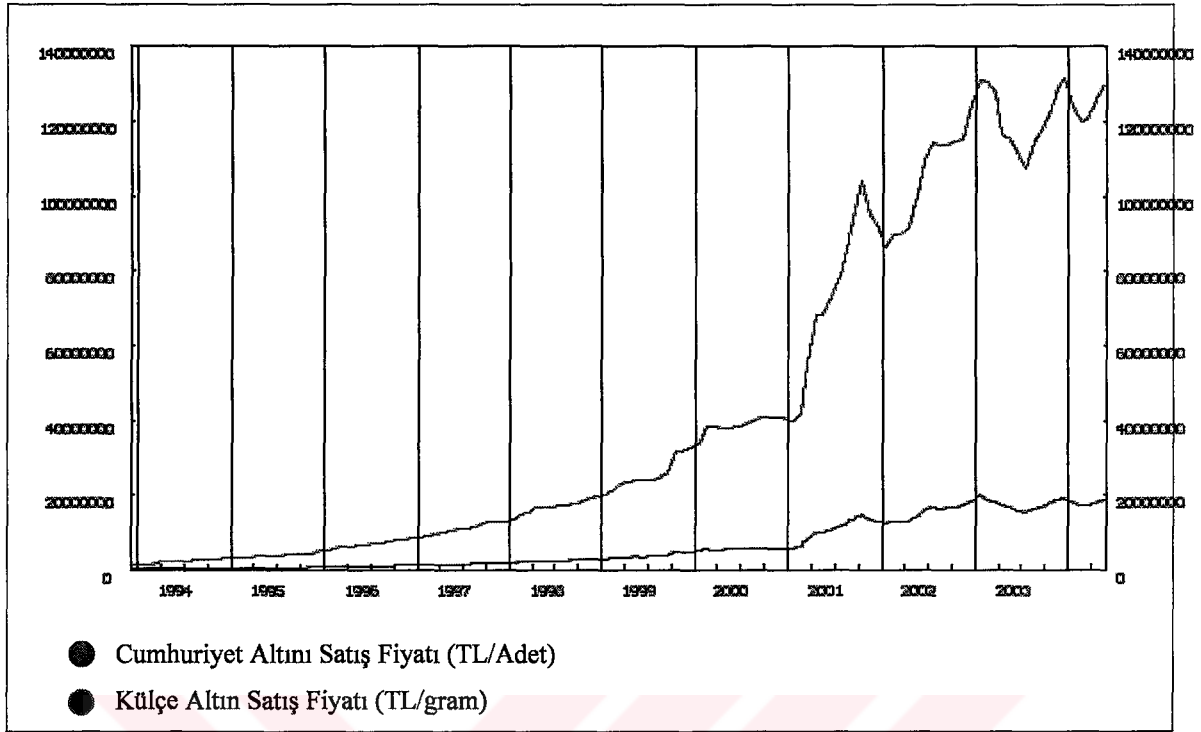
Sistemik risklerin hisse senedi fiyatlarındaki düşüşlerden piyasa krizlerine, piyasa krizinden menkul kıymet kuruluşları krizine ve buradan bankacılık ve finansal krize geçişini sağlayan aşamaların dikkate alınması mantıken her aşamada ve bir aşamadan diğerine geçişte ortaya çıkan politika ve faaliyet konularının basit bir biçimde ayırımına yol açar.

Makroekonomik politikaların en geniş düzeyinde, fiyat istikrarına yönelik para politikalarının kendileri, finansal kriz olasılığını azaltırken, aksine enflasyonist bir ortam, finansal durgunluğu arttırır. Daha spesifik olarak gözetmenler ve piyasa katılımcılarının her biri, artan borçluluk, düşük risk önceliği, risk yoğunlaşması ile yeni piyasalarda ve yeni araçlardaki şiddetli rekabet gibi finansal rahatsızlıkların potansiyel habercilerine karşı hazırlıklı olmalıdırlar. Yatırım ve ticaret bankalarının borçlanarak şirket satın almalarına yönelik geçici veya devamlı korumasız oluşları günümüz koşullarında bunun muhtemel bir örneği olabilir¹⁸².

Altın piyasasına baktığımızda ise gelişimin, menkul kıymet piyasasının aksine olduğu söylenebilir. 11 Eylül 2001 tarihindeki terör olayına kadar yaklaşık yirmi bir yıl gerileme eğiliminde olan altın fiyatlarında gözlenen artış, risk algılamalarını etkilemektedir. 2001 yılından bu yana da %70'in üzerine yükseliş sergileyen başka bir emtianın olmayışı, bu sonuçta etkili olmaktadır.

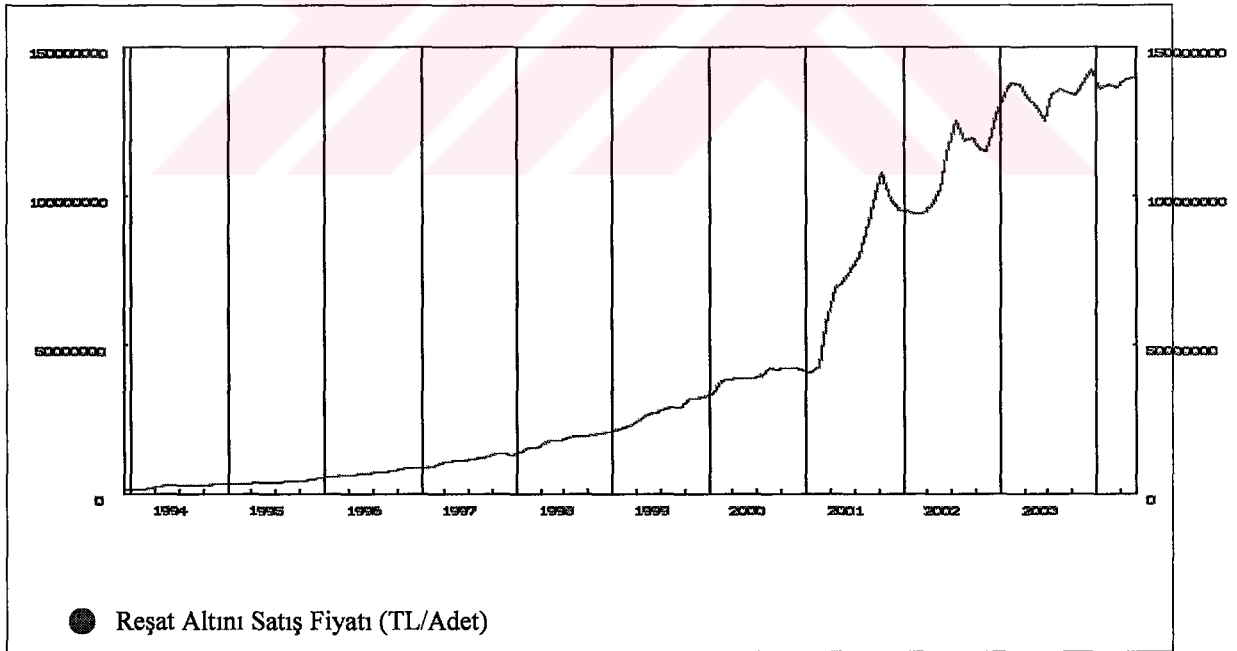
¹⁸² Erkan, s.17.

Grafik 24: Yıllar İtibariyle Cumhuriyet Altını ve Külçe Altın Fiyatları



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Tabanı, www.tcmb.gov.tr.

Grafik 25: Yıllar İtibariyle Reşat Altını Fiyatları



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Tabanı, www.tcmb.gov.tr.

Söz konusu yükseliş ya talep artışından ya da arz daralmasından kaynaklanmış olabilir. Önemli olan yaşanan gelişmenin arkasındaki sebeplerdir. Dünyada 60 yıllık ihtiyacı karşılayacak stok altın olduğu ve fiyat yükseldikçe maliyeti yüksek ocakların da

devreye girmesiyle arzın artacağı düşünülürse, fiyat yükselişi arz daralmasından kaynaklanmış olamaz. Bu durum, talep artışını ön plana çıkarmaktadır. Yıllık altın talebinin geleneksel olarak %85'inin kuyumculuk sektöründen geldiği, küresel gelir dağılımındaki bozulmaya bağlı olarak söz konusu sektör ürünlerine yönelik talep artışı gözlenmemektedir. Bu koşullarda altın fiyatlarındaki, talep artışından kaynaklanan artışı açıklayacak tek bir değişken, altının portföy içinde giderek artan bir pay almasıdır. Küresel düzeyde dengesizlikler arttıkça sermaye piyasası araçları aleyhine ve altın gibi sistem dışı araçlar lehine tercihlerin belirginleşmesi doğal olarak 1970-1979 dönemini anımsatmaktadır.

11 Eylül 2001 tarihi sonrasında altının tempolu bir şekilde yükselmesi, artan *sistemik risk* algılamasından kaynaklanan bir sonuçtur. Tablo böyle olunca, sistemik risk artışı kontrol edilemediği sürece altın fiyatları kısa vadede gerilese bile orta vadede yükselmeye devam edebilir. Finansal sistemin *kırılganlığı* artar ve kısır bir döngüye girilir. 1970'li yıllarda finansal sistemi tehdit edip sarsan kıymetli metaller 1980-2000 döneminde sıradan mal haline getirilmiş, portföy tercihleri içindeki payı sıfırlanmıştır. Bugün tam aksi yöndeki eğilimin yeniden oluşması, doğal olarak sistemik risk algılamasını olumsuz yönde etkilemektedir. 1980-2000 yılları arasında yaşanan benzer yükselişler genelde Merkez Bankası satışları ile durdurulmuş ve yönü değiştirilerek artış eğiliminin düşüş yönünde olması sağlanmıştır. Ancak bu kez durum değişmiştir. Dolar değer kaybetmeye ve emtia piyasaları yükselmeye devam ettiği sürece *sistemik risk* büyüyecektir. Risk arttıkça portföy tercihleri değişecek ve olası Merkez Bankası satışlarının etkisi azalacaktır. *Sistemik risk* azalmadığı ve dengesizlikler büyümeye devam ettiği sürece faiz yükseliş beklentisi güçlenecek, altın gibi sistem dışı tercihlere yönelik talep artacaktır. Sorunlar büyüdükçe benzeri olumsuz eğilimlerle mücadelenin maliyeti artacaktır¹⁸³.

Sistemik krizi önleyebilmek için parasal ve finansal istikrar şarttır. Merkez bankalarının temel iki hedefi parasal istikrarı ve finansal istikrarı sağlamaktır. Parasal istikrarın temel amacı fiyat seviyelerinde istikrarı sağlamaktır. Para politikası birçok ülkede bu amaca yöneliktir. Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarı demek, yıllık %2'nin altında bir enflasyon düzeyini hedeflemektir. Para politikalarının, parasal istikrarı

¹⁸³ Uğur Civelek, "Sistemik Risk", *Radikal Gazetesi*, 19 Aralık 2003,

sağlamak için çok güçlü olması ve bağımsız bir nitelik taşımaları gerekmektedir. Finansal istikrar dendiğinde ise, uygulama yönünde dünyada farklılıklar olmakla birlikte, reel ekonomi ile finansal sistem arasındaki yakın ilişkinin istikrarlı bir biçimde sürmesi algılanabilir. Finansal sistemdeki istikrarsızlık ekonominin temeline yansır. Bu yansıma reel ekonomi ve giderek sosyal ekonomide önemli sorunlar ortaya çıkarır. Finansal istikrar denildiğinde; *kurumlarda, piyasalarda ve ödeme sistemlerinde istikrardan* bahsetmek gerekir. Bu üç unsur, finansal istikrarın kurulmasında birbirleri ile içsel bağlantıda olduğu gibi, ayrı ayrı da finansal istikrarın temel öğeleridir¹⁸⁴.

Finansal piyasaları oluşturan kurumlara güvenin en üst düzeyde kurulması şarttır. Kurumların da verdikleri sözlere sadık bir biçimde hareket etmeleri esastır. Bu kurumların finansal sağlığı sistemin de sağlıklı olmasını sağlar. Piyasaların istikrarı ise katılımcıların belirli fiyatlarla işlemlerini güvenle yapmaları anlamındadır. Fiyatlar, makroekonomik politikaları ve yapıları yansıtır. Sağlıklı makroekonomik politika uygulamalarında kısa sürede yapısalarda bir değişim olmazsa fiyatlar da değişmez. Fiyatlardaki volatilité ve yüksek enflasyon uzun vadeli sözleşme yapma olanağını zayıflatır. Piyasaların sağlıklı, kurallara bağlı, bu kurallar çerçevesinde serbestçe hareket etmeleri sistemin iyi işlemesine neden olur. Ödeme sistemleri ise, finansal istikrarın can damarıdır. T.C. Merkez Bankasında kurulan ve EFT diye adlandırılan sistemin aylık işlem tutarı halen 30 katrilyon TL., miktarı ise 1 milyar adettir. Sisteme 76 banka ve finansal kurum üyedir. Yıllık işlem tutarı dolar bazında 1 trilyon dolardır. RTGS, yani anında ödemelerin gerçekleşmesini sağlayan bir sistemdir. Ödemelerin de garantisidir.

Dolayısıyla, kurumlar, piyasalar ve ödeme sistemlerinden oluşan finansal istikrarın yanında bir önemli istikrar unsuru da *sistemik risk*dir. Özetle bir kurumda oluşacak "ödeyememe" sorununun diğer kuruma yayılmamasını tanımlayan oluşuma da mani olmak merkez bankalarının görevi olmaktadır. finansal istikrarı sağlamak için yapılması gerekenler şunlardır; davranışları belli bir kurallar dizisine sokmak için *düzenlemeler* yapmak, diğer bir anlatımla finansal istikrarın yasal çerçevesini çizmek, finansal sistem ile ilgili bilgileri almak için *denetim* yapmak, bu düzenlemeler ve denetimler ışığında finansal sistemi korumak için sigorta sistemleri kurmak ve *güvenceler* vermektir.

¹⁸⁴ Gazi Erçel, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", 26 Kasım 1998, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k14.html.

Finansal istikrarın sağlanmasında ödemeler sisteminin etkin işlemesi, kurumların sağlıklı olması ve piyasanın çalışır nitelikte bulunması herşeyden önemlidir. Bütün bunlar oluşabilecek *sistemik bir riskin* de önleyicisidir. Bilgilerin düzenli toplanması, denetimin önleyici olması ve oluşabilecek hasarların önceden sınırlandırılması esastır. Bu konuda alınabilecek en iyi önlemlerden biri, politik etkiden uzak, bağımsız bir kurumun denetimi yapması, bilgileri toplaması, bu bilgileri merkez bankasına anında vermesi ve gerekli yaptırımları yerine getirmesidir¹⁸⁵.

3.4. SİSTEMİK KRİZİN ÖNLENMESİ

Finansal sistemik krizler, mali piyasalarda ortaya çıkan ve oradan ekonomik sisteme yayılan, finansal sistemin çöküşünü ve dolayısıyla bu sistemin ödeme hizmetlerini ve sermaye hareketlerine aracılık işlevini yerine getirememesine neden olan krizleri ifade etmektedir. Sistemik risk ise, finansal sistemik krizin ortaya çıkma olasılığı olup, mali piyasalarda ve mali kurumlarda yaşanan, tüm mali sisteme yayılabilecek ve sonuçta ödeme sistemlerini ve sermaye hareketlerine aracılığı tehlikeye sokacak finansal felaketleri ve tehlikeleri ifade etmektedir. Finansal krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik iki temel yaklaşım, finansal kırılganlık yaklaşımı ve parasalcı yaklaşımdır.

Finansal kırılganlık yaklaşımını savunanlara göre, sistemik risklerin pek çok nedeni vardır. Bunlar genel olarak, iktisadi büyüme dönemlerinde borç yüklerinin artması, şirketler kesiminin ve mali kurumların likiditelerinin azalması ile kurumsal ve mevzuatla ilgili yapıdaki değişikliklerdir. Diğer bir deyişle, makroekonomik ve siyasi değişimler yatırım kararlarının verildiği ortamı iyileştirir. Mevcut iyimserlik, yatırım malları ve nihai ürünlerin fiyatlarının yükselmesine ve borçlanma imkanlarının artmasına neden olur. Yüksek fiyatlar daha sonra finansal yükümlülüklerinin reel değerini azaltır ve kişiler ile kurumlar daha fazla borçlanma eğilimine girerler. Bu döngü, aynı zamanda paranın dönüş hızını da arttırır. Böylece faizler oldukça yüksek noktalara çıkar ve borçlanmış olan kesimler vadesi gelen kısa vadeli borçlarını daha yüksek faizli yeni borçlanmalarla finanse ederler. Finansal kurumlar arasındaki rekabet de bu kurumların daha düşük marjlarla kredi vermesine yol açar. Sonuç olarak belirli şirketler aşırı borçlanmaları nedeniyle likidite sorunu ile karşı karşıya kalırlar. Sorun

¹⁸⁵ Erçel, prg.23.

piyasa katılımcıları tarafından fark edildiğinde ise, herkes elindeki aktifleri likit hale getirmeye başlar ve mali kurumlar da bu arada likidite krizini gördüklerinde kredi vermeyi durdururlar ve tüm bu gelişmeler *sistemik krizle* sonuçlanır.

Parasal yaklaşım ise finansal krizlerin, bazı bankaların mali durumlarının bozulduğunun duyulması üzerine ortaya çıkacak banka paniklerinden kaynaklanacağı tezini ortaya atmaktadır. Mevduat sahiplerinin hesaplarını kapatıp paralarını çekmek için bankaya yönelmesi, olayın büyüklüğüne göre bankaların mudilere ödeme yapamamasına yol açabilecek ve sonuçta bankalar yalnız mudilerin değil şirketler kesiminin de ödemelerini yapamayacak ve böylece olay sistemik krizle sonuçlanacaktır¹⁸⁶.

Finansal krizlerin önceden öngörülmesi için finans sisteminde, krizleri önceden haber verecek bir erken uyarı sisteminin geliştirilmesi gerekmektedir. Bazı iktisatçılar, özellikle makro ekonomik göstergeler arasında dış dünya ile ilgili alanlara ve uluslar arası gelişmelere daha fazla önem verirken, bazı iktisatçılar krizlerin öncü göstergesi olarak kredi riski (kredilerin mevduatlara oranı), kur riski (döviz borçlarının mevduatlara oranı), bankacılık sektörü reel kredi stokundaki artış, fon kullandırmada bankalar arasındaki farklılaşma (munzam karşılıkların mevduatlara oranı), kredilerdeki kamu sektörü payı, bankacılık sektörüne açılan merkez bankası kredileri vb. etmenleri saymaktadır. Bazı iktisatçılar da, finans krizlerinin öncü göstergesi olarak uluslararası finansal koşullardaki değişimin ve özellikle de gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının yükselmesini göstermektedir. Bazı iktisatçılara göre de hızlı resesyona dönemlerin arkasından enflasyonun yeniden yükseliş eğilimi göstermesi, krizin bir diğer öncü göstergesidir¹⁸⁷.

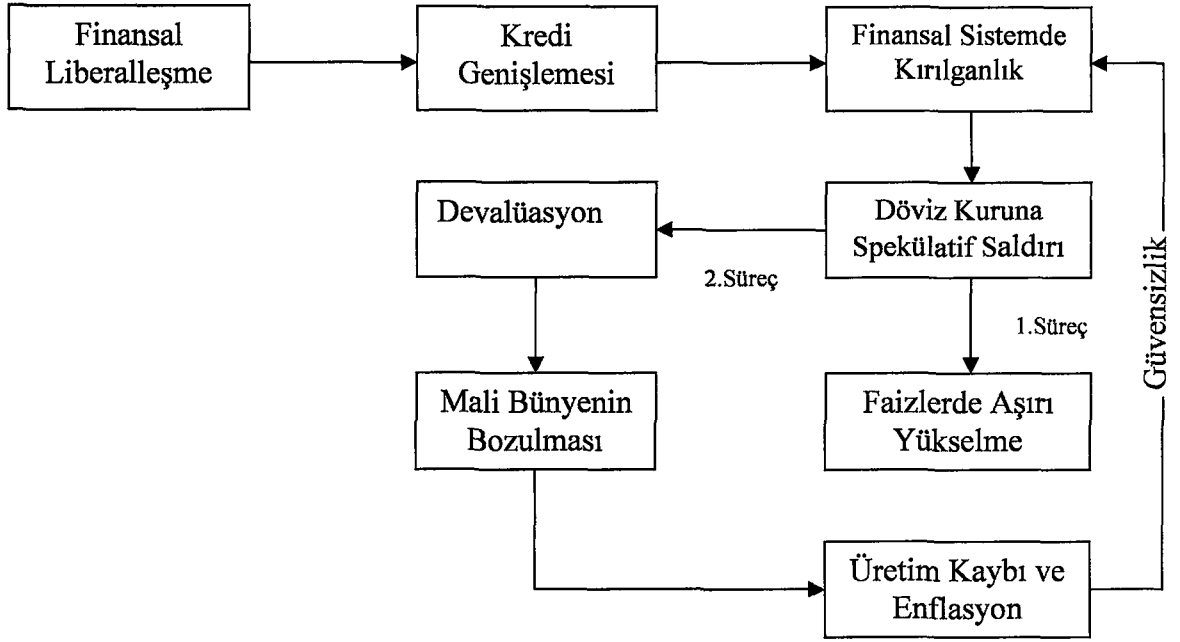
Gelişmekte olan ülkelerde, hemen hemen her zaman sistemik krize dönüşen finansal krizler, finansal liberalizasyon süreçlerinin arkasından oluşmaktadır. Şekilde sistemik krizin işleyişi, kendini sürekli geri besleme ile yeniden üreten bir mekanizma sergilenmektedir¹⁸⁸.

¹⁸⁶ Alp, s.185.

¹⁸⁷ Başoğlu, s.559.

¹⁸⁸ Başoğlu, s.563.

Şekil 1: Sistemik Krizin İşleyişi



Kaynak: Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans Teori Kurum Uygulama*, Bursa: Ekin Yayınları, 2001, s.553.

Kamu otoritelerinin mali piyasaları, mali kurumları ve mali araçları düzenlemekteki en önemli gerekçeleri sistemik riskin bertaraf edilmesi merkezinde yoğunlaşmıştır. Çünkü mali piyasalarda yaşanacak olan krizlerin reel ekonomiye sıçrayacağından ve krizin kendini topyekün hissettireceğinden endişe duyulmuştur. Bir sektörde başlayan iflaslar bir ya da birden çok mali kurumun güç duruma düşmesine hatta iflasına kadar gidecektir. Eğer bu sorunlar, bankacılık ve ödemeler sisteminde krize yol açarsa söz konusu kriz reel ekonomiye de yansıtacak ve sonuçta genel ekonomi, krizin boyutuna göre, oldukça ciddi tahribatlar alacaktır. Genel ekonomi üzerinde çok olumsuz etkiler bırakacak olan sistemik risk, birçok şekilde ortaya çıkabilir. Bunların en çok bilineni, mevduat sahiplerinin belirli bir bankadan ya da bankacılık sisteminden ümidi kesip hesaplarını kapatmak için bankalara koşmasıdır¹⁸⁹.

Krizlerin önlenmesi için öncelikle bu konuda ülkelerin temel politikalarını belirlemesi gerekir. Eğer bir hükümet, sıkı istikrar politikası uygulayacak kadar güçlüyse veya sıkı bütçe disiplinine uyabiliyorsa ve sendikalar fiyat düzeyi istikrarını

¹⁸⁹ Alp, s.186.

gözetiyorlarsa, bu koşullarda bir ülke, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmalıdır. Eğer bu koşullar yerine getirilemiyorsa, sabit döviz kuru politikası başarısızlıkla sonuçlanacaktır. Hatta enflasyon oranıyla dövizin değer kaybetmesi oranında bir farklılık varsa, bu durumda kayan parite sistemi bile yetersiz kalacaktır. Kamu finansmanının sağlam olması, ödemeler dengesinin sürdürülebilir bir konumda olması gerekir.

Finansal krizler, döviz kurundaki volatilitelerle ve sermaye portföyünün sermaye hareketleriyle yakından ilişkili olduğundan, finansal krizlerin önlenmesi için, serbest sermaye portföy hareketlerinin sınırlandırılması önerilir. Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin, sermaye portföyü hareketleri üzerine uluslararası düzeyde bir vergi konulmasını önermektedir. Böylece kısa vadeli sermaye hareketlerinin azaltılması amaçlanmaktadır.

Ulusal düzeyde döviz kontrolleri, farklı konvertibilite tipleri, mal ticaretine göre sermaye akımları için, farklı döviz kurlarının uygulanması ve sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi, çoklu döviz kurları, sermaye portföyleri için karşılık ayrılması gibi yöntemler önerilmektedir. Eğer sermaye hareketleri liberalleştirilirse ve aynı anda bankacılık sektörü sağlıklı bir şekilde düzenlenmemişse, aşırı bir kredi genişlemesi meydana gelecektir. Kurumsal reformların tamamlayıcılığı bağlamında, sermaye hesabının liberalleşmesini, bankacılık sektörünün düzenlenmesi izlemelidir.

Doğru risk primi saptanarak, efektif banka düzenlemesi ve finansal sektörün etkin bir şekilde gözetim altında tutulması gerekmektedir¹⁹⁰.

Menkul kıymetler piyasalarında yaşanan panikler de *sistemik riske* dönüşebilecektir. Hisse senedi fiyatlarında yaşanan düşmeler yatırımcıların bir önceki gün daha da düşeceği korkusuyla ellerindeki hisse senetlerini fiyatlarına bakmadan satmaya çalışmalarına neden olacak ve aşırı satış baskısıyla fiyatlar daha da gerileyecektir. Burada asıl sorun kredili hisse senedi alımı yapmış olanlar da ortaya çıkacaktır. Kredi ile almış oldukları hisse senetleri fiyatlarının altına düştüğünde yatırımcılar almış oldukları kredilerin anapara ve faizlerini ödemede zora düşecek ve geri ödemeleri tahsil edemeyen mali kurumlar iflasla karşı karşıya kalacaktır. Bu tür olayların yaygın olması

¹⁹⁰ Başoğlu, s.562.

halinde tüm mali sistem bundan olumsuz etkilenecek ve sonuçta olay reel sektöre yansiyarak tüm ekonomiyi etkisi altına alacaktır.

Tasarruf sahiplerinin panik içerisinde mevduat hesaplarını kapatmaya yönelmelerinin ve yatırımcıların topyekün hisse senetlerini elden çıkarmaları durumunun dışında da *sistemik riske* dönüşecek olaylar vardır. Örneğin ödemeler sistemi veya takas sisteminde meydana gelen olumsuz gelişmeler de piyasa katılımcılarının paniğe kapılmasına ve daha sonra tüm mali sistem ile oradan da reel sektöre yansiyacak bir krizin başlamasına yol açabilir¹⁹¹.

Sistemik riskler birçok durumda mali kurumların iflas etmesinden ziyade bu kurumların likidite darboğazına girmeleri ve yükümlülüklerini yerine getirmemelerinden kaynaklanmaktadır. Bu gibi durumlarda, merkez bankaları kendi sorumluluklarını öngörülü bir şekilde yerine getirirlerse, gerektiğinde don çare olarak piyasaya likidite sağlarsa *sistemik risk* minimize edilmiş ve hatta ortadan kaldırılmış olur. Merkez bankalarının sistemik risklerin ortaya çıkmaması amacıyla piyasaya likidite sağlamaları işlevi nihai kreditor olarak bilinmektedir. Hem merkez bankalarının son çare olarak piyasaya likidite enjekte etmeleri hem de mevduat sigortası, esas itibariyle, mevduat sahiplerinin paniğe kapılmalarını ve bankalara akın etme olasılığını engelleyecek ve böylece bir finansal krizin başlaması olasılığı zayıflamış olacaktır¹⁹². Mali kurumlar tarafından sistemin suiistimal edilmemesi için, merkez bankalarının hangi durumlarda likidite sağlayacağı konusunun sübjektiflikten uzak, son derece objektif kurallara bağlı olması ve likidite darboğazına giren mali kurumlara kredi kanalları yaratılmasından ziyade piyasadaki genel likidite artırılarak sorunun çözümüne gidilmesi daha rasyonel ve piyasa katılımcıları açısından daha adil olacaktır.

Sistemik riskin minimize edilmesinde rol oynayan en önemli faktörlerden biri de kamuyu aydınlatmayla ilgili düzenlemelerin yapılmış olması ve konu ile ilgili kamu otoritesi ya da bağımsız düzenleyici kurumlar tarafından piyasa katılımcılarının bu yükümlülüğe uymalarının sağlanmasıdır. Gerek mali kurumlarla gerek menkul kıymet ihraç eden şirketlerle ve gerekse günümüzde mali piyasaların en önemli katılımcıları olan kamu yönetimi ve sektörü ile ilgili, finansal işlem kararını etkileyebilecek her türlü

¹⁹¹ Alp, s.187.

¹⁹² Alp, s.188.

bilginin tam, doğru ve zamanında en etkin şekilde kamuoyuna duyurulması aslında sistemik riskin azaltılmasında serbest piyasa mekanizması çerçevesinde alınacak birincil önlemdir¹⁹³.

Uluslararası mali sistemde yer alan bir ülkede yaşanan olumsuz gelişmeler, örneğin bankaların ya da diğer şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirememesi ve alacaklarını tahsil edemeyen diğer kurumların da mali sıkıntı içine girmesi diğer ülke mali piyasalarında da etkisini gösterecek, uluslar arası bir finansal krize dönüşecektir. Uluslararası finansal işlemlerdeki rakamların çok yüksek olması muhtemel risklerin boyutunun da büyük olmasını gündeme getirmektedir. Uluslararası mali sistemde yer almamakla birlikte bu ülkelerle ticari faaliyetleri bulunan ülkeler de olası sistemik risklerden etkilenecektir.

Sistemik risklerin önlenmesi hususundaki tedbirlerden bir diğeri de “likidite desteği” dir. Problemlili bankalar için en çok uygulanan çözüm yollarından birisi de bu bankalara kısa dönemli kredi açılmasıdır. Ancak bir bankanın geçici likidite problemini gidermek amacıyla kredi açılması ile ödeme güçlüğüne düşen bir bankanın kredilendirilmesi arasında önemli bir ayırım bulunmaktadır. Birincisi parasal bir operasyon olup, hükümetin net kaynaklarını etkilemezken, ikincisi hükümet kaynaklarından ödeme güçlüğüne düşen bankaya gizli bir kaynak aktarımını gerektirmekte ve hükümetin net kaynaklarını azaltmaktadır¹⁹⁴.

Şirketler düzeyinde karşılaşılabilen likidite darboğazıyla ülkeler düzeyinde de karşılaşılabilmekte ve sorunu yaşayan ülkelerin ihtiyacı olan geçici fonlara sahip olamaması halinde, şirketler gibi bu ülkeler de borçlarını ödeyemez konuma düşmekte ve olay bu ülkelerin moratoryum ilan etmelerine kadar gitmektedir. Mali kriz içinde bulunan ülkeler, geçici fon darboğazlarını aşamadıkları takdirde ortaya çıkan sonuç, öncelikle kendilerini etkilemekte ancak ikinci derecede gerek bu ülke hazinesine gerekse bu ülke şirketlerine kredi vermiş diğer ülkeler mali kurumlarını etkilemektedir. Mali kurumlar sattıkları fonları vadeleri dolduğunda geri alamadıklarında, bunların

¹⁹³ Alp, s.191.

¹⁹⁴ TBB Araştırma Grubu, *Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar: Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırması*, İstanbul: TBB Yayını, 2001, s. 21.

portföyleri içindeki hacmine göre, fonları tahsil ettikleri kesimlere olan yükümlülüklerini yerine getiremeyecek ve bir ülke de başlayan kriz domino etkisi göstererek diğer ülke mali piyasalarına oradan da ekonomilerine sirayet edecektir. Bu durum bir ülke mali piyasalarında yaşanan krizin ilk dalga sonucudur. İkinci dalga, mali krize girmiş olan ülkeyle ticari ilişki içinde bulunan ülkeler yer alacaktır. Örneğin krizin yaşandığı ülkenin ithalat gücü azalacaktır. Dolayısıyla, bu ülkeye ihracat yapan ülkelerin ihracatları azalacak ve belki de bu durum söz konusu ülkelerin dış ticaret dengelerini bozacak, hatta olayın önemine göre genel ekonomiyi etkileyecektir. Krizin boyutunun büyük olması ve bunun genel ekonomiye yansımaları halinde, söz konusu ülkenin üretim ve dolayısıyla ihracat gücü azalacak ve sonuçta bu ülkeden ithalat yapan hatta kendi üretim gücü yaptığı ithalata bağlı olan ülkeler dış ticaret alanındaki bu gelişmelerden olumsuz olarak etkilenecek ve belki de kendileri kriz riski ile karşı karşıya kalacaktır. Üçüncü dalgada ise, mali krize girmiş olan ülkeyle finansal ve ticari ilişki içinde bulunmaları nedeniyle krizin sirayet etmiş olduğu ülkelerle finansal ve ticari ilişki içinde bulunan, diğer bir deyişle krizin çıktığı ülke ile direkt bir finansal ve ekonomik ilişkisi bulunmayan ama ikinci derecede krizden etkilenmiş olan ülkelerle bu finansal ve ekonomik ilişkisi bulunan ülkeler krizin etkisi altına girmiş olacaktır. Bu noktada, bir ülkede hatta o ülkenin belirli bir sektöründe başlamış olan kriz uluslararası bir boyut kazanmış olacaktır. Bu nedenle sistemde yer alan bütün ülkelerin kaçınılmaz bir şekilde ve en kısa zamanda işbirliğine geçip ulusal bazda olduğu gibi uluslararası bazda da finans ve ticaretin altyapısını, sistemik riskin minimize edilmesi noktasında oluşturmaları gerekmektedir¹⁹⁵.

1996-1999 döneminde faiz dışı açık, kamu kesimi açığının yükselmesinin temel belirleyicisi olmuştur. Faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesi bütçe açıklarının da artmasına neden olmuştur. 1989 yılında 7.6 katrilyon olan konsolide bütçe açıkları 1999 yılında 9 katrilyon Liraya yükselmiştir. Bu durumda, kamunun mali baskınlık ölçüte giderek artmış, 1996-1998 döneminde ortalama %7.6 iken, 1999 yılında %11.6 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, Türkiye’de mali piyasaların derinleştirilememesi borçlanmayı zorlaştırmış ve faiz oranları üzerinde bir baskı oluşturarak faizlerin yükselmesine neden olmuştur.

¹⁹⁵ Alp, s.200.

Dolayısıyla, bütçe açıklarının iç borçlanma yöntemiyle kapatılmasının maliyeti giderek artmış, bu da faiz oranlarını yükseltmiş ve toplam faiz ödemelerinin artmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak, faiz ödemelerinin toplam harcama kalemleri içerisindeki oranı hızla artmış ve faiz ödemelerinin GSMH içindeki payı 1998’de %11.7, 1999 yılında da %13.7 olmuştur. 1999 yılında ise bütçe gelirlerinin %45.2’si faiz ödemelerine gitmiştir. Kamu ve bütçe açıklarının faiz oranları üzerindeki baskısı sistemik riskleri, sürekliliğinde ise, sistemik kriz kanallarının reel boyutunu ortaya çıkarmıştır.

Sistemik kriz kanallarının parasal ve dışsal boyutu ise, para ve kredi taleplerindeki ani dalgalanmalar ve ödemeler bilançosu açığının süreklilik arz etmesidir. Bununla birlikte, döviz kurlarında sürekli dalgalanmalar ve milli paranın piyasa şartlarını yansıtmayan bir kur ile dövize bağlanması sistemik krizlerin nedenlerindedir. Türkiye’de 1996-2000 döneminde, dış ticaretin gelişimine batığımızda, ihracatın yıllık ortalama artış hızı %5.3 seviyesinde iken, aynı dönemde ithalatın artış hızı ortalama %16.6 oranında gerçekleşmiştir. Dış ticaret bilançosunun sürekli açık vermesinin en temel nedenlerinden biri ise, Türkiye’nin ihracat Pazar büyüme oranının giderek düşmesidir.

Göstergeler Cumhuriyet tarihinde hiçbir dönemde kamu açıklarının bu noktaya ulaştığını göstermemektedir. Bunun en güzel ve en çarpıcı örneği ise vergi gelirlerinin faiz giderlerine oranıdır ki, bu orana göre 2000 yılı itibari ile vatandaştan alınan her 10 liranın 6’ sının faize harcandığı gerçeğini gösterir. Devletin yatırım gücünün giderek azaldığı düşüncesi toplumu rahatsız etmektedir. Gelişimin mali, iktisadi ve sosyo-politik kökenleri mevcuttur. Kriz, birden bire ortaya çıkmış bir olgu değildir ve gelecekte de ortadan kaldırılacak gibi görülmemektedir. Göstergeler, siyasi otorite boşluğunun etkisiyle, mali krizin daha uzun yıllar devam edeceğine işaret etmektedir.

BÖLÜM IV

TÜRKİYE EKONOMİSİ'NİN KIRILGANLIĞININ İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: REGRESYON ANALİZİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışma ile, Türkiye'de faaliyet gösteren ve İSO sıralamasına göre 500 Büyük Sanayi İşletmesinin uluslararası ve ulusal düzeyde yaşanan krizlerden, firmaların etkilenme düzeylerinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Finansal sistemin duyarlılığına bağlı olarak, yaşanabilecek krizlere karşı etkilenme düzeyi yani kırılabilirliği yüksek olan firma veya sektörlerin, sistemin kırılabilirliğinden hangi ölçüde ve nelere bağlı olarak etkilendiği incelenmektedir.

4.2. ARAŞTIRMA DEĞİŞKENLERİ VE VERİLER

Bu çalışmada seçilmiş makro ekonomik göstergelerin, 500 Büyük Sanayi İşletmesi'nin Satış Karlılığı, Özsermaye Karlılığı, Aktif Karlılığı ve Aktif Devir Hızı üzerindeki etkileri incelenmektedir.

Satış Karlılığı, firmanın karlılık durumunun değerlendirilmesinde; satışlarla karlardaki gelişmenin karşılaştırılması, sektör ile işin niteliğine uygun bir karlılığa ulaşıp ulaşılmadığını ortaya koyar.

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \text{Brüt Kar} / \text{Net Satışlar}$$

Öz Sermaye karlılığı, ortakların şirkete kaynak olarak bırakmış oldukları fonların bir birimine düşen karlılığı ölçen orandır.

$$\text{Öz sermaye karlılığı} = \text{Vergi Sonrası Kar} / \text{Ortalama öz sermaye}$$

İşletme yönetimindeki başarı derecesi ile karlılık durumunun analizinde önemli bir gösterge olan özsermaye karlılık oranı, şirketlerin kullanımına bırakılmış olan bu fonların getirisinin ölçülmesi bakımından da önem arz etmektedir. Ödenmiş sermayenin dikkate alındığı hisse başına kar rakamından önemli farkı ise ortakların şirkete sağladıkları tüm fonların (özsermaye) dikkate alınmasıdır. Yönetimin başarısını ölçmek için kullanılan bu oranı şirkete ortak olan yatırımcılar, katılımlarının getirisini görmek için de kullanırlar. Bu durumda mali rantabilite oranı olarak da anılan oranın yeterli olup olmadığının saptanması için öz kaynaklarının alternatif kullanım olanaklarının da bilinmesi gerekir.

Aktif karlılığı, şirketlerin ulaşılmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılır. Aktif karlılık, yapılan maddi ve finansal yatırımlar dahil olmak üzere, şirketlerin edinmiş oldukları tüm varlıklarını hangi oranda etkin kullandığını göstermektedir.

$$\text{Aktif Karlılık} = \text{Ortalama Toplam Varlıklar} / \text{Net Satışlar}$$

Aktif karlılık, net kar marjı ile aktif devir hızının bir birleşimidir.

$$\text{Aktif Karlılık} = \text{Net Kar Marjı} * \text{Aktif Devir Hızı}$$

$$\text{Net Kar Marjı} = \text{Net Kar} / \text{Net Satışlar}$$

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Ortalama Toplam Varlıklar}$$

Aktif karlılık, şirketlerin satışlarının karlılık anlamında başarısı ile büyüklükleri nispetindeki satış miktarlarında göstermiş oldukları başarının bir bileşimidir. Net kar faizler indirildikten sonra kalan tutarı ifade ettiği için bir firmanın finansman şekline göre bu oran önemli değişiklikler göstermektedir. Fazla yabancı kaynak kullandığı için ağır faiz yükü altında olan bir firmanın, ağırlıklı olarak kendini öz kaynakları ile finanse eden bir firmaya kıyasla Net Karın Aktif Toplamına oranının daha düşük olması olağandır.

Aktif devir hızı, şirketlerin sahip oldukları varlıklar (toplam aktifler) ile yarattıkları satış hacminin başarısını ölçmekte, işletmenin karlılığını belirlemede önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. Bu oran varlıklara aşırı yatırım yapılıp yapılmadığını, yani şirketlerin aktif büyüklüklerinin gereksiz yere büyütülüp büyütülmediğini göstererek, bir işletmede teknoloji kullanımının veya varlık kullanımının bir ölçüsü olabilir. Aktif toplamı içerisinde duran varlıklar önemli bir yer tutuyorsa, aktif devir hızı düşük çıkar. Bu durum daha çok sermaye yoğun sanayi şirketlerinde karşımıza çıkmaktadır. Buna karşılık ticaret veya finans şirketlerinde olduğu gibi sabit yatırımların daha az olduğu işletmelerde, bu oranın yüksek çıkması doğaldır.

Diğer koşulların aynı kalması kaydıyla devir hızının yüksek olduğu firmaların, karlılık oranları da yüksektir. Sabit yatırımları (duran varlıkları) yüksek, dolayısıyla aktif devir hızları düşük olan işletmelerde (özellikle yeni yatırımları olan şirketlerde), şirketin kar durumu, talebin gelecekteki gelişimine bağlı olduğundan belirsizlik arz eder. Bu nedenle aktif devir hızı bir risk göstergesi olarak da kullanılabilir. Aktif devir hızı düşme eğiliminde olan şirketlerde bu durum, atıl kapasiteden kaynaklanıyor olabilir.

Yapılan regresyon analizinde “makro ekonomik gösterge” olarak;

- Döviz Kuru
- Faiz Oranı
- Gayri Safi Milli Hasıla Oranı
- TEFE Oranı alınmıştır.

Kırılganlık göstergeleri olarak;

- Kısa Vadeli Dış Borçların Merkez Bankası Uluslararası Rezervlerine Oranı,
- İç Borç Faiz Ödemelerinin Toplam Vergi Gelirlerine Oranı,
- İç Borç Faiz Ödemelerinin Net Yeni İç Borçlanmaya Oranı alınmıştır.

Kısa Vadeli Dış Borçların Merkez Bankası Uluslararası Rezervlerine oranı, yapılan kısa vadeli dış borç ödemelerinin, Merkez Bankası'nın sahip olduğu rezervler içindeki payını yorumlamak için kullanılır. Bu oranda yaşanan artış, ekonominin borçlanma düzeyinin giderek arttığı, dolayısıyla yaşanabilecek bir likidite krizinin göstergesi olarak yorumlanabilir. Bu oranı yorumlarken, diğer kriz göstergelerinin de dikkate alınması gerekir. Makro ekonomideki bu değişime bağlı olarak firmalar da, buldukları sektörlere göre farklı ölçülerde bu orandan etkilenmiştir.

İç Borç Faiz Ödemelerinin Toplam Vergi Gelirlerine Oranı, sağlanan vergi gelirlerinin, iç borç faiz ödemelerini ne ölçüde karşılayabildiğinin göstergesidir. Bu oranda artış olması, vergi gelirlerinin giderek faiz ödemelerini karşılayamayacak duruma geldiğini gösterir. Bu artış, borçlanmanın artmasından ya da vergi gelirlerinin azalmasından kaynaklanabilir. Vergi gelirlerindeki azalışın temel nedenlerinden biri, kayıt dışı ekonomidir. Ekonominin sağlıklı bir şekilde kayıt altına alınamaması, bu konuda yeterli denetimin yapılamaması vergi gelirlerinde düşüşe neden olabilir.

İç Borç Faiz Ödemelerinin Net Yeni İç Borçlanmaya Oranı, gerçekleşen borçlanmanın ne kadarının faiz ödemelerine ayrıldığını gösterir. Bu orandaki artış ekonomide verimli alanlara tahsil edilmesi gereken kaynağın yeni borç ödemeleri şeklinde kullanıldığı sonucuna varılmaktadır. Borçlanma yoluyla elde edilen kaynağın yatırımlara yönlendirilmesi gerekirken borç ödemelerine gidişini ifade eden bu orandaki artış, ekonomide bir kısır döngüye neden olur ve borçlanma düzeyi sürekli artar. Özellikle kriz dönemlerinde bu oranda ciddi bir artış görülür.

4.3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Bu çalışmada finansal kırılganlık göstergelerinin, işletmelerin karlılığını ve aktif devir hızını ne ölçüde etkilediğini açıklayabilmek amacıyla regresyon modeli kurulmuştur. Kullanılan regresyon modeli aşağıdaki gibidir;

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 + \beta_6 x_6 + \beta_7 x_7$$

Bağımsız değişken olarak ifade edilen β_i sonuçları ile bu değişkenlerde oluşacak bir birimlik artışın, bağımlı değişken y_i 'ler üzerinde ne kadarlık bir değişime neden olacağı gösterilmektedir. α ise burada sabit değişkeni ifade etmektedir.

$H_0; \rho = 0$ (Finansal kırılganlığın, işletmeler üzerinde etkisi yoktur.)

$H_1; \rho \neq 0$ (Finansal kırılganlığın, işletmeler üzerinde etkisi vardır.)

Bağımsız Değişkenler;

β_1 ; Kısa Vadeli Dış Borçlar / Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri

β_2 ; İç Borç Faiz Ödemeleri / Toplam Vergi Gelirleri

β_3 ; İç Borç Faiz Ödemeleri / Net Yeni İç Borçlanma

β_4 ; Döviz Kuru

β_5 ; Faiz Oranı

β_6 ; Gayri Safi Milli Hasıla Oranı

β_7 ; TEFE Oranı

Modelde bağımlı değişken olarak dört farklı regresyon kurulmuş; finansal sistemin, kırılganlığın bu değişkenler üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Buna göre, Bağımlı Değişkenler şu şekilde sıralanabilir;

y_1 ; Satış Karlılığı

y_2 ; Özsermaye Karlılığı

y_3 ; Aktif Karlılığı

y_4 ; Aktif Devir Hızı

Modelin genel anlamlılık düzeyinin test edilebilmesi için, t istatistikleri ve standart sapmaları incelenmiş, ayrıca modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri açıklayıcılık düzeylerinin belirlenmesi için, R^2 yani *determinasyon katsayıları* incelenmiştir. Bu katsayının sınırları $0 < R^2 < 1$ arasında olup, R^2 1'e doğru yaklaştıkça açıklayıcılık düzeyinin yüksekliğini ifade etmektedir.

4.4. ARAŞTIRMA BULGULARI

Yapılan regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenler üzerindeki etkileri incelenmiş olup; sektörlerin elde edilen regresyon analiz sonuçları şu şekil belirlenmiştir:

4.4.1. Madencilik ve Taşocakçılığı Sektörü

Madencilik ve Taşocakçılığı Sektörü'nde sadece KVDB/MBUR oranı, Özsermaye Karlılığını açıklayabilmektedir. Bunun dışındaki değişkenler, bu sektör için anlamsız çıkmıştır. KVDB/MBUR oranındaki bir artış, özsermaye karlılığında 2,281'lik artışa neden olmaktadır.

Tablo 10: Madencilik ve Taşocakçılığı Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = 1,393 - 0,126x_1 - 0,037 x_2 - 0,115 x_3 + 1,18 x_4 + 0,765 x_5 - 0,378 x_6 - 0,473 x_7$								
t	(0,012)	(-0,798)	(-0,034)	(-0,465)	(0,323)	(1,081)	(-0,153)	(-0,993)
s_h	(116,513)	(0,158)	(1,090)	(0,246)	(0,000)	(0,708)	(2,474)	(0,476)
Özsermaye Karlılığı								
$y = -724,5 + 2,281x_1 + 0,590 x_2 + 0,290 x_3 + 0,0002 x_4 + 4,258 x_5 + 5,070 x_6 - 0,072 x_7$								
t	(-5,309)	(12,334)	(0,462)	(1,006)	(3,803)	(5,136)	(1,750)	(0,131)
s_h	(136,459)	(0,185)	(1,276)	(0,288)	(0,000)	(0,829)	(2,897)	(0,558)
Aktif Karlılığı								
$y = -12,449 - 0,109x_1 + 0,009 x_2 - 0,90 x_3 + 1,43 x_4 + 0,72 x_5 - 0,109x_6 - 0,372 x_7$								
t	(-0,118)	(-0,761)	(0,009)	(-0,406)	(0,431)	(1,124)	(-0,049)	(-0,862)
s_h	(105,517)	(0,143)	(0,987)	(0,223)	(0,000)	(0,641)	(2,240)	(0,431)
Aktif Devir Hızı								
$y = 157,437 - 0,066x_1 + 0,285 x_2 - 0,030 x_3 + 0,000 x_4 - 0,738 x_5 + 0,323x_6 + 0,066 x_7$								
t	(1,577)	(-0,484)	(0,305)	(-0,142)	(-0,527)	(-1,217)	(0,152)	(0,161)
s_h	(99,805)	(0,135)	(0,933)	(0,211)	(0,000)	(0,606)	(2,119)	(0,408)

4.4.2. Gıda, İçki ve Tütün Sektörü

Gıda sektörünün, diğer sektörlerle oranla daha fazla özel şirketten oluşması nedeniyle; makroekonomik değişkenlerin, sektörün finansal oranları üzerindeki etkisi göreceli olarak çok daha fazla olmuştur.

Gıda sektörü, yapısı gereği ve kamunun sektör içindeki payının düşük olması nedeniyle, ekonominin kırılğan yapısından göreceli olarak daha fazla etkilenmektedir. Gıda sektörünün satış karlılığını belirleyen faktörler; Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv Oranı, İç borç Faiz Ödemeleri/Toplam Vergi Gelirleri Oranı, İç Borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma Oranı, döviz kuru, faiz oranı ve GSMH büyüme oranıdır.

- Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,055'lik azalışa, İç borç Faiz Ödemeleri/Toplam Vergi Gelirleri oranındaki bir birimlik artış, satış karlılığında 0,226'lık azalışa, İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranındaki bir birimlik artış, satış karlılığında 0,08'lik artışa, döviz kurundaki bir birimlik artış satış karlılığında 1,13'lük artışa, faiz oranındaki bir birimlik artış, satış karlılığında 0,118'lik artışa, GSMH büyüme oranındaki bir birimlik artış, satış karlılığında 0,247'lik azalışa neden olmaktadır.
- Yine aynı değişkenler, Gıda sektöründeki firmaların özsermaye karlılığını etkilemektedir. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,139'luk azalışa; İç Borç Faiz Ödemeleri/Toplam Vergi Gelirleri oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,948'lik azalışa, İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,311'lik artışa, döviz kurundaki bir birimlik artış özsermaye karlılığında 4,28'lik artışa, faiz oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,523'lük artışa, GSMH büyüme oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 1,216'lık azalışa neden olmaktadır. Sektördeki firmaların aktif karlılığını belirleyen tek faktör ise Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranıdır. Kısa Vadeli Dış

Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, aktif karlılığında 0,025'lik artışa neden olmaktadır.

Tablo 11: Gıda, İçki ve Tütün Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı							
y =	-3,377	- 0,055x ₁	- 0,226 x ₂	- 0,008 x ₃	+ 1,128 x ₄	+ 0,118 x ₅	- 0,247 x ₆ + 0,021 x ₇
t	(-1,234)	(-12,077)	(-6,356)	(9,626)	(9,588)	(5,587)	(-3,516) (1,385)
s _h	(2,736)	(0,005)	(0,36)	(0,008)	(0,000)	(0,021)	(0,070) (0,015)
Özsermaye Karlılığı							
y =	-22,465	- 0,139x ₁	- 0,948 x ₂	+ 0,311 x ₃	+ 4,28 x ₄	+ 0,523 x ₅	- 1,216 x ₆ + 0,124 x ₇
t	(-1,898)	(-7,091)	(-6,154)	(8,611)	(8,408)	(5,727)	(-4,001) (1,912)
s _h	(11,834)	(0,020)	(0,154)	(0,036)	(0,000)	(0,091)	(0,304) (0,065)
Aktif Karlılığı							
y =	34,764	- 0,426x ₁	- 0,259 x ₂	+ 0,182 x ₃	+ 34,76 x ₄	- 0,426 x ₅	- 0,667x ₆ + 0,103 x ₇
t	(0,763)	(-5,658)	(-0,437)	(1,312)	(0,037)	(0,053)	(-0,570) (0,412)
s _h	(45,543)	(0,075)	(0,593)	(0,139)	(0,000)	(0,351)	(1,170) (0,250)
Aktif Devir Hızı							
y =	62,103	+ 0,025x ₁	- 0,169 x ₂	- 0,007 x ₃	+ 1,486 x ₄	+ 0,541 x ₅	+ 0,260x ₆ - 0,076 x ₇
t	(1,303)	(0,311)	(-0,272)	(-0,051)	(0,725)	(1,471)	(0,212) (-0,290)
s _h	(47,671)	(0,079)	(0,620)	(0,145)	(0,000)	(0,368)	(1,225) (0,262)

4.4.3. Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektörü

Dokuma sektörünün, 1990 yılı sonrasında ülke ekonomisinde meydana gelen olumsuz gelişmeler, makroekonomik göstergelerde hızla yaşanan bozulmalar, girdi maliyetlerinin yükselmesinden dolayı rekabet gücü, dolayısıyla ihracat payı düşmüştür. Ancak dokuma sektörü, emek yoğun bir sektör olduğundan ve iş gücü ülkemizde göreceli ucuz olduğundan zaman içinde tekrar rekabet gücü kazanmıştır. Yapılan çalışmada elde edilen verilere göre, dokuma sektöründeki firmaların karlılıklarını ve aktif devir hızını doğrudan etkileyen faktör bulunmamaktadır. Aslında krizden en çabuk ve en çok etkilenen sektörlerden biri olan dokuma sektöründe, kırılmalı göstergelerinin firmaların karlılıklarını ve aktif devir hızını doğrudan etkilemiyor görünmesi, kullanılan şirket verilerinin bir kısmının sağlıklı olmadığı ihtimalini ortaya koymaktadır.

Tablo 12: Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = -15,794 - 0,033x_1 + 0,058 x_2 + 0,06 x_3 - 1,406 x_4 + 0,005 x_5 + 0,481 x_6 + 0,167 x_7$								
t	(-0,867)	(-1,109)	(0,246)	(9,626)	(1,080)	(0,037)	(1,027)	(1,672)
s_h	(18,213)	(0,030)	(0,237)	(0,056)	(0,000)	(0,141)	(0,468)	(0,100)
Özsermaye Karlılığı								
$y = -54,151 - 0,105x_1 - 0,117 x_2 + 0,290 x_3 + 4,787 x_4 + 0,042 x_5 + 0,812 x_6 + 0,624 x_7$								
t	(-0,966)	(-1,133)	(-0,160)	(1,695)	(0,199)	(0,096)	(0,564)	(2,028)
s_h	(56,033)	(0,093)	(0,729)	(0,171)	(0,000)	(0,432)	(1,440)	(0,308)
Aktif Karlılığı								
$y = -15,881 - 0,039x_1 + 0,057 x_2 + 0,063 x_3 - 1,816 x_4 + 0,008 x_5 + 0,520x_6 + 0,179 x_7$								
t	(-0,709)	(-1,046)	(0,197)	(0,928)	(-0,189)	(0,045)	(0,905)	(1,453)
s_h	(22,387)	(0,037)	(0,291)	(0,068)	(0,000)	(0,173)	(0,575)	(0,123)
Aktif Devir Hızı								
$y = 52,977 - 0,034x_1 + 0,164 x_2 + 0,109 x_3 + 9,148 x_4 + 0,84 x_5 + 1,158x_6 + 0,304 x_7$								
t	(1,078)	(-0,425)	(0,256)	(0,728)	(0,043)	(0,222)	(0,918)	(1,125)
s_h	(49,128)	(0,081)	(0,639)	(0,150)	(0,000)	(0,379)	(1,262)	(0,270)

4.4.4. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü

Orman Ürünleri ve Mobilya Sanayinde yapılan analizde sadece aktif devir hızını Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranı etkilemiştir. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,301'lik artışa neden olmaktadır.

Tablo 13: Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı							
y =	8,521	- 0,046x ₁	- 0,121 x ₂	+ 0,073 x ₃	- 1,455 x ₄	+ 0,096 x ₅	- 0,078 x ₆ - 0,056 x ₇
t	(0,573)	(-1,880)	(-0,625)	(1,612)	(-0,023)	(0,840)	(-0,203) (-,681)
s _h	(14,864)	(0,025)	(0,193)	(0,045)	(0,000)	(0,115)	(0,382) (0,082)
Özsermaye Karlılığı							
y =	26,462	- 0,039x ₁	- 0,558 x ₂	+ 0,222 x ₃	+ 3,803 x ₄	+ 0,199 x ₅	- 0,052 x ₆ - 0,062 x ₇
t	(0,543)	(-0,485)	(-0,879)	(1,494)	(0,181)	(0,529)	(-0,042) (-0,233)
s _h	(48,773)	(0,081)	(0,635)	(0,149)	(0,000)	(0,376)	(1,253) (0,268)
Aktif Karlılığı							
y =	15,515	- 0,036x ₁	- 0,255 x ₂	+ 0,076 x ₃	+ 2,701 x ₄	+ 0,164 x ₅	- 0,201x ₆ - 0,108 x ₇
t	(1,047)	(-1,464)	(-1,322)	(1,679)	(0,424)	(1,431)	(-0,529) (-1,321)
s _h	(14,820)	(0,025)	(0,193)	(0,045)	(0,000)	(0,114)	(0,381) (0,081)
Aktif Devir Hızı							
y =	187,557	+ 0,301x ₁	- 0,045 x ₂	- 0,177 x ₃	+ 2,387 x ₄	+ 0,251 x ₅	- 1,047x ₆ - 0,440 x ₇
t	(4,877)	(4,734)	(-2,088)	(-1,509)	(1,443)	(0,846)	(-1,060) (-2,083)
s _h	(38,461)	(0,064)	(0,500)	(0,117)	(0,000)	(0,297)	(0,988) (0,221)

4.4.5. Kağıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım Sektörü

Kağıt, Kağıt Ürünleri ve Basım Sanayinde yapılan analizde; Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,092'lik azalışa, Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, öz sermaye karlılığında 0,217'lik azalışa, Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,334'lük artışa neden olmaktadır.

Tablo 14: Kağıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı							
$y = 17,540 - 0,092x_1 - 0,329 x_2 + 0,093 x_3 + 2,654 x_4 + 0,155 x_5 - 0,045 x_6 - 0,077 x_7$							
t	(1,449)	(-4,592)	(-2,089)	(2,508)	(0,051)	(1,663)	(-1,158)
s _h	(12,103)	(0,020)	(0,157)	(0,037)	(0,000)	(0,093)	(0,311)
Özsermaye Karlılığı							
$y = 69,924 - 0,217x_1 - 1,019 x_2 + 0,107 x_3 + 3,939 x_4 + 0,252 x_5 + 0,606 x_6 - 0,095 x_7$							
t	(2,160)	(-4,063)	(-2,420)	(1,082)	(0,283)	(1,008)	(0,729)
s _h	(32,373)	(0,054)	(0,421)	(0,099)	(0,000)	(0,250)	(1,832)
Aktif Karlılığı							
$y = 22,500 - 0,096x_1 - 0,345 x_2 + 0,062 x_3 + 5,97 x_4 + 0,139 x_5 - 0,197 x_6 - 0,050 x_7$							
t	(1,024)	(-2,652)	(-1,206)	(0,925)	(0,006)	(0,820)	(0,348)
s _h	(21,971)	(0,036)	(0,286)	(0,067)	(0,000)	(0,170)	(0,565)
Aktif Devir Hızı							
$y = 55,735 + 0,334x_1 + 0,361 x_2 - 0,355 x_3 - 3,504 x_4 - 0,097 x_5 + 4,019 x_6 + 0,418 x_7$							
t	(0,929)	(3,364)	(0,462)	(-1,938)	(-1,136)	(-0,209)	(2,607)
s _h	(59,991)	(0,099)	(0,781)	(0,183)	(0,000)	(0,463)	(1,541)

4.4.6. Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Ürünleri

Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Ürünleri Sektörü'nde devletin payı yüksektir. dolayısıyla kriz dönemlerinde bu şirketlerde uygulanan kriz politikası, diğer sektörlerdeki özel şirketlerin uyguladığı politikalardan farklıdır. Onlarda yaşanan hızlı işçi çıkararak maliyetleri düşürme politikası bu sektörde görülmediği söylenebilir. Bu nedenle ekonominin kırılgan yapısının, kimya sektörünü son 10 yılda doğrudan etkilemediği kabul edilebilir.

Tablo 15: Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Ürünleri Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = 17,358 - 0,027x_1 + 0,063 x_2 + 0,0001 x_3 - 6,822 x_4 - 0,087 x_5 - 0,042 x_6 - 0,013 x_7$								
t	(2,168)	(-2,014)	(0,601)	(0,007)	(-1,982)	(-1,401)	(-,203)	(-0,286)
s_h	(8,005)	(0,013)	(0,104)	(0,024)	(0,000)	(0,062)	(0,206)	(0,044)
Özsermaye Karlılığı								
$y = 37,957 - 0,058x_1 + 0,427 x_2 - 0,034 x_3 - 2,393 x_4 - 0,338 x_5 + 1,020 x_6 + 0,237 x_7$								
t	(1,368)	(-1,266)	(1,182)	(-0,402)	(-2,007)	(-1,582)	(1,432)	(1,557)
s_h	(27,737)	(0,046)	(0,361)	(0,085)	(0,000)	(0,214)	(0,713)	(0,152)
Aktif Karlılığı								
$y = 22,235 - 0,044x_1 + 0,192 x_2 - 0,017 x_3 - 1,290 x_4 - 0,117 x_5 + 0,340 x_6 + 0,046 x_7$								
t	(1,042)	(-1,239)	(0,693)	(-0,267)	(-1,406)	(-0,708)	(0,621)	(0,391)
s_h	(21,332)	(0,035)	(0,278)	(0,065)	(0,000)	(0,165)	(0,548)	(0,117)
Aktif Devir Hızı								
$y = 47,597 + 0,305x_1 + 1,457 x_2 - 0,288 x_3 - 2,457 x_4 + 0,175 x_5 + 5,737 x_6 + 0,971 x_7$								
t	(0,599)	(2,324)	(1,409)	(-1,189)	(-0,719)	(0,286)	(2,809)	(2,225)
s_h	(79,491)	(0,131)	(1,034)	(0,243)	(0,000)	(0,613)	(2,042)	(0,437)

4.4.7. Taş ve Toprağa Dayalı Sektör

Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi, kırılmalardan en çok etkilenen sektörlerden biri olmuştur. İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranındaki bir birimlik artış, satış karlılığında 0,006'lık azalışa neden olmaktadır. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,092'lik artışa; İç borç Faiz Ödemeleri/Toplam Vergi Gelirleri oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,481'lik azalışa, İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,217'lik artışa, döviz kurundaki bir birimlik artış özsermaye karlılığında 2,13'lük artışa, faiz oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,231'lik artışa, GSMH büyüme oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,654'lük azalışa, TEFE oranındaki bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,237'lik artışa neden olmaktadır. Bu sektörün aktif karlılığını belirleyen tek faktör İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranıdır. İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranındaki bir birimlik artış, aktif karlılığında 0,08'lik artışa, neden olmaktadır. Aktif devir hızını belirleyen faktörler ise, Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranı ve döviz kurudur. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında

gerçekleşen bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,182'lik artışa, döviz kurunda bir birimlik artış, aktif devir hızında 2,32'lik artışa neden olmaktadır.

Tablo 16: Taş ve Toprağa Dayalı Sektör Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı							
y =	-4,239	- 0,006 x ₁	0,135 x ₂	+ 0,094 x ₃	- 4,239 x ₄	+ 0,112 x ₅	- 0,211 x ₆ + 0,094 x ₇
t	(-0,650)	(-,532)	(-1,589)	(4,723)	(1,996)	(2,226)	(-1,260) (1,510)
s _h	(6,522)	(0,011)	(,085)	(0,020)	(0,000)	(0,050)	(0,168) (0,036)
Özsermaye Karlılığı							
y =	-27,668	+ 0,092x ₁	- 0,481 x ₂	+ 0,217 x ₃	+ 2,128 x ₄	+ 0,231 x ₅	- 0,654 x ₆ + 0,237 x ₇
t	(-7,878)	(15,790)	(-10,534)	(20,290)	(14,091)	(8,527)	(-7,244) (12,270)
s _h	(0,016)	(0,004)	(0,009)	(0,002)	(0,005)	(0,013)	(0,019) (0,007)
Aktif Karlılığı							
y =	-5,639	+ 0,022x ₁	- 0,219 x ₂	+ 0,082 x ₃	+ 9,318 x ₄	+ 0,145 x ₅	- 0,289 x ₆ + 0,043 x ₇
t	(-0,665)	(1,554)	(-1,981)	(3,171)	(2,554)	(2,208)	(-1,327) (0,924)
s _h	(8,485)	(0,014)	(0,110)	(0,026)	(0,000)	(0,065)	(0,218) (0,047)
Aktif Devir Hızı							
y =	58,403	+ 0,182 x ₁	- 0,427 x ₂	+ 0,006 x ₃	2,319 x ₄	+ 0,298 x ₅	- 0,080 x ₆ + 0,008 x ₇
t	(3,513)	(6,625)	(-1,975)	(0,123)	(3,244)	(2,321)	(-0,187) (0,088)
s _h	(16,625)	(0,027)	(0,216)	(0,051)	(0,000)	(0,128)	(0,427) (0,091)

4.4.8. Metal Ana Sanayi

Metal Ana Sanayi'nde Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranı tüm karlılık oranlarını ve aktif devir hızını etkilemiştir. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,081'lik azalışa, GSMH büyüme oranında meydana gelen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,603'lük artışa; Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,820'lik azalışa; Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, aktif karlılığında 0,090'lık azalışa; Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,156'lık artışa neden olmaktadır.

Tablo 17: Metal Ana Sanayi Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = 5,784 - 0,081 x_1 + 0,139 x_2 - 0,009 x_3 - 8,089 x_4 - 0,038 x_5 + 0,603 x_6 + 0,027 x_7$								
t	(0,705)	(-5,965)	(1,304)	(-0,362)	(-2,295)	(-0,601)	(2,861)	(0,610)
s _h	(8,199)	(0,014)	(0,107)	(0,025)	(0,000)	(0,063)	(0,211)	(0,045)
Özsermaye Karlılığı								
$y = 112,279 + 0,820x_1 + 0,593 x_2 - 0,104 x_3 - 5,064 x_4 - 0,257 x_5 + 1,757 x_6 - 0,128 x_7$								
t	(1,396)	(-6,165)	(0,567)	(-0,425)	(-1,464)	(-0,414)	(0,850)	(-0,290)
s _h	(80,420)	(0,133)	(1,046)	(0,245)	(0,000)	(0,620)	(2,066)	(0,442)
Aktif Karlılığı								
$y = 9,276 - 0,090x_1 + 0,096 x_2 - 0,011 x_3 - 6,94 x_4 - 0,035 x_5 + 0,533 x_6 + 0,021 x_7$								
t	(1,014)	(-5,975)	(0,807)	(-0,391)	(-1,765)	(-0,500)	(2,267)	(0,419)
s _h	(9,147)	(0,015)	(0,119)	(0,028)	(0,000)	(0,071)	(0,235)	(0,050)
Aktif Devir Hızı								
$y = 61,659 + 0,156 x_1 - 0,036 x_2 - 0,073 x_3 + 2,242 x_4 + 0,200 x_5 + 0,557 x_6 + 0,059 x_7$								
t	(2,820)	(4,302)	(-0,126)	(-1,091)	(2,385)	(1,183)	(0,992)	(0,492)
s _h	(21,868)	(0,036)	(0,285)	(0,067)	(0,000)	(0,169)	(0,562)	(0,120)

4.4.9. Metal Eşya, Makine ve Teçhizat ile Mesleki Aletler Sektörü

Metal Eşya Sanayinde, analiz sonucunda; satış karlılığı üzerinde etkisi olan tek faktör GSMH büyüme hızıdır. GSMH büyüme hızında meydana gelen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,527'lik artışa; aktif karlılığında ise 0,687'lik artışa neden olmaktadır. Aktif devir hızını belirleyen faktörler ise, Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranı, İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranı, faiz oranı ve TEFE oranıdır. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,07'lik artışa, İç borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma oranındaki bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,168'lik azalışa, faiz oranındaki bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,344'lük artışa, TEFE oranındaki bir birimlik artış, aktif devir hızında 0,299'lük azalışa neden olmaktadır.

Tablo 18: Metal Eşya, Makine ve Teçhizat ile Mesleki Aletler Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı							
$y = 6,516 - 0,023 x_1 + 0,102 x_2 - 0,011 x_3 - 5,160 x_4 - 0,031 x_5 + 0,527 x_6 + 0,044 x_7$							
t (0,957)	(-2,071)	(1,147)	(-0,530)	(-1,762)	(-0,592)	(3,013)	(1,169)
s_h (6,811)	(0,011)	(0,089)	(0,021)	(0,000)	(0,053)	(0,175)	(0,037)
Özsermaye Karlılığı							
$y = 16,381 + 0,037x_1 + 0,142 x_2 - 0,050 x_3 - 7,265 x_4 + 0,026 x_5 + 1,658 x_6 + 0,114 x_7$							
t (0,464)	(0,632)	(0,308)	(-0,460)	(-0,479)	(0,095)	(1,828)	(0,587)
s_h (35,307)	(0,058)	(0,459)	(0,108)	(0,000)	(0,272)	(0,907)	(0,194)
Aktif Karlılığı							
$y = 11,871 - 0,028x_1 + 0,106 x_2 - 0,035 x_3 - 6,80 x_4 - 0,004 x_5 + 0,687 x_6 + 0,023 x_7$							
t (1,719)	(-2,438)	(1,181)	(-1,677)	(-2,290)	(-0,081)	(3,871)	(0,605)
s_h (6,906)	(0,011)	(0,090)	(0,021)	(0,000)	(0,053)	(0,177)	(0,038)
Aktif Devir Hızı							
$y = 143,147 + 0,070 x_1 - 0,035 x_2 - 0,168 x_3 - 7,36 x_4 + 0,344 x_5 + 0,097 x_6 - 0,299 x_7$							
t (10,393)	(3,089)	(-0,196)	(-4,003)	(-1,243)	(3,239)	(0,273)	(-3,953)
s_h (13,774)	(0,023)	(0,179)	(0,042)	(0,000)	(0,106)	(0,354)	(0,076)

4.4.9. Otomotiv Sektörü

Otomobil Sanayi de kırılmalardan oldukça etkilenen sektörlerdendir. Bu sektörde satış karlılığını GSMH ve TEFE oranları belirlemektedir. GSMH büyüme hızında meydana gelen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,520'lik artışa; TEFE oranında meydana gelen bir birimlik artış, satış karlılığında 0,121'lik artışa neden olmaktadır. Özsermaye karlılığını belirleyen tek faktör ise, Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranıdır. Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezerv oranında gerçekleşen bir birimlik artış, özsermaye karlılığında 0,460'lik artışa neden olmaktadır.

Tablo 19: Otomotiv Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = 6,090 + 0,010 x_1 + 0,023 x_2 - 0,013 x_3 - 5,535 x_4 - 0,061 x_5 + 0,520 x_6 + 0,121 x_7$								
t	(0,988)	(0,991)	(0,289)	(-0,702)	(-2,088)	(-1,289)	(3,281)	(3,568)
s _h	(6,165)	(0,010)	(0,080)	(0,019)	(0,000)	(0,048)	(0,158)	(0,034)
Özsermaye Karlılığı								
$y = -3,019 + 0,460 x_1 - 0,156 x_2 - 0,203 x_3 + 1,45 x_4 - 0,094 x_5 + 2,095 x_6 + 0,307 x_7$								
t	(-0,100)	(9,223)	(-0,397)	(-2,210)	(0,112)	(-0,404)	(2,704)	(1,851)
s _h	(30,152)	(0,050)	(0,392)	(0,092)	(0,000)	(0,233)	(0,775)	(0,166)
Aktif Karlılığı								
$y = 6,851 + 0,062x_1 + 0,096 x_2 - 0,069 x_3 - 8,63 x_4 - 0,098 x_5 + 1,010 x_6 + 0,150 x_7$								
t	(2,326)	(12,642)	(2,511)	(-7,657)	(-6,813)	(-4,322)	(13,346)	(9,272)
s _h	(2,946)	(0,005)	(0,038)	(0,009)	(0,000)	(0,023)	(0,076)	(0,016)
Aktif Devir Hızı								
$y = 142,468 + 0,299 x_1 + 0,404 x_2 - 0,330 x_3 - 2,597 x_4 - 0,333 x_5 + 2,606 x_6 - 0,011 x_7$								
t	(5,293)	(6,712)	(1,152)	(-4,017)	(-2,244)	(-1,605)	(3,768)	(-0,076)
s _h	(26,917)	(0,045)	(0,350)	(0,082)	(0,000)	(0,208)	(0,692)	(0,148)

4.4.10. Diğer İmalat Sektörü

Diğer İmalat Sektörü incelendiğinde kuyumculuk alanında faaliyet gösteren üç firma göze çarpmaktadır. Kriz dönemlerinde altın fiyatlarında yaşanan yükselme, firmaların girdi fiyatlarını, dolayısıyla maliyetlerini artırır. Bu dönemlerde tasarruflarını değerlendirecek olanlar dövizin ve banka mevduatının riskinden uzaklaşmak için altına yatırım yaparlar. Ancak kısa bir süre sonra elde edilen gelirin düşmesi nedeniyle bu sektörde de daralmalar yaşanır. Bu çalışmada kırılma göstergelerinin, firmaların karlılığını ve aktif devir hızını açıklayamamasının nedeni, bu firmaların sadece son üç yılda İSO sıralamasında ilk 500'e girmesidir. Dolayısıyla sektöre ait verilerin yetersiz olması, çalışmanın bu sektör için olumsuz sonuç vermesine neden olmuştur.

Tablo 20: Diğer İmalat Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = 6,812 + 0,012 x_1 + 0,173 x_2 - 0,019 x_3 - 5,792 x_4 - 0,096 x_5 - 0,021 x_6 - 0,025 x_7$								
t	(1,282)	(1,348)	(2,501)	(-1,148)	(-2,534)	(-2,338)	(-0,156)	(-0,866)
s _h	(5,315)	(0,009)	(0,069)	(0,016)	(0,000)	(0,041)	(0,137)	(0,029)
Özsermaye Karlılığı								
$y = 31,536 + 0,081 x_1 + 0,455 x_2 + 0,018 x_3 - 1,215 x_4 - 0,308 x_5 - 1,506 x_6 - 0,132 x_7$								
t	(0,589)	(0,919)	(0,652)	(0,109)	(-0,527)	(-0,744)	(-1,094)	(-0,450)
s _h	(53,578)	(0,089)	(0,697)	(0,163)	(0,000)	(0,413)	(1,377)	(0,294)
Aktif Karlılığı								
$y = 41,094 + 0,032x_1 - 0,074 x_2 - 0,024 x_3 + 3,46 x_4 - 0,140 x_5 - 1,262 x_6 - 0,154 x_7$								
t	(2,035)	(0,949)	(-0,280)	(-0,394)	(-0,040)	(-0,901)	(-2,433)	(-1,392)
s _h	(20,193)	(0,033)	(0,263)	(0,062)	(0,000)	(0,156)	(0,519)	(0,111)
Aktif Devir Hızı								
$y = 61,595 - 0,033 x_1 + 3,633 x_2 + 1,062 x_3 - 0,0002 x_4 + 0,640 x_5 - 4,800 x_6 - 0,828 x_7$								
t	(0,117)	(-0,038)	(0,529)	(0,659)	(-0,707)	(0,157)	(-0,354)	(-0,285)
s _h	(528,281)	(0,873)	(6,874)	(1,612)	(0,000)	(4,076)	(13,573)	(2,902)

4.4.11. Elektrik Sektörü

Elektrik sektörü de kimya sektöründe olduğu gibi bünyesinde kamu ağırlığı olan sektörlerdendir. Aslında firmalar içinde sadece tek kamu şirketi olan EÜAŞ Elektrik Üretim Anonim Şirketi, satışları itibariyle sektördeki diğer firmaların toplam satışlarının iki katını aşmaktadır. Bu da, sektörde kamunun ağırlığını görmek açısından dikkate değerdir. Dolayısıyla ekonominin kırılganlığının bu sektörü etkilemesinin, diğer sektörlerle göre daha zor olacağı söylenebilir.

Tablo 21: Elektrik Sektörü Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hatası

Satış Karlılığı								
$y = -11,728 - 0,125 x_1 - 0,515 x_2 + 0,299 x_3 + 1,130 x_4 - 0,065 x_5 + 0,110 x_6 + 0,163 x_7$								
t	(-0,220)	(-1,422)	(-0,741)	(1,837)	(0,493)	(0,159)	(0,080)	(0,558)
s _h	(53,355)	(0,088)	(0,694)	(0,163)	(0,000)	(0,412)	(1,371)	(0,293)
Özsermaye Karlılığı								
$y = 28,951 - 0,381 x_1 - 1,737 x_2 + 0,818 x_3 + 2,07 x_4 - 0,189 x_5 - 1,078 x_6 + 0,405 x_7$								
t	(0,307)	(-2,439)	(-1,413)	(2,840)	(0,510)	(-0,259)	(-0,444)	(0,781)
s _h	(94,420)	(0,156)	(1,229)	(0,288)	(0,000)	(0,728)	(2,426)	(0,519)
Aktif Karlılığı								
$y = -13,271 - 0,058x_1 - 0,296 x_2 + 0,174 x_3 + 9,136 x_4 + 0,049 x_5 - 0,228 x_6 + 0,152 x_7$								
t	(-0,767)	(-2,033)	(-1,315)	(3,305)	(1,229)	(0,371)	(-0,513)	(1,602)
s _h	(17,291)	(0,029)	(0,225)	(0,053)	(0,000)	(0,133)	(0,444)	(0,095)
Aktif Devir Hızı								
$y = 19,855 - 0,086 x_1 - 0,842 x_2 + 0,409 x_3 + 2,512 x_4 - 0,123 x_5 - 1,647 x_6 + 0,518 x_7$								
t	(0,226)	(-0,590)	(-0,736)	(1,524)	(0,664)	(-0,182)	(-0,729)	(1,073)
s _h	(87,921)	(0,145)	(1,144)	(1,612)	(0,000)	(0,678)	(2,259)	(0,483)

Tablo 22: Sektörlere Göre, Kırılganlık Göstergelerinin, Reel Sektör Finansal Göstergeleri Üzerindeki Etkileri

		BAĞIMLI DEĞİŞKENLER			
		Satış Karlılığı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Aktif Devir Hızı
SEKTÖRLER	Maden S.	-	KVDB/MBUR	-	-
	Gıda S.	KVDB/MBUR İBFÖ/TVG İBFÖ/NYİB DÖVİZKURU FAİZ ORANI GSMH	KVDB/MBUR İBFÖ/TVG İBFÖ/NYİB DÖVİZKURU FAİZ ORANI GSMH	KVDB/MBUR	-
	Dokuma S.	-	-	-	-
	Orman S.	-	-	-	KVDB/MBUR
	Kağıt S.	KVDB/MBUR	KVDB/MBUR	-	KVDB/MBUR
	Kimya S.	-	-	-	-
	Taş ve Top. S.	İBFÖ/NYİB	KVDB/MBUR İBFÖ/TVG İBFÖ/NYİB DÖVİZKURU FAİZ ORANI GSMH TEFE	İBFÖ/NYİB	KVDB/MBUR DÖVİZKURU
	Metal Ana S.	KVDB/MBUR GSMH	KVDB/MBUR	KVDB/MBUR	KVDB/MBUR
	Metal Eşya S.	GSMH	-	GSMH	KVDB/MBUR İBFÖ/NYİB FAİZ ORANI TEFE
	Otomotiv S.	GSMH TEFE	KVDB/MBUR	KVDB/MBUR İBFÖ/NYİB DÖVİZKURU FAİZ ORANI GSMH TEFE	KVDB/MBUR İBFÖ/NYİB GSMH
	Diğer İmalat S.	-	-	-	-
	Elektrik S.	-	-	İBFÖ/NYİB	-

KVDB/MBUR :Kısa Vadeli Dış Borçlar/Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri

İBFÖ/TVG : İç Borç Faiz Ödemeleri/Toplam Vergi Gelirleri

İBFÖ/NYİB : İç Borç Faiz Ödemeleri/Net Yeni İç Borçlanma

Aşağıdaki tabloda sektörlere göre, belirlenen bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklayıcılık düzeyi (R^2) görülmektedir. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, oranların yüksek olması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki açıklayıcılık derecesinin yüksek olduğuna dikkat çekmektedir.

Elde edilen oranların hemen hemen tümü %100'e yakın düzeyde açıklayıcılık düzeyine sahiptir. Gıda sektöründe bağımsız değişkenlerin satış karlılığını ve özsermaye karlılığını açıklayıcılık düzeyi %99'u bulmakta; otomotiv sektöründe ise özsermaye ve aktif karlılığını açıklama derecesi %99'u aşmaktadır. Burada açıklayıcılık düzeyi en düşük olan sektör ise diğer imalat sanayidir. Diğer imalat sanayi, son üç yıl içinde İSO sıralamasına göre ilk 500 şirket arasına girmiştir. Bu nedenle diğer sektörler oranlara bu sektörde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklayabilme derecesi düşük çıkmıştır.

Tablo 23: Sektörlere Göre Determinasyon Katsayısı (R²)

	SATIŞ KARLILIĞI	ÖZSERMAYE KARLILIĞI	AKTİF KARLILIĞI	AKTİF DEVİR HIZI
Maden S.	0,889	0,997	0,903	0,828
Gıda S.	0,995	0,993	0,959	0,768
Dokuma S.	0,867	0,915	0,842	0,764
Orman S:	0,886	0,915	0,938	0,969
Kağıt S.	0,979	0,979	0,943	0,94
Kimya S.	0,855	0,827	0,721	0,943
Taş ve Top. S.	0,977	0,999	0,974	0,983
Metal Ana S.	0,978	0,974	0,975	0,936
Metal Eşya S:	0,948	0,901	0,977	0,983
Otomotiv S.	0,985	0,991	0,999	0,986
Diğer İmalat S.	0,968	0,89	0,951	0,443
Elektrik S.	0,846	0,929	0,943	0,858

4.5. DEĞERLENDİRME

2000 yılından bu yana kamu harcanabilir gelirin neredeyse tamamına ulaşan *iç borç faiz ödemeleri* yükünün faiz dışındaki harcamalardaki kısıntılarla azaltılamayacağı, 2000 ve sonrasının bütçe uygulaması sonucunda gözlenmiştir. 2002 ve 2003'de konsolide bütçe faiz dışı dengesinde elde edilen fazlaya rağmen, kamu kesiminin borç stoku artarak devam etmiş ve 2003'de toplam iç borçlar 195 katrilyon, kamu kesimi dış borçları ise 70.3 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. 2002'yle karşılaştırıldığında, iç borç stokunun; 149.9 katrilyon TL, dış borç stokunun ise 63.9 milyar dolar olduğunu

görmekteyiz. Dolayısıyla makro ekonomik hedefler arasında en ön sırada bulunan faiz dışı fazla hedefinin 2002 ve 2003 programlarında tutturulabilmiş olması, kamu kesiminde arzulanan dengenin sağlanmasında yeterli olmamıştır. Faiz harcamalar, vergi gelirlerinin 2001'de, % 103.3'üne, 2002'de ise % 77.1'ine ulaşmıştır. Faiz harcama hedeflerinin, vergi geliri hedefinin 2000 yılında %88.1'ine, 2001'de de %109 üstünde saptanmıştır. 2004 yılında da faiz harcamaları hedefinin, vergi geliri hedefinin %66'sına ulaşacağı öngörülmektedir. Türkiye 1990'lar boyunca vergi gelirlerinin giderek artan bölümünü faiz ödemelerine ayırmayı hedeflemiştir. Her bütçe dönemi sonunda faiz ödemelerinin, vergi gelirlerinin daha yüksek bir bölümünü erittiğini gözlemelerine karşın bütün hükümetler, faiz harcamaları üzerine herhangi bir operasyona gitme cesaretini gösterememiş ve bir sonraki sene toplamayı hedefledikleri vergi gelirlerinin, faiz harcamaları tarafından el konulmasına seyirci kalmışlardır. Dolayısıyla, yeni Niyet Mektubu'nda somutlaşan 2000'li yılların devlet bütçeleri, iç borçların döndürülmesi sorununu faiz dışı fazlalar ile çözüme yönündeki ısrarlı tutumunu sürdürürken, faiz harcaması programının da kamu harcanabilir geliri üzerindeki yükünü azaltma yönünde hiç bir gerçekçi tedbir önermemektedir. Böylece, 21.yüzyılın devlet bütçeleri artık sosyal altyapı, sağlık, eğitim, güvenlik gibi devletin ana görevleri arasında sayılan hizmetleri icra etmek konusunda son derece kısıtlandırılmış durumdadır. Böylesi bir koşullandırmanın, Türkiye'nin gelecek nesillere büyük yükler getireceği ve ülkemizin iktisadi/sosyal hizmetlerini gerileteceği açıktır.

Net yeni iç borçlanmanın, iç borç stokuna oranı ise Türk maliyesinin hızla borçlanmaya itildiğini açıkça vurgulamaktadır. Hazine, 1995'den bu yana –tek istisnası 2000 ve 2002 yılları olmak üzere- her sene tüm borç stokunun en az yarısı kadar yeniden net olarak borçlanmaktadır. 2001 yılının net yeni iç borçlanması, birikmiş borç stokuna %70 ilave yük getirmiştir. Bu rakamların yorumu son derece açıktır: devlet bütçesi yatırım ve büyüme için değil, bir gelir transferi aracı olarak kullanılmaktadır. Başka bir ifadeyle, devlet bütçesinin sosyal altyapı ve ekonomik büyümeyi sağlaması gerekirken, finans piyasalarına kaynak transferini yeniden düzenleme aracı haline dönüşmüş durumdadır.

Modelde tüm sektörler incelendiğinde bağımlı değişkenleri en iyi açıklayan değişkenin Kısa Vadeli Dış Borçların Merkez Bankası Uluslararası Rezervlere Oranı olduğu görülmektedir.

Tablo 24: Bağımlı Değişkenler İçin Anlamli Olan Bağımsız Değişkenler

	Satış Karlılığı	Özsermaye Karlılığı	Aktif Karlılığı	Aktif Devir Hızı
Bağımsız Değişkenler	KVDB/MBUR	-	KVDB/MBUR	-

Tablo 25: Tüm Sektörler İçin Regresyon Denklemi, t İstatistiği ve Standart Hata

Satış Karlılığı								
$y = 6,299 - 0,055 x_1 - 0,1009 x_2 + 0,047 x_3 + 9,723 x_4 + 0,085 x_5 + 0,003 x_6 - 0,015 x_7$								
t	(0,553)	(-2,846)	(-0,687)	(1,341)	(0,200)	(0,053)	(0,010)	(-0,239)
s _h	(11,399)	(0,019)	(0,147)	(0,035)	(4,856)	(0,089)	(0,295)	(0,063)
Özsermaye Karlılığı								
$y = -8,839 - 0,073 x_1 - 0,365 x_2 + 0,149 x_3 + 9,39 x_4 + 0,211 x_5 + 0,169 x_6 + 0,081 x_7$								
t	(-0,142)	(0,695)	(-0,456)	(0,788)	(0,355)	(0,436)	(0,105)	(0,233)
s _h	(62,066)	(0,105)	(0,800)	(0,189)	(2,64)	(0,484)	(1,605)	(0,345)
Aktif Karlılığı								
$y = 14,442 - 0,078x_1 - 0,082 x_2 + 0,031 x_3 - 9,898 x_4 + 0,047 x_5 + 0,005 x_6 - 0,002 x_7$								
t	(0,915)	(-2,930)	(-0,403)	(0,639)	(-0,147)	(0,378)	(0,012)	(-0,020)
s _h	(15,775)	(0,027)	(0,203)	(0,048)	(6,72)	(0,123)	(0,408)	(0,088)
Aktif Devir Hızı								
$y = 102,515 + 0,0774 x_1 + 0,566 x_2 - 0,075 x_3 - 2,079 x_4 - 0,269 x_5 + 1,801 x_6 - 0,218 x_7$								
t	(1,123)	(0,503)	(0,481)	(-0,270)	(-0,534)	(0,378)	(0,763)	(0,428)
s _h	(91,299)	(0,154)	(1,177)	(0,277)	(3,889)	(0,712)	(2,362)	(0,508)

Maden ve Taşocakçılığı Sektöründe 2001 yılına gelene kadar özsermaye karlılık oranında düşüş yaşanmıştır. 2001 yılından ekonomik göstergelerde yaşanan iyileşme, maden sektöründe de kendini göstermektedir. Maden sektörü, firma sayısına bakıldığında özel sektör ağırlıklı görünse de, firmaların büyüklüğü, çıktı ve ihracat tutarı dikkate alındığında kamunun ağırlığı görülmektedir. 2001 yılı öncesinde bu sektörde kapasite kullanım oranının çok düşük olması ve özellikle kamu kesiminde aşırı istihdam, maliyetlerde artışa, verimlilikte düşüğe neden olmuştur. Bu durumda da karlılık oranının düşmesi kaçınılmaz olmuştur. Ancak 2001 yılı itibariyle kamu kesiminde gerçekleşen reformların etkisiyle, bu sektörde de kapasite kullanım oranı artırılmış, aşırı istihdamın engellenmesi için önlemler alınmıştır. Kısa Vadeli Dış Borçlar/ Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri Oranı yıllar itibariyle incelendiğinde,

düşüş eğiliminde olduğu göze çarpmaktadır. Ancak 1998 ve 2000 yıllarında borçlanmada artışlar yaşanmıştır. Bu da krizlerin temel göstergelerinden olmuştur. Maden sektörünün, ağırlıklı olarak kamu şirketlerinden oluşması nedeniyle, makroekonomik değişkenler bu sektördeki firmaları diğer sektörlerle oranla daha az ölçüde etkilemiştir. Kamunun istihdam, ücret ve üretim konusunda özel sektöre göre daha az esnek olması da buna neden olarak gösterilebilir.

Gıda, İçki ve Tütün Sektörü'nde satış, özsermaye ve aktif karlılığı, kriz yılları dışında artış göstermiştir. Aktif devir hızı ise, sektörün yapısı gereği sabit sermaye yatırımları daha düşük olduğundan, diğer sektörlerle kıyaslandığında yüksek çıkmıştır. Ayrıca 1999 yılında düşüş eğilimine giren aktif devir hızı, krizin etkilerinin ortadan kalkmaya başlaması ve talebin canlanmasıyla tekrar yükselişe geçmiştir. Gıda sektörü belirtilen sektörler içinde ekonomik gelişmelerden en çok etkilenen sektörlerdendir. KVDB/MBUR, İBFÖ/TVG ve GSMH oranlarındaki artışlar, bu sektördeki şirketlerin satış ve özsermaye karlılıklarını negatif yönde, İBFÖ/NYİB, Döviz Kuru, Faiz Oranı'ndaki artışlar ise pozitif yönde etkilemiştir. GSMH'da meydana gelen artışın aslında karlılığı arttırması beklenir. Ancak ülkemizde enflasyonla birlikte gelişen kontrolsüz büyüme, ülkede fiyat artışlarına neden olmuş, zamanla talebin düşmesine neden olmuştur. Ayrıca ülkede hakim olan belirsizlik de bu alanda yapılması planlanan yatırımların ertelenmesine neden olmuştur. Döviz kurundaki artış, ihracatın artmasında etkili olmuştur. dolayısıyla bu durum şirketlerin karlılığının artmasında etkili olmuştur.

Dokuma, Giyim Eşyası, Deri ve Ayakkabı Sektörü, finansal yapının kırılganlığından en çok etkilenen sektörlerdendir. Emek yoğun bir sektör olduğu için kriz dönemlerinde firmalar genellikle ya toplu olarak işçileri çıkarma eğilimine girer ya da ücret seviyelerini aşağılara çekerler. Bu durum ülke içinde talebin azalmasına neden olabilmekte, dolayısıyla firmaların üretim kapasitesi ve verimliliği düşmektedir. 1998 yılına gelene kadar dokuma sektöründe karlılık oranları artış göstermiş, ardından krizin belirtilerinin ortaya çıkmasıyla bu sektör de çözümler başlamıştır. Kriz dönemlerinde iflas eden firmalar içinde dokuma sektöründekilerin oranı göreceli olarak fazladır.

Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü'nde karlılığı ve aktif devir hızını, sadece belirlenen değişkenlerle açıklamak mümkün değildir. Geçmiş yıllarda daha çok iç piyasada faaliyet gösteren bu sektördeki firmalar, son yıllarda dışarıya da açılmış; böylece ülke

dışındaki yaşanan gelişmelerden de etkilenir duruma gelmiştir. Özsermaye karlılık oranında sürekli düşüş yaşanmıştır. Özellikle 2001 yılında bu sektörde bütün karlılık oranlarında ciddi düşüşler yaşanmış ancak göstergeler 2002 yılında toparlanmaya başlamıştır.

Kağıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım Sektörü'nde karlılığı ve aktif devir hızını belirleyen faktör, KVDB/MBUR oranıdır. Kriz dönemlerinde bu sektörde de ciddi düşüşler yaşanmıştır. Kağıt sektörü, daha çok iç piyasaya dönük bir sektör olduğundan krizin etkileri bu sektörde kendini çok daha fazla göstermiştir. Özellikle 2001 yılında sektör genelinde firmaların çoğunun zarar ettiği görülmektedir.

Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Sektörü, firma sayısı olarak özel sektör ağırlıklı görünse de firma ölçeği dikkate alındığında kamunun payının büyük olduğu bir sektördür. Ülke dışı faktörler, bu sektör üzerinde çok etkilidir. Çünkü girdi olarak ağırlıklı ithal hammadde kullanılırken çıktının büyük bir bölümü de ihraç edilmektedir. Dolayısıyla global düzeyde yaşanan bir kriz ya da savaş olasılığı öncelikle petrol fiyatlarına yansır. Bu da girdi fiyatlarını yükselttiğinden maliyetleri yükseltir. Bütün bu nedenlerden dolayı, kimya sektöründe yaşanan gelişmeleri sadece belirlenen değişkenlerle açıklamak mümkün değildir. Uluslar arası boyutta da ekonomik ya da siyasi alanda yaşanan bir değişim etkisini önce petrol fiyatlarında gösterir. Dolayısıyla bu ilişkiyi belirleyen faktörler tümüyle nicel değildir. Kimya sektörü, sabit sermaye yatırımları yüksek olmasına rağmen aktif devir hızı, yıllar itibariyle artış gözlenmiştir. Burada istikrar programlarında alınan reform kararlarıyla yapılan düzenlemelerin etkisi kendini göstermektedir.

Taş ve Toprağa Dayalı Sektör, inşaat sektörüne girdi sağlayan sektörlerin başında gelir. İnşaat sektörü de krizler de lokomotif sektör olduğundan, kriz göstergeleri oluştuğunda Taş ve Toprağa Dayalı Sektör'de etkilerini göstermeye başlar. Önceki yıllarda bu alanda kamu sektörü ön sıralardayken son yıllarda porselen sektörünün de gelişmesi ve dünyaya açılmasıyla özel sektör bu alanda öne çıkmıştır. Dolayısıyla ihracat desteğiyle sektördeki kırılganlık azalmaya başlamıştır.

Metal Ana Sektörü de Taş ve Toprağa Dayalı Sektör gibi inşaat sektörüne girdi sağlayan sektörlerdir. Dolayısıyla Taş ve Toprağa Dayalı Sektör'deki kriz göstergeleri ile ilgili

bahsedilenlerin hepsi bu sektör için de geçerlidir. Ayrıca kriz dönemlerinde en çok etkilenen sektör olarak ifade edilebilir. Çünkü bu dönemlerde diğer sektörlerin göstergelerinde düşüş yaşanırken metal ana sektöründe göstergeler düşmekle kalmamış negatife inmiştir.

Metal Eşya, Makine, Teçhizat ve Mesleki Aletler Sektörü, ağırlıklı olarak özel şirketlerden oluşurken, sektörü oluşturan firmaların büyük çoğunluğu Türkiye'nin en büyük kuruluşlarından. Metal eşya sektörünün canlanması, milli gelir artışıyla doğrudan ilgilidir. Milli gelirin artışıyla birlikte talep canlanacağından sektörde iyileşme gözlenmektedir. Kriz dönemlerinde ise enflasyonun, fiyatlar genel seviyesinin artışı, bununla beraber istihdam da yaşanan hızlı düşüş, alım gücünü düşürdüğünden talep hızla düşmektedir. Ancak son yıllarda sektördeki firmaların hemen hemen tümünün ihracat yapması, bu etkiyi zayıflatmıştır. Ayrıca Türk Lirası'nın değeri düştüğü için ihracatta dezavantaj büyük firmalar tarafından avantaja döndürülmüştür.

Otomotiv Sektörü, metal eşya sektörü gibi GSMH ile doğrudan ilişkilidir. Çünkü başarısı, alım gücünün yüksekliğine bağlıdır. Ayrıca faiz oranlarında yaşanan düşüşle birlikte, kredi faiz oranlarının etkisiyle talep artacaktır. Bunun yanında geçmiş yıllarda Türkiye'de otomotiv Sektörü sadece montajdan ibaretken artık tüm üretim süreci, yerli sermaye ile birlikte gerçekleştirilebilmektedir. İhracatta da son yıllarda göstermiş olduğu artış sektörün kırılma eğilimini azaltmada etkili olmuştur.

Diğer İmalat Sektörü olarak ifade edilen, kuyumculuk sanayini kapsayan sektör son beş yılda kendini göstermiştir. Bu nedenle kullanılan veriler bu sektörü açıklamakta yetersiz kalmıştır. Yine de mücevher üretimi ve ihracatta sektörün göstermiş olduğu artış, gelecek yıllarda daha da gelişeceğinin göstergesidir.

Elektrik Sektörü ağırlıklı olarak kamu firmalarından oluşmaktadır. Dolayısıyla kriz dönemlerinde esnekliği özel sektöre nazaran daha azdır. Öncelikle kriz dönemlerinde özel sektörde personel giderleri azaltılma yoluna gidilirken kamu sektöründe çok gerekmediği sürece buna başvurulmaz. Devlet desteğiyle birlikte bu firmaların krizi atlattığı daha kolay olur. Bu nedenle belirlenen değişkenlerle kırılma eğilimi şirket verileri arasında ilişki kurmak çok doğru olmaz. 1999 yılı itibarıyla elektrik sektörünün karlılığında ciddi düşüşler yaşanmıştır. Ayrıca elektrik sektörünün öncü firması olan

TEAŞ'ın EÜAŞ Elektrik Üretim Anonim Şirketine dönüşmesi ve dönüşüm yapılırken gerekli reformların yapılmış olması sektörde hızla karlılığın artmasına neden olmuştur. ayrıca elektrik önceki yıllarda devlet tekelindeyken özel sektöründe bu alanda büyümesi rekabet gücünü artırmıştır. Bu durumda verimlilik artışını kaçınılmaz kılmıştır.



SONUÇ

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu, sermaye hareketinin dünya çapında serbestleşmiş olmasıdır. Yabancı sermayenin bu ülkelerde rant arayışı ve çoğunlukla kısa vadeli oluşu kırılgan olan yapılarını daha da kırılgan hale getirmiş, bu ülkeleri krize sürüklemiştir.

Gelişmekte olan ülke ekonomisinde finansal göstergeler olumlu iken yabancı sermaye, finansal piyasalara girer. Ardından yaşanacak ufak bir dalgalanmada ya da spekülasyon atakta yabancı sermaye hızla ülkeden uzaklaşmaktadır. Türkiye Ekonomisi de 80'li yıllardan bu yana bu sorunla karşı karşıyadır.

Türkiye ekonomisi bugüne kadar yaşamış olduğu birçok krizi, istikrar programları ile atlatmaya çalışmıştır. Ancak uygulanan sıkı para ve maliye politikaları, ekonomiyi iyileştirmesi beklenirken daha da çıkmaza sokmuştur. Uygulamaya konan sıkı para ve maliye politikaları, ekonomi biraz düzeldikten, krizin atlatılmaya başlandığı düşünüldükten sonra terkedilmiş kısa vadede büyümeyi amaçlayan programlara dönmüştür. Türkiye'nin yüksek enflasyona rağmen yüksek büyüme gösterdiği yanılgısı Türkiye ekonomisini kronik enflasyon sorununa mahkum etmiştir. Gerçekleşmesi gereken yapısal reformlar yapılamadığından programlardan sonuç alınamamış aksine bu durum güven bunalımına neden olmuştur.

Son olarak uygulanmakta olan istikrar programının olumlu sonuçları alınmaya başlanmış, makroekonomik göstergelerde düzelmeler yaşanmış, 2003 yılında belirlenen enflasyon 18,4 - %20 hedefin üzerine çıkmıştır. Büyümede %5'in üstüne çıkarken, ihracat 50 milyar \$ eşiğine doğru hareket etmiştir. Dış ticaret açığı yeniden değerlemeye rağmen cari açık beklentilerin altında kalmıştır. Türk Lirası değer kazanırken, nominal ve reel faizler gerilemiş, verimlilik hızla artmıştır. Bu durum olması gereken güveni geri getirmektedir. Böylelikle belirsizlik ortadan kalkmaya başlamış, özel sektör hızla kapasite artırıcı yatırım kararları almaya başlamıştır. Program böyle istikrarlı bir şekilde yürütülmeye devam edildiğinde sürdürülebilir büyümenin yakalanabileceği düşünülmektedir.

Büyüme çerçevesinde, sanayi ve ticaret sektörleri ekonomik büyümenin lokomotifi olmuştur. Verimlilik artışıyla rekabet gücü artmış, kapasite kullanım oranları geçmişe göre büyük oranda artış göstermiştir. Sanayi üretiminde güçlü bir büyüme görülmüştür. Borç oranının da düşmesi, ekonominin kırılganlığını hızla azaltmış, beklentileri iyileştirmiştir. Ancak ekonomideki bütün bu iyileşmeler, iş gücü piyasasında etkisini gösterememiş, işsizlik artmaya ve reel ücretler düşmeye devam etmektedir.

Ekonomide şimdilik olumlu gelişmeler olmasına rağmen, yine de çok temkinli olmak gereklidir. Kısa vadeli yaşanan büyüme ya da küçülmeler değil, istikrarlı sürdürülebilir bir büyüme performansı ile ancak krizler atlatabilir ve daha sonrasında krizlere karşı gerekli önlemler alınabilir. Sağlanan istikrarla birlikte, 5 yıl içinde KBMG %2-3 artmasını hedefleyen uzun vadeli bir büyüme stratejisi benimsenmelidir.

Geçtiğimiz yıl gerçekleşen üretim artışı ve yüksek büyüme, henüz ciddi bir istihdam gücü yaratmamıştır. Ancak nüfus artışı, son yıllarda düşüş göstermektedir. İstihdamın artış göstermesi, üretim kapasitelerinin artırılmasına bağlıdır.

Türkiye ekonomisinin güçlenebilmesi, kırılganlığının azalabilmesi için orta ve uzun vadeli yatırım kararlarının alınması gerekmektedir. Kamu maliyesinde bozulma, hem altyapı ve kamu yatırımlarına ayrılan payları azaltmakta hem de özel sektör üzerindeki vergi yükünü artırarak yatırımı engellemekte dolayısıyla büyümeyi engellemektedir. Bu nedenle kamu maliyesi üzerinde gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Ülke ekonomisinin düzeltilmesinde temel faktörlerden biri de tasarruf oranlarının artırılabilmesidir. Tasarruf oranlarının artırılmasıyla piyasa faiz oranı aşağıya inecek ve kredi verilebilirlik artacaktır. Böylece kamu yatırımları yanında özel sektör yatırımları da hızlanacak ve büyüme hızla artacaktır. Ayrıca uzun vadeli sermayenin de ülkeye çekilebilmesi gerekmektedir. Ancak bu finansal piyasalara akan kısa vadeli sermaye değil doğrudan yatırımlara akan uzun vadeli sermaye olmalıdır.

Toplanan vergi gelirlerinin Gayri Safi Milli Hasıla içindeki payı artmalıdır. Toplanan verginin artışı vergi oranlarının artışıyla değil, kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınmasıyla sağlanmalıdır. Çünkü vergi oranlarında artışın gerçekleşmesi potansiyel yatırımların düşmesine neden olacaktır.

Türkiye Ekonomisi'nde kırılğan yapının temel nedenlerinden bir de kamu borç stokunun GSMH içindeki payıdır. Özellikle kriz dönemlerinde kamu borç stoku GSMH düzeyini aşmıştır. Borç faiz ödemelerinin, vergi gelirlerinin tümünü kapsadığı görülmektedir. Kamunun etkin bir şekilde yeniden yapılanması ekonominin kayıt altına alınması ve bütçesinde şeffaflığa geçilmesiyle sağlanabilecektir. Ayrıca, vergi reformu, özelleştirme ve kamu reformu gibi temel alanlarda reformların devam ettirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Türk Lirası'nın değer kazanması normalde ihracatı düşürür. Ancak verimliliğin artması ve reel ücretlerdeki gerileme rekabet gücünü artırmaktadır.

Büyümede geçmiş yıllarda döviz kuru ve reel ücretlerden elde edilen maliyet avantajının rekabet gücünü yükseltecek yeni yatırımlarla desteklenerek daha kalıcı hale getirilmesi önem taşımaktadır. İç talepteki olumlu gelişme ve dış talep koşullarındaki canlılığın gelecek yılda devam edeceği beklentisi, özel sektörün önümüzdeki dönemde verimlilik artırıcı bir takım yatırım harcamalarına yöneleceğini göstermektedir. 2004 enflasyon oranı % 12' nin altında gerçekleşeceği beklenmektedir.

Temel makro ekonomik göstergelerdeki gelişmeler geçtiğimiz dönemlere kıyasla ekonominin dışsal şoklara karşı dayanıklılığının arttığını göstermektedir. Bunun devam ettirilebilmesi için mali disiplinin sağlanması gerekmektedir. Bunun için kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınması, vergi tabanının genişletilmesi, şeffaf ve rasyonel bir kamu mali yönetim anlayışının oluşturulması, harcama reformunun sağlanması kamu açısından önemli uygulamalardır. Özel sektör açısından, sektörün daha verimli ve rekabetçi bir yapıya kavuşma kapasitesi, orta-uzun vadede büyümenin seyrini belirleyecektir. Mevcut verimlilik ve işgücü artışı fazlası, ekonomide yeni istihdam yaratılmasını ve reel ücretlerin kısa vadede sınırlandırmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye Ekonomisi'nin finansal yapısının kırılğan olduğu ve ekonomide meydana gelen ufak bir dalgalanmanın ekonomik yapıyı çok sarstığı söylenebilir. Modelde yapıyı en çok etkileyen, kırılğanlığa sebep olan temel faktörün Kısa Vadeli Dış Borçların Merkez Bankası Uluslararası Rezervlere oranı olduğu görünmektedir. Borç stokunda meydana gelen hızlı artış etkisini hemen piyasada göstermektedir. Kriz göstergeleri ortaya çıktığında yabancı sermaye hemen ülkeden uzaklaşmakta, bu durumda kriz sürecini hızlandırmaktadır. Modelden de anlaşılacağı gibi, Türkiye

Ekonomisi'nin kırılgan yapıdan uzaklaşıp istikrarlı ve sürdürülebilir büyüme sağlaması, borç stokunun GSMH içindeki payının düşürülmesine bağlıdır.



KAYNAKÇA

AB DANIŞMANLIK, “Birinci Yıl Dönümünde Güneydoğu Asya Krizi”, *Dış Ticarete Durum Dergisi*, Sayı:40, Aralık 1998.

AGENOR, Pierre Richard; John McDERMOTT ve E. MuratÜÇER. “Fiscal Imbalances, Capital Inflows and Real Exchange Rate The Case of Turkey”. *IMF Working Papers*. January 1997.

AKERLOF, George A. “The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism”. *Quarterly Journal of Economics*. Vol:84. 1970.

AKDİŞ, Muhammet. *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Yayınları, Haziran 2000.

AKGÜÇ, Öztin. “Bankacılık Kesimi Kriz Nedeni mi?”. *İktisat Dergisi*. Şubat-Mart 2001.

AKMUT, Özdemir. “Finansal Piyasalarda Krizler, İşletmelerin Riski ve Finans Maliyetlerini Sağlayan Yöntemler. *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*. Ankara: 8-10 Ekim 2001.

ALP, Ali. *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*. Ankara: İMKB Yayınları, Aralık 2002.

ARAS, Güler. “Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü”. *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi I. Ulusal Bilgi, Ekonomi Ve Yönetim Kongresi*. Kocaeli: 10 Mayıs 2002.

BAŞOĞLU, Ufuk; Ali CEYLAN ve İlker PARASIZ. *Finans Teori Kurum Uygulama*. Bursa: Ekin Yayınları, 2001.

BİLGİN, Mehmet Hüseyin, Gökhan KARABULUT ve Hakan ONGAN. *Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri*. İstanbul: İTO Yayın No: 2002-41. 2002.

BONIN, John P. ve Yiping HUANG. “Dealing With The Bad Loans of The Chinese Banks”. *Journal of Asian Economics*, March 2001.

BRIS, Arturo ve Yrjo KOSKINEN, “Corporate Leverage and Currency Crises”. *Journal of Financial Economics*. Vol:63. 2002.

CALVO, Guillermo ve Enrique MENDOZA. “Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach”. *Macroeconomics of Emerging Markets AEA Papers and Proceedings*. Vol:90. No:2. May 2000.

CHAI PRAVAT, Olarn ve Pongsak HOONTRAKUL. “Thai Credit Market Failures: The 1997 Aftermath”. *Discussion Paper*. Thailand. 1999.

CHONG, John K.S. ve Donald R. ESCARRAZ. “Anticipating and Dealing With Financial Crisis”. *Management Decision*. Vol:36. Issue 9/10. [t.y.]

CİVELEK, Uğur. “Sistemik Risk”. *Radikal Gazetesi*. 19 Aralık 2003.

COŞKUN, M. Nejat. “Türkiye Ekonomisi’nde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri: 1992-2002”. *Kriz ve IMF Politikaları*. Ankara: Alkın Kitabevi, 2002.

ÇAĞLAR, Ünal; Şakir TURAN ve Mehmet Ali AĞUŞ. “2003’ten 2004’e Türkiye Ekonomisi”. www.iubam.org. Nisan 2004.

DAVIS, E. Philip. *Dept, Financial Fragility and Systemic Risk*. 2nd. Ed. Oxford University Pres. 1995.

DEMİR, Güçten. *Asya Krizi ve IMF*. İstanbul: Der Yayınları. 1999.

EĞİLMEZ, Mahfi. “Global Finansal Kriz ve Türkiye’ye Etkileri”. *MESS Mercek Dergisi*. Ocak 1999.

EKİNCİ, Nazım. “Kriz ve Para Politikası Üzerine”. *Görüş*. Haziran 1994.

EKREN, Nazım. “Ekonomik/Finansal Kriz Riski”. *Activeline*. Nisan 2004.

ERÇEL, Gazi. “Finansal İstikrar ve Para Politikası”. 26 Kasım 1998.
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k14.html

EREN, Aslan ve Bora SÜSLÜ. “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”. *Yeni Türkiye Dergisi* (Eylül-Ekim 2001). Sayı: 41.

ERKAN, Nurhan (çev.). *Menkul Kıymet Piyasalarında Sistemik Riskler*. Ankara: SPK Yayınları, Ocak 1997.

EROĞLU, Ömer ve Mesut ALBENİ. *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*. Isparta: Bilim Kitabevi. Haziran 2002.

ESER, Kadir. “1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları”. *İşletme ve Finans Dergisi*. Eylül 1995. Sayı:114.

FİŞHER, Stanley. “The Asian Crisis: A View From The IMF”,
www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm, 1998.

FLOOD, Robert; Peter GARBER ve Charles KRONER. “Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example” *Journal of International Economics*. Vol. 4. 1996.

FORBES, Kristin. “The Asian Flu and Russian Virus: Firm-Level Evidence on How Crises are Transmitted Internationally”. *NBER Working Paper Series*. No:7807. Cambridge. 2000.

GATTI, Domenico Deli; Mauro GALLEGATI, Gianfranco GIULIONI ve Antonio PALESTRIN. "Financial Fragility, Patterns of Firms' Entry and Exit and Aggregate Dynamics". *Journal of Economics Behavior and Organization*. Vol:51. 2003.

GETRLER, Mark ve Ben BERNANKE. "Financial Fragility an Economic Performance". <http://ideas.repec.org/altpr/qiecon/v105y1990ilp87-114.html>. 1990.

GOLDSTEIN, Morris ve Philip TURNER. *Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri*. Çev. Ali İhsan Karacan. İstanbul: Dünya Yayınları, 1999.

GÜLOĞLU, Bülent ve Ender ALTUNOĞLU. "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri". *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. No:27. Ekim 2002.

HAAN, Wouter Den; Garey RAMEY ve Joel WATSON. "Liquidity Flows and Fragility of Business Enterprises". *University of California Department of Economics Discussion Paper*. March 1999.

HACIİSLAMOĞLU, Levent ve Serkan SİLAHŞÖR. *Güneydoğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi ve Olası Etkileri*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi. No:17. 1998.

HAHM, Joon-Ho and F.S.MISHKIN. "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective". *The Emerging Markets Review*. Vol.1, Issue:1, May 2000.

HALL, Bronwyn H. "The Financing of Research and Development", *University of California at Berkeley National Bureau of Economic Research*, January 2002.

HUANG, Yiping and Yongzheng YANG. "China's Financial Fragility and Policy Responses". *Asian-Pacific Economics Literature*, The Australian National University. 1998.

IRWING, Gregor ve David VINES. "A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of The Asian Crisis". *Center for Economic Policy Research*. London: 1999.

İNAN, Emre Alpan. “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”.

www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/kurrejimleri.doc, 03.01.2003.

KANTOĞLU, Kıvanç. “Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye’nin Yeni Oyun Planı Olabilir mi?”. http://djclub.biz/parapolitikasi/mak1_kivanc_arsiv.htm. 03.01.2003.

KAPLAN, Cafer. “Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği”. *ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi*. Ankara: Eylül 2002.

KARABULUT, Gökhan. *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları. 2002.

KARACAN, Ali İhsan. *Bankacılık ve Kriz*. İstanbul: Finans Dünyası Yayınları, 1996.

KINDLEBERGER, Charles. *Manias, Panics and Crashes*. NewYork: Basic Books. 1978.

KRUGMAN, Paul. “Currency Crises”. <http://www.pkarchive.org>. 1998.

KRUGMAN, Paul. “Balance Sheets, The Transfer, Problem and Financial Crises”. *International Tax and Public Finance*. Vol:6. 1999.

KÜÇÜKÇOLAK, Ali. *KOBİ’lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü*. İstanbul: Menkul Kıymetler Borsası Yayını. 1998.

KÜÇÜKÖZMEN, Coşkun. “Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği: Value-at-Risk Uygulamaları”. www.gloriamundi.org/picsresources/valrisk.pdf . 18.06.2004.

LAGUNOFF, Roger ve Stacey L. SCHREFT. “A model of Financial Fragility”. *Journal of Economic Theory*. vol:99. 2001.

MISHKIN, Frederic. "The Mexican Financial Crisis of 1994-95: On Asymmetric Information Analysis". *Financial Crisis Management in Regional Block*. Klumer Academic Publishers. 1998.

MISHKIN, Frederic. "Comment on Systemic Risk". *Research in Financial Services Private and Public Policy*. George Kaufman (der). Cilt 7. JAI Pres Inc. 1995.

MURADOĞLU, Gülnur. "Globalizasyon, Dünya ile Bütünleşme ve Kriz: Finansal Liberalizasyon ile Nasıl Başa Çıkılır?".
www.activefinans.com/active/arsiv/sayi23/globalizasyon.html, 24.11.2002.

NILSEN, Jeffrey ve Riccardo ROVELLI. "Investor Risk Aversion and Financial Fragility in Emerging Economies". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol:11. 2001.

O'CONNOR, Sean. *Sistemic Risk in Securities Markets: A Concept in Search of a Defination*. unpublished paper. 1989.

ORTIZ, Guillermo. "Bank of Mexico", *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*. 2002.

OYAN, Oğuz. "Kamu Maliyesi ve Politikası". *Türkiye Ekonomisi*. Ankara: İmaj Yayınları, 2001.

ÖCAL, Tezer ve Ö. Faruk ÇOLAK. *Finansal Sistem ve Bankalar*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999.

ÖZATAY, Fatih. "Currency Crises in Turkey". *Yapı Kredi Bank Economic Review*. İstanbul : 1996.

ÖZATAY, Fatih. "1994 Krizinden Alınacak Dersler: İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar". *İşletme ve Finans Dergisi*. Sayı: 109. 1995.

ÖZBİLEN, Şevki. “Türkiye’de İktisadi Krizin Temel Nedenleri ve Bir Mali Sistem Reform Önerisi II”. *Yeni Türkiye Dergisi*. Eylül-Ekim 2001.

ÖZİNCE, Ersin. “Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılmasına Bankaların Bakış Açısı”. *Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması Konulu Konferans*, İstanbul: Temmuz 2002.

“Para Krizleri”. <http://www.foreigntrade.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm>. (22.12.2003).

PATTİ, Emilia Bonaccorsi di ve Giulio GOBBİ. “The Changing Structure of Local Credit Markets: Are Small Businesses Special?”. *Journal of Banking&Finance*. Vol:25. 2001.

POLLİN, Robert. “Two Teories of Money Supply Endogeneity: Some Emprical Evidence”. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:13. Issue:3. 1991.

SAĞLAM, Dündar. “Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizinin Mukayeseli Bir Analizi”. *İşletme ve Finans Dergisi*. Yıl:13. Sayı:152. Kasım 1998.

SAK, Güven. “Kırılganlık ve TCMB”.
www.radikal.com.tr/1998/06/04/yazarlar/guvsak.html. 24.11.2002.

SCHMİDT-MOHR, Udo. “Rationing Versus Collateralization in Competitive and Monopolistic Credit Markets With Asymmetric Information”. *European Economics Review*. Vol:41. Issue: 7. 1997.

“Sermaye Yeterliliği Konusunda BIS Tarafından Getirilen Yeni Öneriler ve Değerlendirmesi”. www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/BIS.doc. 18.06.2004

STIGLITZ, Joseph ve Andrew WEISS. “Credit Rationing in Markets of Imperfect Information”. *New Keynesian Economics*. MIT Press. 1991.

ŞAHİN, Hüseyin. *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi, 1997.

TBB ARAŞTIRMA GRUBU. *Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırılmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar: Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırması*. İstanbul: TBB Yayını. 2001.

TOGAN, Sübidey. “Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine”. *Yeni Türkiye*. Cilt: 41. Eylül-Ekim 2001.

TOPRAK, Metin. “Türkiye’nin Ekonomi Politikası ve Mali Krizler”. *Yeni Türkiye*. Ekonomik Kriz Özel Sayısı II. Sayı:42. 2001.

TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ BANKACILIK VE ARAŞTIRMA GRUBU, “Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırılmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar -Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırması-”. *Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Çalışmaları*. Nisan 2001.

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nda Rezerv Yönetimi”. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/rezervyon.doc> .

“Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu”. *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*. Sayı:449 (Özel Sayı). Ağustos 2003.

UYGUR, Ercan. *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*. Ankara: Türk Ekonomi Kurumu. 2001.

WILSON, Berry; Anthony SAUNDERS ve Gerard CAPRIO. “Financial Fragility and Mexico’s 1994 Peso Crisis: An Event-Window Analysis of Market-Valuation Effects”. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol:32. No:3. August 2000.

VARIAN, Hal. *Intermediate Microeconomics A Modern Approach*. Third Edition. New York: W. W. Norton and Co,1993.

VELASCO, Andres. “Finansal Aksaklıklar ve Yükselen Piyasalarda Döviz Kuru Politikası”. Düz.Ali Molla Serasker. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. Kasım 2002.

YAY, Turan; Gülstün Gürkan YAY ve Ensar YILMAZ. *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İTO Yayınları. Aralık 2001.

YELDAN, Erinç. "İstikrar Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler". *Birikim Dergisi*. Kasım 2002.

YETİM, Sedat. Kur Bandları, "Para Politikası ve Türkiye ile Meksika Krizleri". *Hazine Dergisi*. Sayı:7. Temmuz 1997.

İnternet Kaynakları

Banco De Mexico, <http://www.banxico.org.mx>

International Financial Statistics, <http://www.imf.org/external/fin.htm>.

DPT Temel Ekonomik Göstergeler, www.dpt.gov.tr.

T.C.M.B. Yılık Raporu Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr.

Hazine Müsteşarlığı, <http://www.imf.org/external/fin.htm>.

Devlet İstatistik Enstitüsü Temel Ekonomik Göstergeler, www.die.gov.tr.