

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

**ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER ve TÜRKİYE:
CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE
MEKSİKA (1994), KORE (1997), TÜRKİYE (2001) ÖRNEKLERİ
ve 2002-2007 TÜRKİYE DÖNEMİ**

Yüksek Lisans Tezi

MEHMET BAŞKARA BULUT

İSTANBUL - 2009

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

**ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER ve TÜRKİYE:
CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE
MEKSİKA (1994), KORE (1997), TÜRKİYE (2001) ÖRNEKLERİ
ve 2002-2007 TÜRKİYE DÖNEMİ**

Yüksek Lisans Tezi

MEHMET BAŞKARA BULUT

Danışman: PROF. DR. MÜFİT AKYÜZ

İSTANBUL - 2009

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI İKTİSAT Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi MEHMET BAŞKARA BULUT' nın ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER VE TÜRKİYE: CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE MEKSİKA (1994), KORE (1997), TÜRKİYE (2001) ÖRNEKLERİ VE 2002-2007 TÜRKİYE DÖNEMİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 16.07.2009 tarih ve 2009-12/34 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliğiyle Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 08./09./2009

- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. MÜFİT AKYÜZ
2) Jüri Üyesi : PROF. DR. NURDAN ASLAN
3) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. MURAT DONDURAN



İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR.....	ix
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM KRİZ İLE İLGİLİ TEORİK TARTIŞMALAR

I. KRİZ KAVRAMI VE REEL KRİZ - FİNANSAL KRİZ AYRIMI.....	3
II. FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ.....	6
A. MONETARİST YAKLAŞIM.....	6
B. FISCHER' IN FİNANSAL KRİZ YAKLAŞIMI.....	7
C. MİNSKY NİN FİNANSAL KIRILGANLIK YAKLAŞIMI.....	9
D. KİNDELBERGER.....	11
E. FİNANSAL KRİZLERE ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMI.....	13
1. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı: Ters Seçim Etkisi ve Ahlaki Tehlike.....	14
2. Kredi Tayinlaması.....	17
3. Asil-Vekil Problemi.....	18
4. Finansal Krizlerde Bankaların Rolü.....	19
5. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı Çerçevesinde Finansal Krizler.....	20
a. Asimetrik Bilgi yaklaşımında Finansal Krizlerin Oluşumu.....	22
F. İKİZ KRİZLER: BANKACILIK KRİZLERİ VE DÖVİZ KRİZLERİ.....	24

III. FİNANSAL KRİZ ve CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ.....27

A. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI ÜZERİNE TEORİK TARTIŞMALAR..27

B. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ.....29

1. Cari Açığın Kaynağı.....33

2. Cari Açığın Kompozisyonu.....34

3. Sermaye Akımlarının Kompozisyonu ve Büyüklüğü.....34

4. Döviz Rezervi ve Borç Stoku.....35

5. Finansal Sistemin Kırılganlığı.....36

6. Politik Belirsizlik ve İstikrarsızlık.....37

İKİNCİ BÖLÜM:

**ULUSLARARASI KRİZLERE GENEL BİR BAKIŞ: MEKSİKA (1994),
ASYA (1997) ve TÜRKİYE (2001) ÖRNEKLERİ**

I. MEKSİKA KRİZİ: 1994.....38

A. KRİZ ÖNCESİ GENEL BAKIŞ: MEKSİKA38

1. Pacto Öncesi Dönem.....39

2. 1987-1994: Pacto Sonrası Dönem.....40

B. 1994 MEKSİKA KRİZİ' NİN ANALİZİ.....44

C. MEKSİKA KRİZİNİN TEMELLERİ.....46

II. DOĞU ASYA KRİZİ: 1997.....49

A. KRİZ ÖNCESİ EKONOMİK DURUM.....49

B. ASYA KRİZİNİ HAZIRLAYAN NEDENLER.....	51
1. Finansal Sistemin Krizdeki Rolü; Aşırı Borç Verme: Miktar ve Kalite.....	61
2. Dış Borç Yükü ve Yönetimi.....	62
3. Sabit Döviz Kuru Sistemi ve Para Otoritesi.....	63
III. TÜRKİYE 2000-2001 KRİZLERİ.....	65
A. KRİZ ÖNCESİ EKONOMİK DURUM.....	65
B. 1994 KRİZİ.....	68
C. KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİ.....	69
1. 2000 - Enflasyonu Düşürme Programı.....	71
2. 2000-2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri.....	74
3. Bankacılık Kesiminin Krizdeki Rolü.....	75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:

ÜÇ FİNANSAL KRİZİN CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ ve 2002-2007 DÖNEMİNDE TÜRKİYE' nin CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

I. MEKSİKA (1994), KORE (1997) VE TÜRKİYE (2001) KRİZLERİNİN CARİ AÇIĞIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE KARŞILAŞTIRILMALI BİR ANALİZİ: CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER.....	77
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİZLİĞİ: CARİ AÇIK/GSYİH (%).....	78
B. CARİ AÇIĞIN KAYNAĞI.....	81
1. Yatırım ve Tasarruf Seviyeleri.....	82

2. Bütçe Açıklarının GSYİH İçindeki Payı.....	85
C. CARİ AÇIĞIN KOMPOZİSYONU: MAL VE HİZMET TİCARETİ AÇIĞI VE REEL DÖVİZ KURU DEĞERLENMESİ.....	86
D. SERMAYE AKIMLARI: DOĞRUDAN YATIRIM MİKTARI.....	90
E. DIŞ BORÇ STOKU VE REZERVLER.....	92
F. FİNANSAL SİSTEMİN KIRILGANLIĞI : BANKACILIK SEKTÖRÜ.....	96
1. Meksika.....	96
2. Kore.....	97
3. Türkiye.....	98

II. 2001 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNİN CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ: CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER.....99

A. GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI.....	100
B. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ:	
2002-2007.....	103
1. Cari İşlemler Dengesizliği: Cari açık/GSYİH.....	103
2. Cari Açığın Kaynağı: Yatırım ve Tasarruf Oranları	104
3. Cari Açığın Kompozisyonu: Mal ve Hizmet Ticareti Açığı ve Reel Döviz Kuru Değerlenmesi.....	106
4. Sermaye Akımları: Doğrudan Yatırım Miktarı.....	107
5. Dış Borç Yüğü ve Rezervler.....	108
6. Finansal Sistemin Kırılganlığı: 2002-2007.....	110

SONUÇ.....	114
KAYNAKÇA.....	118
ÖZET.....	127
ABSTRACT.....	128

TABLO LİSTESİ

Tablo 1 : Meksika' nin cari açığı 1988-1994.....	79
Tablo 2 : Kore' nin cari açığı 1990-1997.....	80
Tablo 3 : Türkiye' nin cari açığı 1995-2001.....	80
Tablo 4 : Meksika' nin yatırım ve tasarruf oranları 1988-1994.....	82
Tablo 5 : Kore' nin yatırım ve tasarruf oranları 1990-1997.....	83
Tablo 6 : Türkiye' nin yatırım ve tasarruf oranları 1995-2001.....	84
Tablo 7 : Meksika' nin kamu kesimi bütçe açığı 1988-1994.....	85
Tablo 8 : Kore' nin kamu kesimi bütçe açığı 1990-1997.....	86
Tablo 9 : Türkiye' nin kamu kesimi bütçe açığı 1995-2001.....	86
Tablo 10 : Meksika' nin mal ve hizmet dengesi 1988-1994.....	87
Tablo 11 : Kore' nin mal ve hizmet dengesi 1990-1997.....	88
Tablo 12 : Türkiye' nin mal ve hizmet dengesi 1995-2001.....	89
Tablo 13 : Meksika, Kore ve Türkiye' nin reel efektif döviz kuru değeri lenmesi.....	90
Tablo 14 : Meksika' da doğrudan yabancı yatırımlar 1988-1994.....	91
Tablo 15 : Kore' de doğrudan yabancı yatırımlar 1990-1997.....	91
Tablo 16 : Türkiye' de doğrudan yabancı yatırımlar 1995-2001.....	92
Tablo 17 : Meksika' nin dış borç yükü 1988-1994.....	93
Tablo 18 : Kore' nin dış borç yükü 1990-1997.....	94
Tablo 19 : Türkiye' nin dış borç yükü 1995-2001.....	95
Tablo 20 : Türkiye' nin cari açığı 2002-2007.....	104
Tablo 21 : Türkiye' nin yatırım ve tasarruf oranları 2002-2007.....	104
Tablo 22 : Türkiye' nin kamu kesimi bütçe açığı 2002-2007.....	105
Tablo 23 : Türkiye' nin mal ve hizmet dengesi 2002-2007.....	106
Tablo 24 : Türkiye' nin reel efektif döviz kuru değeri lenmesi 2002-2007.....	108
Tablo 25 : Türkiye' de doğrudan yabancı yatırımlar 2002-2007.....	108
Tablo 26 : Türkiye' nin dış borç yükü 2002-2008.....	109

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TL	Türk Lirası
USGAO	United States General Accounting Office

GİRİŞ

Özellikle 1980' li yıllardan sonra, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal işlemler hızla büyüdü. Bunun yanında finansal sektör serbestleşme faaliyetleri ile uluslararası finansal işlemlerin, toplam finansal işlemlerdeki ağırlığı da hızla artmıştır. Finansal sektördeki bu globalleşme eğilimi sonucu, daha çok gelişmiş ülke ekonomilerine ait yüksek boyutlardaki fonlar dünyanın birçok farklı yerini aynı gün içerisinde dolaşır hale gelmiştir.

Gelişmiş ülkelerin en önemli özelliği sermaye birikimi sağlamış olmaları nedeniyle büyüme için gerekli olan yatırımları finanse edecek olan fonlara sahip olmalarıdır. Gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkelerde ise sermaye birikimi sağlanamamıştır. Bu koşullar altında özellikle gelişmekte olan ülkelere dış sermayeye olan ihtiyaç, dünya üzerinde daha fazla faiz geliri için dolaşmakta olan fonları bu ülkelere çekmiştir.

Artan sermaye girişleri ile beraber, finansal serbestleşme sürecini iyi yönetememiş gelişmekte olan ülkelere, özellikle 1990' lı yıllardan itibaren finansal istikrarsızlık yaygınlaştı. Bu finansal istikrarsızlık sürecinde, birçok gelişmekte olan ülkede para ve/veya bankacılık krizleri meydana gelmiştir.

İkinci dünya savaşının ardından gelen dönemde, finansal liberalleşme politikaları ile beraber, ülke ekonomilerinin dış dünya ile entegrasyonu, cari dengesizlikleri ve cari dengesizliklerin sürdürülebilirliğini birçok ülke için büyük bir sorun haline getirmiştir. Bu çalışma 2000 ve 2001 yılında yaşanan ekonomik krizlerden sonraki 2002-2007 döneminde Türkiye ekonomisinin cari açık sürdürülebilirliğini, Meksika (1994), Kore özelinde Asya (1997) ve tabiki Türkiye (2001) krizlerindeki sürdürülemeyen cari dengesizlikler ile karşılaştırmalı bir şekilde analiz etmeyi amaçlamaktadır.

Meksika (1994), Asya (1997) ve Türkiye (2001)' de sürdürülemez duruma gelen

cari dengesizlikler ve sonucundaki krizler çalışmamızda önemli bir yere sahiptir. Dolayısıyla bu ülkelerde yaşanan krizler öncelikle ikinci bölümde cari açık sürdürülebilirliği çerçevesine bağlı kalınmadan genel bir şekilde değerlendirecektir. Tabi ki bu üç kriz deneyimini ele almadan önce sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek açısından, ilk bölümde kriz kavramı ve literatürde rağbet gören yazarların finansal krizlere ilişkin yaklaşımları ve cari açık sürdürülebilirliğine dair tartışmalar teorik bir çerçevede ele alınacaktır.

Nihayet çalışmanın son bölümünde; Meksika (1994), Kore (1997) ve Türkiye (2001) krizlerinde ön plana çıkan cari dengesizlikler, cari açık sürdürülebilirliği ile yakından ilişkili olan bazı makroekonomik göstergeler / faktörler aracılığıyla değerlendirilecektir. Çalışmada kullanılacak olan makroekonomik göstergeler / faktörler, cari açık sürdürülebilirliği ile ilgili olan faktörlerin sadece bir kısmıdır. Bir başka ifadeyle; sürdürülebilirliğe etki eden faktörlerin bize göre daha önemli olan bir kısmı değerlendirmede kullanılacaktır. Sürdürülebilirliğe etki eden bu seçilmiş makroekonomik göstergeler ile üç kriz deneyimi incelendikten sonra, Türkiye için kriz sonrası dönem olan 2002-2007 yılları arasındaki cari açık sürdürülebilirliği gene aynı yöntemle değerlendirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ İLE İLGİLİ TEORİK TARTIŞMALAR

Çalışmamızın bu bölümünde finansal krizler hakkında çalışmalar yapan araştırmacıların literatürde de yer alan finansal kriz teorileri, yaşanan kriz deneyimlerinin daha sağlıklı analiz edilebilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu bölümde kriz kavramı ve finansal kriz kavramı üzerinde durulduktan sonra literatürde yer alan değişik yaklaşımlardaki araştırmacıların finansal kriz teorileri anlatılacaktır.

I. KRİZ KAVRAMI VE REEL KRİZ - FİNANSAL KRİZ AYIRIMI

Kriz genel bir ifadeyle; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır (Kibritçioğlu, 2000, s.5,6).

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan kriz deneyimlerinden önce kriz olgusunun yerine kullanılan sözcük “buhran” idi. Bununla kastedilen ise konjonktür daralmasıydı. Bu kavram aynı zamanda sistemin salınımından doğan uzun dönemli durgunluk anlamında da kullanılmaktaydı. Rosier (1994)’e göre kriz kavramı ekonomik konjonktürdeki yön değişmeyi, yani genişleme ve sürekli ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım veya daralma evresine geçişi tanımlar. Bu daralma evresinin sonunda konjonktürün yön değiştirdiği yeniden canlanma evresi başlar (aktaran: Demirci, 2002, s.6, 7).

Krizler zamanla değişen ekonomik koşullarla, ortaya çıkış biçimi ve nedenleri açısından büyük bir değişime uğramıştır. Krizi genel anlamıyla “ekonomik kriz” olarak ele alındığında kriz tanımında kavram kargaşası ortaya çıkacaktır. Aralarındaki sıkı ilişkiler ve çok yönlü etkileşimler olmasına rağmen reel kriz ve finansal kriz ayrımını yapmak yararlı olacaktır.

Literatürde Ekonomik kriz denildiği zaman akla 3 önemli teori gelmekteydi. Devresel dalgalanmalar, Schumpeter' in teknolojik yenilikler teorisi ve eksik tüketim teorisi. Bu teorilere kısaca bakarsak; devresel dalgalanmalar, ekonomik aktivitelerin sürekli tekrarlar şeklinde ortaya çıkan değişmeler tarafından kesilebileceğini belirtir. Ekonomide yinelenen bir şekilde fakat periyodik olmayan genişleme ve ardından gerileme dönemleri meydana gelebilir. Bu dalgalanmaların periyodik olmamasından dolayı ne zaman olacağı, ne kadar süreceği ve boyutları kesin değildir, sadece tekrarlanacağı kesindir. Marx kapitalist ekonominin kendi yapısından dolayı devresel dalgalandığını, bu dalgalanmaların kar oranlarını ve getiri oranlarını azaltarak ekonomiyi büyük bir çöküntüye bırakacağını söyleyerek reel kriz tanımı yapar(Demirci, 2002, s. 15). Schumpeter de teknolojik yenilikler teorisinde; teknolojiye meydana gelen yeniliklerin bir yatırım nedeni olduğunu, iyimser havayla piyasayı canlandırıp bir refah dönemi başlattığını söyler. Yenilikler azaldığı zaman ise reel çıktının ve istihdamın azalarak ekonomik krize neden olduğunu belirtir(Demirci, 2002 s. 22).. Ekonomik tüketim teorisi de ekonomideki krizlerin devresel dalgalanmalar şeklinde olduğunu savunmaktadır. Teorinin savunucularının başında Malthus gelmektedir. Malthus' a göre sermaye birikiminin beraberinde talepte yaratacağına inananlar büyük yanlış içerisindedirler. Yalnız çalıştırılan işçiler değil, yatırım yapma amacıyla tasarrufa başlayan üreticilerde birbirlerinin mallarına talep sağlayamaz duruma gelirler. Bu durumda genel bir mal bolluğu, yani talep eksikliği kaçınılmaz olacaktır. (Yılmaz, 1992, s.40) Zenginlerin tasarrufu efektif talep yetersizliğine yol açar, sistem depresyon nedeniyle krize girer ve üretim düşer (Kazgan, 1974, s.111)(aktaran: Demirci, 2002 s. 12).

Finansal krizler ise genelde reel kriz teorilerinin bir enstrümanı olarak ortaya çıkar(Demirci, 2002, s. 13). Günümüzde özellikle uluslararası finansın ekonomik faaliyetlerdeki önemi yüksektir. Dolayısıyla finansal krizler ile reel sektör krizleri arasındaki etkileşim gün be gün artmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yakın tarihte yaşanan krizler göz önünde bulundurulduğunda reel sektör krizlerinde finansal bunalımların ve belirsizliklerin önemi bir yeri olduğu hatta en etkin faktör olduğu savunulabilir. Daha sonra detaylı olarak inceleyecek olmamıza rağmen literatürde ki bir kaç finansal kriz görüşünü vermek faydalı olacaktır.

Eichengreen' e göre finansal sistem bir organizma gibi ele alınırsa finansal kriz bu organizmanın çeşitli organlarında ortaya çıkan problemlerin giderek kötüleştiği ve bu nedenle fonların verimli bir şekilde üretkenliği yüksek olan yatırımlara aktarılamadığı durumlarda ortaya çıkan ve ekonomideki daralma ile sonuçlanan süreçler olarak tanımlanabilir. (Eichengreen ve Portes, 2000, s.79)

Ekonomistlerin meydana gelen finansal krizleri anlamada iki temel yaklaşımı vardır. Bunlardan biri Kindelberger (1978) tarafından açıklanır. Krizler sürü psikolojisi veya panik durumlarında spontane bir şekilde meydana gelirler. Eğer piyasadaki aktörlerin çoğunda kriz beklentisi varsa ve ekonomik faaliyetler bunu destekler nitelikte ise krizler kendi kendini bu yönde kehanetler ve tahminlerle besleyerek (self-fulfilling prophecy) meydana gelir. Tersini düşünürsek ise, aktörlerde kriz beklentisi yoksa bu beklentide gene kendini besler ve kriz oluşmaz. İkinci görüş ise krizlerin devresel dalgalanmaların bir parçası olduğu ve ekonomik şokların bir sonucu olduğudur. Ödünç alanların borçlarını geri ödemede zorluk yaşayacaklarını, geri ödemelerdeki sorunların borç verenlerde ihtiyatlı davranma olgusu arttıracaklarını ve varlıklarını koruma altına almak için bankalardaki mevduatları geri çekeceklerini belirtir. Bankalar bu durumda hem likitide yetersizliği ve mevduat yükümlülükleri arasında çıkmaza girecek ve yükümlülüklerini yerine getirememeye aczine düşeceklerdir. Sonuç panik senaryosundaki ile aynıdır ancak nedenler farklıdır(aktaran: Allen, 2007, s.6,7).

II. FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

A. MONETARİST YAKLAŞIM

Monetarist yaklaşım; Friedman ve Schwartz (1963) ın çalışmaları olan *A Monetary History of United States, 1867-1960* adlı esere dayanmaktadır. Friedman ve Schwartz bu eserde temel olarak; finansal krizlerde parasal öğelerin önemini vurgulayarak, bankacılık sektöründe meydana gelen paniklerin para arzındaki daralmalara ardından ise ekonomik aktivitelere nasıl etki ettiği konusu üzerinde durmuşlardır.

Friedman ve Schwartz (1963) parasal kırılganlığın oluşumunda bankacılık sektöründeki paniklerin ve dolayısıyla parasal kırılganlığın önemli olduğunu söyler. Öyleki yüz yıllık zaman dilimini kapsayan bir çalışma yaparak Amerika’da yaşanan altı şiddetli krizin dördünde banka panikleri ve parasal rahatsızlık rolü olduğunu belirtmişlerdir. Friedman ve Schwartz (1963) a göre banka panikleri mevduatları dövize çevirme yeteneğinin kaybolması korkusuyla birlikte piyasada oluşan güven kaybı nedeniyle yaşanır. Güven kaybının oluşmasında bazı önemli finansal kuruluşların ve bankaların başarısızlıkları (mali durumlarındaki bozulmalar ve iflaslar) tetikleyici rol oynayabilir.

Friedman ve Schwartz (1963) banka başarısızlıklarının sonuç olarak iki yönü olduğunu belirtmiştir. Banka başarısızlıklarının , bankacılık sektöründeki yapıya önemli etkileri vardır. Bu etkilerin detayları ise zamanlama, yapısı ve ekonomik adaptasyonudur. Birincisi; aynen normal bir girişimcinin, başarısızlığı nedeniyle uğradığı sermaye kaybı sonucunda firma sahibinin ve firmaya kredi sağlayan kreditorün uğrayacağı zarar neyse, banka başarısızlığında bir sermaye kaybı oluşur, banka sahibi ve mevduat sahipleri de bundan etkilenirler. İkincisi ise banka başarısızlıkları para stokunun azalmasını sağlayan bir mekanizma olması yönüyle önemlidir (Demirci, 2002, s.38). Friedman ve Schwartz (1963)’ e göre banka panikleri para arzında gerçekten şiddetli daralmalara yol açabilir. Bankaların likitide için birbirleri ile gireceği yarış, yeni açılacak olan kredilerin azalmasına. devam eden kredilerin geri çağırılmasına ve zorunlu satışlar nedeniyle varlık değerlerinin azalması ile fiyatlarının düşmesine yol açar. Mevduatları dövize çevirme isteği ile oluşan parasal

daralmalar temel olarak ekonomik aktiviteleri negatif yönde doğrudan etkiler

Friedman ve Schwartz (1963) a göre finansal dalgalanmaların uluslararası hale gelmesi diğer bir deyişle diğer ülkelere yayılmasının sebebi para standardıdır. 1929-33 arasında Amerikada yaşanan parasal sıkıntılar altın standardı sistemi sayesinde diğer ülkelere yayılmıştır. Dolar üzerindeki dalgalanmalar, para birimlerini dolara bağlayan diğer ülkeleri etkileyerek ekonomik aktivitelerin azalmasına ve uluslararası bir dalgalanmaya yol açmıştır. Kısa dönemli sermaye hareketleri ve reel gelirler parasal dalgalanmalar nedeniyle olumsuz yönde etkilenmiştir. Friedman ve Schwartz (1963) a göre kıyaslamak gerekirse esnek döviz kurunda olan ülkeler için finansal krizlerde parasal değişimler önem açısından asıl tehdit değildir. Altın Standardı Sisteminde yaşanan krizde, esnek döviz kurunda olan Çin ve İspanya gibi ülkeler krizden kaçabilmiştir(aktaran: Bordo, 1990, s.196).

B. FİSCHER' IN FİNANSAL KRİZ YAKLAŞIMI

Fischer finansal krizi kısa dönemli devresel dalgalanmanın yukarı doğru salınımın temel bir parçası olarak görür. Dalgalanmanın dört devresinden biri olan genişleme döneminde ekonomik aktörlerin aldığı kararlar ve davranışlar finansal krizleri meydana getirir. Fischer' a göre devresel dalgalanmalar iki temel faktöre bağlıdır: aşırı borçluluk ve deflasyon. Bu iki faktörde oluşacak değişiklik ve karışıklıklar diğer ekonomik değişkenlerin hemen hepsinde önemli bozulmalara yol açabilir. Diğer taraftan borç ve deflasyonun olmadığı durumda, diğer değişkenlerdeki bozulmalar kriz çıkarmada güçsüzdürler.(aktaran: Bordo, 1990, s.197)

Fischer (1932)' ye göre devresel dalgalanmaların arttığı (yüksekte olduğu) zamanlarda bazı dışsal olaylar, bazı anahtar sektörlerde yeni kazançlı yatırımların ortaya çıkmasına neden olur. Bu dışsal değişkenler yeni buluşlar, yeni altın madenleri ve savaşlar vs. olabilir. Bu gibi dışsal şoklar anahtar sektörlerdeki yatırımları arttırarak gelirlerin, karların ve fiyatların artmasına neden olur. Bu mekanizmadaki kar ve fiyat artışları her aşamada yeni yatırımları dahada özendirir hale getirir. Ancak bu arada bahsedilen anahtar sektörlerdeki fiyat artışları ile gelen yeni yatırımlar spekülatif hale gelebilir. Aynı zamanda

yatırımların borçla finanse edildiği durumda banka kredilerinin hacmi artar ve sırasıyla mevduatları, para arzını ve fiyat seviyesini arttırır. Paranın dolaşım hızını arttırarak parasal genişlemeye yol açar. Bunun yanında fiyat seviyesindeki artış ödenmemiş borçların reel değerini nominal borçlardaki artıştan daha fazla düşürdüğü için daha fazla borçlanmayı teşvik edecektir. Bu süreç, alınan borcun artık ödenemeyeceği bir “aşırı borçluluk” (overindebteness) durumuna kadar devam eder. Aşırı borçluluk durumu olduğu zaman bireyler, firmalar ve bankalar yükümlülüklerini yerine getirebilmek adına likitide sorunu yaşarlar. Bu durumda borç verenlerin ve borçluların kararlarındaki hatalar krizleri tetikleyici unsur haline gelebilir. Ardından yaşanabilecek “zorunluluk nedeniyle düşük fiyattan satışların” (distress selling) yaygın hale gelmesi durumu “likitide krizine” neden olacak ki daha sonra ise sırasıyla “borç krizi”, “bankacılık krizi” ve para otoritesinin bu mekanizmayı tersine çevirmediği yada müdahale etmediği durumda büyük bir depresyon haline gelebilecektir(aktaran: Bordo, 1990, s.198).

Fischer a göre “zorunluluk nedeniyle düşük fiyattan satışların” (distress selling) fiyat seviyesini düşürmesi ile ödenmemiş borçların reel değeri artar ve hem borçlular hemde alacaklılar para aldanmasına maruz kaldıklarından dolayı bu artış, nominal borçların artışından daha hızlı bir şekilde meydana gelir. Bu yüzden kreditörler, verdikleri borç karşılığında kendilerine teminat olarak verilen ipoteklerin nominal değerleri de fiyat seviyesindeki üşmeye paralel olarak düştüğü için borçlulardan alacaklarını geri çağırmaya başlarlar , yani likiditasyon hareketi devam eder. Bütün bireyler borç ve alacakları likit hale dönüştürme hareketine katılınca fiyat seviyesi iyice düşerek durum amaçlanandan daha da kötü hale gelir. Bu süreç daha sonra bankaların ödeme güçlüğüne düşecekleri korkusuyla, topluma hakim olan kötümserliğin de etkisiyle bankalardan para talebini arttırır.Reel ekonomik aktivite, net değeri ve karı azaltan ve daha sonra iflaslara neden olan fiyat seviyesinin düşmesinden etkilenir. Fiyat seviyesinin ve karların düşmesi çıktı ve istihdamında düşmesi sonucunu doğurur. Ayrıca, nominal faiz oranları deflasyondan dolayı düşerken, reel oranlar durumu daha da kötüleştirerek artırır. Bu süreç, yayılmaya başlayan iflaslar aşırı borçlanmayı durduruncaya kadar veya genişletici bir para politikası kabul edilinceye kadar devam eder. Bununla beraber, iyileşme başladığı zaman bütün süreç

yeniden tekrar eder(aktaran: Demirci, 2002, s.26)

C. MİNSKY NİN FİNANSAL KIRILGANLIK YAKLAŞIMI

Minsky'nin finansal kriz teorisi; onun bir buluşu olan “finansal kırılğanlık” teorisi olarak adlandırılmaktadır. Teori kapitalist ekonomiyi, sermayenin pahalı olduğu, kompleks ve sofistike bir finansal sistem olarak karakterize eder. Minsky 'nin finansal kırılğanlık teorisi hem ampirik hemde teorik bakış açısına sahip olmakla beraber devresel hareketler ve Keynesyen Teoriye vurgu yapar. (Minsky, 1992, s.1). Ayrıca Fischer'ın aşırı borçluluk(overindebtness) durumu Minsky' nin kırılğanlığı oluşturan süreçlerinin başındadır.

Minsky devresel dalgalanmaların evrelerini konu almaktadır. Her evre geçicidir ve durağan (stabl) duruma yaklaşıldığı andan itibaren de istikrarsızlık (destabilizing) süreci başlamış olmaktadır. Devresel dalgalanmaların genişleme safhası kaçınılmaz olarak kararsızdır(unstabl). Ve bu süreçte spekülative yatırım patlaması yaşanmaktadır (Wolfston, 1986, s.21). Yatırım patlaması süreci finansal krizin oluşum sürecine katkıda bulunur. Bu oluşum süreci içseldir ve Minsky bunu “finansal kırılğanlık” (financial fragility) teorisi olarak adlandırmaktadır. Minsky' e göre finansal kırılğanlık, ekonomide oluşan karışıklıklar ve dalgalanmalardan dolayı değil, finansal sistemin normal olarak işlemesiyle birlikte meydana gelir.(aktaran: Demirci, 2002, s.28)

Finansal Kırılğanlık (financial fragility) teorisini anlamak için bazı kavramları tanımlamak faydalı olacaktır. Risk Finansmanı (hedge financing); ekonomideki bir birimin; borcuna karşılık yapmış olduğu taahhüde göre her bir periyotta nakit girişlerinin; nakit çıkışlarını geçeceği beklentisi varsa bu birim risk finansmanı yapıyor demektir. Spekülative Finansman (speculative financing); bazı periyotlardaki nakit akışları beklenen nakit akışlarını geçiyorsa sözkonusudur. Ponzi Finansmanı ise; ekonomideki bir birimin topladığı fonlara ödediği faiz miktarının net gelirlerini aşmasıdır. Ponzi birimi borç yükümlülüklerini yerine getirebilmek, aldığı borçları ve faizlerini ödeyebilmek için sürekli yeni borçlar bulmak zorundadır(Bordo, 1990, s.199).

Finansal yapının kırılganlığını yada tam tersi sağlamlığını belirleyen 3 faktör vardır. (a) ekonomideki finansman yapısında **risk finansmanı**, **spekülatif finansman** ve **ponzi finansmanın** görece ağırlığı (b) ekonomik sistemdeki varlıkların likite çevrilebilirlik durumu (c) yatırım finansmanında borç bağımlılığı(Bordo, 1990, s. 190). Spekülatörler ve Ponzi finansmanı yapan ekonomik birimler ödemelerini yapabilmek için sürekli borçlarını yenilemeye ihtiyaç duyarlar. Bundandır ki; finansal piyasalardaki dalgalanmalardan ve karışıklıklardan daha çabuk etkilenirler. Faiz oranlarındaki yükselme bu tip finansman yapanları daha fazla borç bulma zorunluluğuna iterek daha yüksek risk sınıfına geçmelerine neden olur. Artan faiz oranları ile birlikte şu dört faktörde oluşacak değişimler kırılgan ortamı yaratır(aktaran: Bordo, 1990, s.199): (a) borçla finansmanda artış (b) uzun dönemli borçlanmadan kısa dönemli borçlanmaya geçiş(c) Risk finansmanından spekülatif finansmana ve ponzi finansmanına geçiş (d) Finansal kurumların kendilerini güven altına almak için esnekliği azaltmaları.

Minsky (1992)' nin yaklaşımına göre devresel hareketin yukarı doğru salınımı kısmında kapitalist ekonomideki finansal yapıda hedge finansmanından, spekülatif ve ponzi finansmanına doğru bir yönelme vardır ve buda finansal yapıyı daha kırılgan bir hale getirir(Minsky, 1992, s.8). Şöyle ki; oluşan yeni ve karlı yatırım imkanları finansman talebini de ortaya çıkarır. Yeni yatırımlar; kısa vadeli krediler, hisse senedi ihracı ve uzun dönemli borçlarla finanse edilir. Karlı yatırımların finansmanındaki artış getiriye arttırarak güven ortamını sağlar. Oluşan güven ortamı ile birlikte borçla finansman dahada artar, firmaların aktiflerindeki nakit miktarları azalır. Kırılgan Süreç içsel bir şekilde oluşur. Minsky' e göre firmalar güven ortamında faiz oranının düşüklüğü nedeniyle, kısa vadeli borçlanmayı, uzun vadeli borçlanmaya tercih edeceklerdir. Çünkü vadesi gelen borçlarının yeniden borçla finansmanında güçlük yaşamayacaklardır. Bu şekilde spekülatif ve ponzi finansmanı yapan ekonomik birimler artar. Bunun ekonomiye etkisi ise finansal kırılganlığın artmasıdır. Bu ortamda faiz oranlarındaki bir artış ekonomiyi finansal bir krize götürebilir. Spekülatif ve Ponzi finansman yapan firmalar faiz oranlarındaki artış ile vadesi gelen borçlarını ödeyebilmek için borçlarını yenileyemez iseler finansman krizine girerler. Krizdeki firmalar finansman ihtiyacını gidrebilmek için; Fischer'ın da belirttiği

zorunluluk nedeniyle düşük fiyattan satış (distress selling) yoluna başvuracaklar ki buda varlık fiyatlarının düşmesiyle sonuçlanacaktır. Yükümlülük yerine getirelememesi ile birlikte kredi piyasası şüpheli hale gelmekte borçla finansman zorlaşmaktadır. Ayrıca faiz oranlarının yükselmesi yatırımlardan beklenen getiriye azaltacak yatırım talebini azaltacaktır. Eldeki menkul değerleri satmak, yatırımlardaki düşüş sonunda ekonomik resesyona ve finansal bir krize neden olmaktadır(Bordo, 1990 ve Wolfston, 1986)(aktaran: Demirci, 2002, s.31).

Son olarak Minsky'nin tezine göre , sermaye akımlarının uluslararasılaşması ve Ticari Bankaların yurtdışına verdiği borçlar krizlerin uluslararasına taşınmasında etkilidir. Bu akımlar ekonomik ve politik belirsizlik ortamında risk oluşturur. Döviz kurunda yada ekonominin bir bölümünde oluşacak beklenmeyen değişiklikler sermaye kayıplarına neden olabilir(Bordo, 1990, s.200).

D. KINDELBERGER

Kindelberger' in finansal kriz yaklaşımı Fischer ve Minsky'nin takipçisi niteliğindedir. Ayrıca yaklaşımını tarihsel deneyimlerden bir çok anekdotla süslemiştir. Kindelberger (1978)' e göre ekonomilerdeki bazı dalgalanmalar ve değişimler kaynaklı oluşan kar fırsatları, yatırım miktarını önemli ölçüde arttırarak yatırım balonun oluşmasına neden olur ki bu artış bankaların fon kaynaklarından karşılanır. Kindelberger (1978)' e göre ekonominin bu devresinde sırasıyla; nakit kaynakların mallara çevrilmesini kapsayan- speculative mania- olarak tanımladığı “spekülatif çılgınlık” ve ticaret hacminin genişlemesi(overtrading) ardından ise “sıkışıklık”(distress)* durumlarının oluşmasına neden olur. Bu noktada ortaya çıkabilecek bazı ekonomik olaylar, büyük çapta bir paniğe neden olarak malların hızla paraya çevrilmesi ile sonuçlanır(Bordo, 1990, s.200). Manik dönemde kredi ve servet, paranın dışındaki reel ve likit olmayan menkul kıymet benzeri finansal varlıklara yönelir. Panik safhasında ise tam tersidir. Reel ve finansal varlıklardan paraya geri dönüş isteği vardır ve borçların geri ödenmesi talepleri artar. Paraya dönüş sırasında; devresel hareketin tepe noktasında ortaya çıkan kar fırsatları doğrultusunda yapılan

yatırımlar, gayrimenkul, hisse senedi ve bono gibi varlıkların fiyatlarında bir çökme (crash) meydana gelmektedir. Bankaların teminat aldıkları varlıkların değerleri düşer ve borçları geri çağırırlar. Yeni kredi taleplerini reddederler. Ekonomik aktörlerin ellerindeki malları satmasıyla daha düşen fiyatlar teminat altındaki varlıklar dahada değersizleşerek firma başarısızlıklarına yol açacaktır. Eğer firmalar başarısız olurlarsa banka alacakları batır ve bankalar başarısız olurlar. Bankalar başarısız oldukça mevduat sahipleri mevduatları çekmeye başlarlar. Mevduatların çekilmesi daha çok kredinin geri çağırılmasını buda daha çok varlığın satılması sonucunu doğurur. Firmalar, hane halkları zorluk içine girerek fiyatların yükselmesiyle bu kötü durumdan kurtulmayı beklerler.

Kindelberger bu konudaki görüşlerini Minsky'nin teorisi üzerine oturtması nedeniyle, kriz konusunda var olan iki temel görüşten parasalcı görüşün karşısında yer alan ve krizi devresel dalgalanmayla açıklayan görüşün üyesidir(Demirci, 2002, s.33). Kindelberger (1996)' ya göre genişlemenin ardından bir depresyon gelmedikçe devresel dalgalanmalar ilgi alanı değildir. Asıl ilgi alanı bir krizin tepe noktasında meydana gelen spekülasyon patlamaları ve bunların finansal yöntemleriyle ilgilidir. Ekonomideki her genişleme döneminin aşırı olmadığını ve her genişleme döneminin ardından mutlak suretle mania ve panik süreci başlamayacağını söyler. Ancak bu süreç sıklıkla ve hep birbirine benzer şekilde ortaya çıkmaktadır(Kindelberger, 1996, s.2).

Minsky gibi krizi devresel dalgalanma ile açıklayan ekol, finansal bir krizin devresel dalgalanmanın üst tepe noktasından hemen sonra, yani ekonomik genişlemenin en üst safhasının hemen ardından geldiğini savunmaktadır. Fakat Kindelberger'in de açıkladığı gibi her genişlemenin ardından finansal kriz gelecek diye bir kural yoktur. Bunun böyle olmaması için merkez bankalarının nihai kreditor olarak müdahale etmesi gibi ekonomik aletler mevcuttur(Demirci, 2002, s.34).

Kindelberger krizin yayılarak uluslararası ortama taşınması konusunda ise bankacılık sisteminin sermaye akımlarının uluslararasılaşması aracılığıyla psikolojik faktörlerin, mal ve faiz arbitrajlarının önemini vurgulamıştır. Uluslararası finansal sistem

aracılığı ile krizler farklı ülkelere yayılmaktadır. Krizleri uluslararası boyutlara taşınması konusunda Minsky' nin modeline atıfta bulunarak(aktaran: Bordo, 1990, s.200):

Minsky'nin modeli tek ülke ile sınırlıydı. Tarihsel boyutta aşırı ticaret(overtrading) bir ülkeden diğerine yayılmaya meyillidir. Birçok yayılma kanalı vardır. Mal ve menkul kıymet fiyatları yükselebilir ve mal alış verişi uluslararası boyutlardadır. Dış ticaret ve yabancı menkul kıymetler aracılığı ile ülke pazarlarına doğrudan etki eder. Bir ülkedeki aktörlerin rahatlıklarıyla oluşan aşırı ticaret(overtrading), sermaye akımlarıyla beslenerek yabancı ülkelere mal ve varlık satın almalarına neden olur. Sermaye akımları altın veya gümüş akımlarına da önderlik eder ve parasal genişlemeye yol açar. Oluşan genişleme ve ek para arzı fiyatlarda aşırı artışa (boom) yol açar ve kredi ile borçlanmayı destekler. (Kindelberger,1973 ss.119)

E. FİNANSAL KRİZLERE ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMI

Buraya kadar finansal krizleri literatürdeki iki farklı yaklaşım ve onların savunucuları çerçevesinde inceledik. Friedman ve Schwarz'ın öncüsü oldukları “Monetarist Yaklaşım” ve birçok yaklaşımdan izler taşıyan Charles Kindelberger ve Hyman Minsky'nin ortaya koyduğu; finansal krizleri “devresel dalgalanmalar” ve “finansal kırılganlık” çerçevesinde inceleyen yaklaşım. Ve aşırı borçluluk üzerinde duran Fischer.

Friedman ve Schwartz (1963) finansal krizlerde banka paniklerinin önemini vurgulamıştı. Amerika'da banka paniklerinin para arzı üzerinde oluşturduğu etkilerin devamında birçok bozulmaya yol açtığı ve ekonomik aktiviteleri nasıl olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuşlardı. Ancak varlık fiyatlarındaki keskin düşüşler, iş çevrimi başarısızlıklarında artış ve firma iflasları üzerinde durmamışlardır. Onlara göre bu olayların banka panikleri ve dolayısıyla para arzını etkileme potansiyeli yoktur. Kindelberger (1978) ve Minsky (1972)'nin finansal krizler hakkında ortaya koydukları görüş monetarist yaklaşımdan daha farklı ve geniş kapsamlıdır. Onlara göre ise varlık fiyatlarındaki keskin düşüşler, finansal ve finansal olmayan büyük firmaların başarısızlıkları, deflasyon, döviz piyasasında bozulmalar finansal krizlerin oluşumunda etkilidir. Bunlardan bir yada birkaçında oluşacak bozulmalar finansal krizlere neden olabilir. Bu bozulmaları toplam ekonomiyi etkileme potansiyeli olduğunu savunurlar ve finansal krizler oluştuğu zaman

kamu otoritesinin müdahale zorunluluğu olduğunu savunurlar(Mishkin, 1994, s.3).

Finansal krizlere “asimetrik bilgi” yaklaşımı ise modern bir teori olarak karşımıza çıkmaktadır. Mishkin (1994)’ e göre finansal krizleri anlamada asimetrik bilgi teorisinin kullanımının cazip olmasının nedeni, finansal yapının temel gerçeklerini açıklamadaki başarısıdır. Bu temel gerçekler şunlardır: **i** Hisse senedi ihraç etmek, firma faaliyetlerini finanse etmenin birincil yolu değildir. **ii** Sadece büyük ve güçlü firmalar faaliyetlerini finanse etmek için hisse senedi ihraç edebilirler. **iii** Finansal sistem en ağır şekilde regülasyona tabi tutulan sektörlerdendir. **iv** Finansal aracılık, fonların verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesinde birincil yöntemdir. **v** Bankalar, firmaların en önemli dışsal fon kaynağını oluşturur. **vi** Fon sağlamada borçlanma, hisse senedi ihraç etmekten daha yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. **vii** Teminat, borç sözleşmelerinin yaygın bir özelliğidir. **viii** Borç sözleşmeleri, borçluya önemli sınırlamalar getiren karmaşık yasal düzenlemelerdir. (aktaran: Şen, 2006, s.2)

1. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı: Ters Seçim Etkisi ve Ahlaki Tehlike

Asimetrik bilgi hakkındaki literatürdeki yaklaşımların daha anlaşılabilir olması için Akerlof (1970)’ un “lemons problem” yaklaşımını incelemek gerekir. Akerlof(1970)’ un bu çalışması satıcı ve alıcı arasında ürün kalitesi hakkındaki asimetrik bilgi probleminin pazarda nasıl aksaklığa yol açabileceğini ortaya koymaktadır. Örneğinde araba piyasasını ele alarak; dört çeşit arabayı yeni-eski ve iyi-kötü olarak sınıflandırır. Kötü arabalar Amerika’ da “limon” olarak tabir edildiği için çalışma bu ismi almıştır. Piyasadaki alıcılar arabanın iyi yada kötü(lemon) olduğunu bilmeden satın alırlar. Alıcı bu arabanın iyi ya da kötü olduğunu satın aldıktan sonra öğrenebilir fakat satıcı, satış işlemi sırasında araba hakkında daha fazla bilgiye sahiptir ki bu durumda alıcı ile satıcı arasında “asimetrik bilgi” vardır. Fakat aynı zamanda iyi ve kötü arabaların fiyatları aynıdır. Bu durumda lemon bir kullanılmış arabayı satarak yerine yeni bir araba almak satıcı açısından daha karlı hale gelecektir, çünkü ikisinin de piyasada fiyatı aynıdır. Bu durumda iyi araba satıcıları eğeri

bulamadıkları için satmama kararı alarak piyasayı terk edeceklerdir. Sonuçta ise piyasada ticareti yapılan arabalar sadece kötü arabalardan oluşacak, iyiler ise piyasayı tamamen terk edeceklerdir.

Asimetrik bilgi problemi; finansal sistem içerisinde iki temel soruna neden olarak finansal krizlerin oluşumunda rol oynar. Bunlar; **i** ters seçim etkisi(adverse selection) **ii** ahlaki tehlike(moral hazard) problemi. Ters seçim etkisi; piyasada oluşan bilgi asimetrisi nedeniyle dolaşımda olan fonların verimli yatırımlara aktarılamaması anlatırken, ahlaki tehlike problemi ise borçların geri ödenmemesi durumunu ifade eder. Asimetrik bilgi probleminin finansal krizlerdeki rolünü anlayabilmek için bu iki faktörü incelememiz gerekir.

Akerlof (1970)'un limon problemi finansal piyasalarda **ters seçim(adverse selection)** etkisine neden olacaktır. Potansiyel hisse senedi alıcısı olan birey, beklenen karları yüksek ve riski düşük olan iyi firma ile beklenen karı düşük ve riski yüksek bir firma arasında ayırım yapamaz. Bu durumda alıcı, ortalama kalitedeki bir hisse senedi fiyatını ödemeye razı olacaktır. Bu fiyat, kötü kaliteli firmanın hisse senedinin fiyatı ile iyi kaliteli firmanın hisse senedinin fiyatı arasında yer alacaktır. Eğer iyi kaliteli firmanın yöneticileri alıcıdan daha fazla bilgiye sahiplerse ve iyi firma olduklarının farkında iseler, ortalama kaliteli bir firmanın hisse senedinin fiyatından hisselerini satmak istemeyeceklerdir(Şen, 2006, s.4). Bu fiyata hisselerini satmaya razı olan firmalar, kötü kaliteli firmalar olacaktır. Böyle bir durumda, iyi kaliteli-risksiz firmalar projelerini gerçekleştirmek için gerekli olan fonları bulamayacaklar, kötü kaliteli-riskli firmalar piyasada kalarak Akerlof (1970)'in örneğinde olduğu gibi piyasada ters seçim etkisine neden olacaklardır.

Benzer sonuçlar borç piyasası için de geçerlidir. Eğer bono ve tahvil alıcısı (borç veren), iyi kaliteli borçlular ile kötü kaliteli borçluları birbirinden ayırt edemiyorsa, iyi ve kötü kaliteli borçluların ortalama kalitesini yansıtan bir faiz oranından kredi verecektir. Sonuç olarak iyi kaliteli firmalar, ödemeleri gerekenden daha yüksek bir faiz oranı ödemek

zorunda kalacaklardır. Düşük kaliteli firmalar ise, ödemeleri gerekenden daha düşük bir faiz oranı ödeyeceklerdir. Bu durumda bazı yüksek kaliteli borçlu firmaların piyasayı terk etmeleri ile karlı yatırım imkanları değerlendirilemeyecektir(Şen, 2006, s.4).

Görüldüğü üzere asimetrik bilginin varlığı, finansal piyasalardaki yatırımcıları yanlış seçimler yapmaya sevk ederek fonların; verimliliği yüksek, yatırımcılar için karlı ve risksiz yatırımlara gitmesini engelleyebilmektedir. Bundan dolayıda finansal piyasalarda aksaklıklara yol açarak etkinliği azaltmaktadır. Asimetrik bilginin piyasaları etkilemesinin bir diğer yoluda **ahlaki tehlike(moral hazard)** problemidir.

Ahlaki tehlike problemi; borç verme işleminden sonra ortaya çıkar. Borçlunun ödünç aldığı fonları geri ödemesi ihtimalini azaltacak, geri ödemeyi riskli hale getirecek aktiviteler içine girmesi ve borç verenin bu durumu ödünç verme işleminden önce biliyor olsa, borç vermeyi reddedecek olmasıdır(Mishkin, 1996, s.3). Borç alanın ahlaki olmayan faaliyetlerde bulunarak, borç vereni riske atması asimetrik bilginin sonucudur.

Finansal piyasalarda ters seçim etkisini gidermenin bir yolu, yatırım projelerini finanse etmek isteyen firma yada kişiler hakkında piyasaya ayrıntılı bilgi sağlayarak asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaktır(Mishkin, 1998, s.203). Günümüz piyasalarında firmaların mali bilançoları, yatırım faaliyetleri bilgi toplayan ve elde ettiği bilgileri müşterilerine satan kuruluşlar vardır. Ancak özel sektörde faaliyet gösteren bu kuruluşların firmaların risklilikleri üzerindeki analizlerine bedavadan sahip olanların varlığı (free-rider) yüzünden ters seçim etkisi engellenememektedir. Şöyle ki; bir menkul kıymetin gerçek değerinden daha ucuz olduğu bilgisini satın aldığımızda, bu bilgiye para ödmeden sadece biz aldığımız için satın alıyorsa free-rider problemi var demektir. Bir çok yatırımcı aynı şekilde davranırsa, kağıt gerçek değerine ulaşacak ve karlı olmaktan çıkacaktır. Bu şekilde doğru bilgiyi satın almakta, asimetrik bilgi problemini ortadan kaldırmada başarısız olabilir(Mishkin, 1998, s.203).

Asimetrik bilgi probleminin finansal piyasalarda yol açtığı problemleri gidermenin bir diğer yolu “teminat” almaktır. Teminat, ters seçim ve ahlaki tehlike probleminin

istenilmeyen sonuçlarını azaltarak ödünç verenin olası kayıplarını azaltır. Ayrıca ödünç alan şirketin net değerinin teminata benzer bir rolü vardır. Borç-alacak ilişkisinde borçlu olan şirket yüksek bir net değere sahipse, olası kötü yatırımlardan doğacak ödeyememezlik durumunda, firmanın varlıklarının satılması ile elde edilecek gelirle kayıplarını telafi edebilir (Mishkin, 1991, s.4,5).

2. Kredi Tayınlaması

Asimetrik bilgi ve sonucunda ortaya çıkan ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini giderme isteği bankaların yada ödünç verenlerin kredi tayınlaması yoluna gitmelerine neden olur. Kredi tayınlaması; ödünç verenlerin kredi faizlerini arttırmak yerine kredi taleplerini tümünden reddedmesidir. Şöyle ki; kredi talebinde artış oldukça krediye konu olan projelerin riskliliği de artıyorsa ödünç verenlerin arz-talep dengesini sağlamak için faiz oranlarını arttırması gerekir. Faiz oranı arttıkça da düşük riskli projeler yüksek faiz oranlarıyla kredi kullanamayacakları için piyasayı terk edecekler ve piyasada sadece yüksek risk grubundan kredi talepleri kalacaktır. Faiz oranlarının her artışında bu yüksek risk havuzu da büyüyecek, bankalar ise bu durumdan kendilerini korumak için faiz oranı ne kadar artarsa artsın kredi taleplerini reddederek kredi tayınlaması yoluna gideceklerdir(Schaan ve Cogley, 1998, s.84).

Stiglitz ve Weiss (1981)'de kredi tayınlamasını analiz etmişlerdir. Ödünç alanlara yüklenen faiz oranlarındaki bir artışın genellikle bunların finanse ettiği projelerin ortalama riskini arttırdığını göstermişlerdir. Bu, ödünç alanların daha riskli projeleri tercih etmesinden ya da risksiz projelerin daha az çekici hale gelmesinden ve böylece bu projeleri gerçekleştirmeyi düşünen yatırımcıların kredi için başvuramamalarından kaynaklanabilir. Kredilerin riskleri üzerindeki etki bankanın faiz oranlarını arttırmak suretiyle uygun bir kazanç elde etmesini sağlayabilir. Böylece, borç verilebilir fonlar için aşırı bir talebin olduğu faiz oranında, banka karını maksimize edebilir (Greenwald, Stiglitz ve Weiss 1984: ss.195). Öte yandan, kredi piyasasının mükemmel olarak ve tam bilgi ile çalışması halinde, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması beklenecektir. Bu özelliklere sahip bir

kredi piyasasında denge, faiz oranı vasıtasıyla sağlanacaktır. Ancak, bu ideal durum asimetrik bilgi sorunu yüzünden pek çok zaman geçerli değildir. Bankalar bu asimetrik bilgi sorunu karşısında kredilerin geri dönmeme riskini almak istemedikleri için çoğu zaman kredi tayinlemesine gitmektedir. (aktaran: Aras ve Müslümov, 2003, s.4)

3. Asil-Vekil Problemi

Asil-vekil ilişkisi, bir yada birkaç kişinin(asil) kendileri adına bazı faaliyetleri icra etmesi için bir başka kişiye(vekil) yetki vermesi olarak tanımlanabilir. Örneğin hisseleri paylara bölünmüş bir anonim şirkette firmanın hisselerinin sahibi olan ortaklar “asil”(principal) , bunlar adına firmayı yöneten yönetici ise “vekil”(agent) dir.

Mishkin (1998)’e göre asimetrik bilgi sonucunda ortaya çıkan bir diğer problem de asil-vekil problemidir. Bu problem asil ile vekilin firma hakkında sahip oldukları bilginin birbirinden farklı olmasından kaynaklanır ve ahlaki tehlike probleminin özel bir durumudur. Burada bahsedilen asimetrik bilgi, yöneticinin pay sahibinden daha fazla bilgiye sahip olması sonucu oluşur. Her iki grup ta faydalarını maksimize etmeyi amaçlıyorsa, vekilin daima asilin menfaatine hareket etmeyeceğini söylemek mümkündür. Vekil, firma hakkında asillerin bilmediği fakat kendinin sahip olduğu bilgileri, ortakların çıkarına değilde kendi çıkarını maksimize etmesi durumunda bir çıkar çatışması ve ahlaki çöküntü problemi yaşanacaktır. Eğer asiller de firma hakkında vekil kadar bilgiye sahip olurlarsa bu sorunda ortadan kalkmaktadır. Asil vekil sorununun çözümü(aktaran:Demirci, 2002, s. 48-49):

- Ortakların firmayı sürekli denetleyerek ve gözetleyerek bilgi üretmeleri ile giderilebilir. Fakat bu durumda da free-rider problemi doğar ve ahlaki çöküntü daha da ağırlaşır.

- Daha fazla bilgi üretmek için idare tarafından firmanın faaliyetleri hakkında bir takım düzenlemeler yapılarak bu düzenlemere uymalarının sağlanması ile piyasanın firma hakkında daha fazla bilgi edinmesi (firmaların dönem sonlarında yayınladıkları bilanço

özetleri buna bir örnek oluşturabilir.)

- Finansal aracılık hizmetlerinin yaygınlaştırılması free-rider problemini engellediği için asil-vekil problemini de ortadan kaldırmaktadır.

- Ahlaki tehlike hisse senetleri ile ortaklık tesisi sonucunda oluşmaktadır, eğer hisse senetleri yerine borç senetleri kullanılarak borçlanma yapılırsa borçlu alacaklıya periyodik aralıklarla önceden belli olan miktarları ödeyeceğinden asil-vekil problemi ve sonucunda da ahlaki tehlike ortaya çıkmayacaktır.

4. Finansal Krizlerde Bankaların Rolü

Asimetrik bilgi problemi ve dolayısıyla ortaya çıkan free-rider probleminin etkilerinin azaltılmasında finansal aracılık yapan kurumların ve özellikle bankaların önemi büyüktür. Bankalar, ödünç alan firmalar ve kişilerin riskleri hakkında zamanla uzmanlaştığından, risklerine göre firmaları doğru olarak değerlendirebilirler ve asimetrik bilginin finansal piyasalarda oluşturduğu problemleri azaltırlar. Müşterileri ile kurdukları uzun süreli ilişkiler sayesinde bilgi toplama yetenekleri gelişmiştir ve bu sayede mudilerden fonları toplayarak güvenilir firmalara belli şart ve sözleşmeler kapsamında ödünç verirler. Bankaların ödünç verme işleminde asimetrik bilginin etkilerine mümkün olduğunca maruz kalmadan, güvenilir firmalarla çalışma zorunluluğu vardır çünkü mevduat sahiplerine ana para ve faiz ödeme gibi yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır. Önemli bir nokta da bankalar aracılığıyla kredi piyasasında free-rider problemi yaşanmamaktadır. Örneğin hisse senedi piyasasında bilgi satın alanların, satın aldıkları kağıtlar gözlemlenerek aynı kağıtlar piyasadan toplanıyordu. Ancak banka ile borçlu arasındaki sözleşme kendilerine özel olduğu için ve bankanın ödünç alanlar hakkında topladığı bilgiler dışarıya sızmadığı için, diğer yatırımcıların free-riding yapmaları mümkün değildir(Mishkin, 1991, s.6).

Diamond (1984)'e göre bankalar ahlaki tehlike problemini azaltmakta avantajlıdır. Stiglitz ve Weiss (1983)' inde üzerinde durduğu gibi; bunun sebebi kredi talebinde bulunan firmalar hakkında bireylerden daha düşük bilgi toplama

gözlemlleme(monitoring) maliyetine sahip olmalarıdır. İzleme yöntemi sağlıklı olduğu zaman verdikleri kredilerin riskli yatırımlara gitmesi durumunda, ileriki dönemde verdikleri krediyi kesme gibi tehditlerle kredilerin geri ödenmemesi riskini, yani olası bir ahlaki tehlike probleminide ortadan kaldırırlar (aktaran: Mishkin, 1991 ss.6).

Bankaların finansal piyasalar üzerindeki bu olumlu etkisi, onların bir aracı kurum olmaları ve yatırımcılar hakkında detaylı bilgiler üreterek asimetrik bilgi problemini ortadan kaldırmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bilgi üretme sürecinin bu şekilde devam edebilmesi için, daha öncede belirtildiği gibi free-rider probleminin ortadan kaldırılması gerekli idi. Bankaların bireylere yada diğer aracı kurumlara göre daha düşük maliyetle bilgi toplama ve izleme imkanları sayesinde bu problem ortadan kalkmakta ve finansal piyasalarda önemli bir rol üstlenerek merkezi bir konuma gelmektedir(Demirci, 2002, s.51).

5. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı Çerçevesinde Finansal Krizler

Mishkin(1991)' e göre asimetrik bilgi analizi, finansal piyasalardaki bir bozulmanın ekonomik aktivitelerde nasıl bir gerilemeye neden olduğunu ispatlar. Bu analiz ayrıca finansal krizler hakkında bir tanım yada bir teori kurulmasını mümkün kılar. Mishkin(1991)' e göre finansal bir kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin, finansal piyasaların fonları etkin bir şekilde dağıtamalarını önleyecek bir biçimde artması durumudur. Bu tanıma göre finansal bir kriz piyasaların etkin bir şekilde işlemlerini engelleyerek ekonomik aktivitede şiddetli bir daralmaya neden olmaktadır(Mishkin, 1991, s.7)

Mishkin (1991)'e göre ekonomide 5 faktör; finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini arttırarak, yüksek çıktı seviyesindeki ekonomik dengeyi daha aşağıya iterek finansal krizlere neden olur. Bunun temel sebebi finansal sistemin fonları verimli yatırımlara aktaramamasıdır. Bu faktörler, (i) faiz oranlarındaki artış, (ii) menkul kıymet piyasasında düşmeler, (iii) belirsizliğin artması, (iv) banka panikleri, (v) fiyat seviyesinde beklenmedik düşüşler(Mishkin, 1991, s.8)

Faiz Oranlarındaki Artış. Para arzındaki daralmalar yada kredi taleplerindeki artış nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi durumunda, piyasada yüksek faiz oranlarından kredi talebinde bulunacak olanların, riskleri yüksek olan firmalar ve şahıslar olacağını belirtmiştik. Faiz oranlarının yükselmesi ile piyasada sadece riski yüksek firmaların kalması durumunda kreditorler, ters seçim problemini de gözönünde bulundurarak kredi vermekten vazgeçecektir. Finansal sistem piyasayı fonlamadığı zaman, yatırımlar dolayısıyla ekonomik aktivitede şiddetli gerilemeler yaşanır.

Menkul Kıymet Piyasasında Düşmeler. Menkul kıymet piyasasındaki keskin düşüşler firmaların net değerini de azalttığından finansal piyasalardaki ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinde arttırabilir. Bu düşüşler menkul varlıkların ileride fiyatlarının düşeceği beklentisi yada faiz oranlarındaki artış ile ilgili olabilir. Firmanın net değerinin azalması, firmanın hisse senetlerini satın alarak borç verenler açısından teminatlarının düşmesi anlamını taşımaktadır ki bu borç verenler için zararın daha da büyümesi anlamını taşıyacaktır. Menkul kıymet piyasasına yatırım yaparak firmaları fonlayan yatırımcılar böyle bir durumda daha az borç vererek, yatırımlar için gerekli olan fonları piyasaya sunmayacaktır. Yatırımların azalmasının ekonomik ektivitedeki sonucu milli gelirin ve istihdamın azalması olacaktır.

Belirsizliğin Artması. Piyasada belirsizliğin artması ile borç verenlerin riskli boçr talepleri ile risksizleri birbirinden ayırması daha da güçleşir. Belirsizlik durumu bazı finansal yada finansal olmayan köklü şirketlerin başarısızlıkları, resesyon yada menkul kıymet piyasasında çökmeler ile oluşabilir. Belirsizlik ortamında ters seçim olasılığı artacağından, ödünç verenlerde ödünç verme isteği azalarak, yatırımların düşmesine dolayısıyla da toplam ekonomik aktivitede düşme yaşanır.

Banka Panikleri. Daha önce de üzerinde durduğumuz gibi, bankaların fonları üretken yatırımlara kanalize etme ve ters seçim problemini azaltma açısından finansal sistem içersinde önemli bir rolü vardır. Bernanke (1983)'ünde tanımladığı gibi, finansal sistemde banka panikleri ile sonuçlanan krizler; eşzamanlı olarak birçok bankanın paniğe

girmesiyle finansal aracılık işlevini yerine getiremezler. Banka kredilerinin normal akışı bozularak yatırımlarda ve ekonomik aktivitede düşmeler yaşanır.

Banka paniklerinin kaynağı gene asimetrik bilginin varlığıdır. Panik içerisindeki mevduat sahipleri, mevduatlarının güvende olmadığı düşüncesiyle mevduatlarını geri çekerler. Bu da bankacılık sistemi içerisinde borç verilebilir fonları azalatarak kredilerin düşmesi ile banka başarısızlıklarına (bank failure) neden olur. Asimetrik bilginin varlığı burada önemli bir rol sahibidir. Mevduat sahiplerinin mevduatlarının güvenliği ile ilgili hangi bankanın güvenilir hangisinin güvenli olmadığını bilememesi, ayırt edilmeden fonların bankacılık sistemi içerisinde çekilmesine neden olur. Böyle bir panik ortamında bankaların rezervlerini artırma çabası piyasadaki likitide arzının azalmasına ve bu daralma ile diğer bankalarında başarısız olmasına neden olmaktadır. Bu panik bankacılık sisteminde borç verilebilir fonları hızla düşürerek yatırımcılar açısından finansal aracılık maliyetlerini artırarak yatırımların ve toplam ekonomik aktivitenin azalmasına neden olmaktadır.

Diğer bir yönüyle banka panikleri piyasadaki likitide azlığı nedeniyle faiz oranlarının artmasına neden olur. Faiz oranlarındaki artışın kredi piyasasında ters seçim problemini arttırdığı ve firmaların net değerini düşürdüğü üzerinde daha önce durmuştuk. Buda menkul kıymetlere olan talebi azaltarak yatırımlar için gerekli olan fonların bulunamamasına neden olur. Sonuç olarak gene yatırımlar ve ekonomik aktive azalır.

Fiyat Seviyesinde Beklenmedik Düşüşler. Fiyat seviyesinde beklenmedik bir düşüş, ödeme sözleşmelerinde ödeme miktarı sabit olduğu için ödenecek yükümlülüklerde bir artış anlamına gelmektedir. Fakat firma varlıklarının reel değerini arttırmamaktadır, çünkü net değer düşmektedir. Bu durumda varlıklar ve yükümlülükler arasındaki fark azalmaktadır. Ödenecek miktar arttığı için sonuçta borcun ödenememesi demek olan ahlaki tehlike problemi ortaya çıkmaktadır.

a. Asimetrik Bilgi yaklaşımında Finansal Krizlerin Oluşumu:

Bu bölüme kadar asimetrik bilginin tanımı ve piyasalarda asimetrik bilginin yol

açtığı olumsuzlukları ve finansal krizlerin oluşumunda asimetrik bilgi ile ilişkili olan 5 faktörde inceledik. Bu bilgiler ışığında Mishkin(1991) finansal krizlerin oluşum sürecini, krizin evrelerini ve bu süreçte ekonominin ve finansal sistemin dinamiklerinde meydana gelen değişimleri ortaya koymuştur.

Amerika örneklerinde de olduğu gibi birçok kriz; faiz oranlarında keskin bir artış, menkul kıymet piyasasında çöküntüler ve piyasada faaliyet gösteren büyük firmaların başarısızlıkları ile oluşan belirsizlik ortamında başlamıştır. Bu olumsuz değişiklikler kredi piyasalarında ters seçim etkisi ile ilişkili problemlerin artmasına, firmaların net değerlerinin düşmesine bunlar dolayısıyla da ahlaki tehlike probleminin büyümesine neden olmuştur. Ters seçim ve ahlaki tehlike probleminin büyümesi nedeniyle de ödünç verenler ödünç vermekten kaçınarak yatırımların ve ekonomik aktivitenin azalmasına neden olurlar. Piyasalardaki oluşan bu kötüleşme ve bankaların güvenilirliğindeki belirsizlik nedeniyle mevduat sahipleri bankaların başarısız olacağı endişesiyle fonlarını bankacılık sisteminden geri çekmeye başlarlar. Sonuç; birçok bankanın başarısız olması, banka panikleri, faiz oranlarının ve finansal aracılık maliyetlerinin yükselmesidir. Ters seçim ve ahlaki tehlikenin neden olduğu bu problemler ekonomide küçülmeye yol açar. Firmalar ve bankalar iflas açıklarlar. (Mishkin, 1991, s.11).

Büyük buhranda da olduğu gibi, ekonomik gerileme ve banka paniklerinin doğurduğu para arzındaki azalma fiyat düzeyinde keskin bir düşme doğurur. Irving Fisher bu duruma “borç deflasyonu”(debt deflation) demektedir. Borç deflasyonu süreci başladığı zaman ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri artmaya devam eder. Sonuç olarak yatırım harcamaları ve ekonomik aktivite uzun zaman depresyonda kalır(Mishkin 1991 ss.11).

Finansal kriz anlamına gelen bu değişimler sıralı ve birbirini tetikler şekilde oluşur. Sıralı olan bu değişimler tamamlandığı zaman finansal piyasalardaki belirsizlikler azalarak, menkul kıymet piyasası kendini düzeltir ve faiz oranı düşmeye başlar. Piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri azalmaya başlayarak finansal kriz dinmeye başlar. Finansal piyasalar etkin bir şekilde tekrar başladığı zaman ise ekonomik aktivite tekrar

büyümeye başlar.

Finansal krizi asimetrik bilgi çerçevesinde açıklayan yaklaşım, ekonomik aktivitedeki daralmayı banka panikleri ile açıklayan parasalcı yaklaşımın tamamlayıcısı niteliğindedir. Asimetrik bilgi yaklaşımı bize, para arzındaki azalmadan kaynaklanan borç deflasyonu, sonuçta yatırımların düşmesi ve ekonominin daralmasını doğuran ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerine neden olmaktadır. Bununla birlikte asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal bir kriz sonucunda oluşan etkinin, finansal krizin toplam ekonomiyi etkilemedeki bir yönü olarak varsaymakta ve finansal krizin ne olduğu konusunda parasalcılardan daha geniş bir yaklaşım ortaya koymaktadır.(Demirci, 2002, s.56)

F.İKİZ KRİZLER: BANKACILIK KRİZLERİ VE DÖVİZ KRİZLERİ

Finansal piyasalara müdahalelerin ve kısıtlamaların sözkonusu olduğu 1970 ve 1980' li yıllarda, döviz krizleri ile nadir olarak görülen bankacılık krizlerinin birbirinden bağımsız yaşanır iken, sermaye akımlarının yoğunlaştığı 1980 sonrası finansal serbestleşme döneminde bu iki krizin birbiri ile etkileşim içerisinde olduğu “ikiz krizler” tartışılmaya başlanmıştır. İkiz krizlerle birlikte krizler daha şiddetli yaşanmaya başlanmış ve krizler çıkış daha karmaşık hale gelmiştir.

Finansal krizlerin oluşumlarını, krizlerin altında yatan sebepleri anlayabilmek için bankacılık ve diğer sektörlerde yaşanan değişimlerinin kronolojisi incelemek faydalı olabilir. Tarihteki kriz deneyimleri göz önüne alındığında; bankacılık sektöründe yaşanan kötüleşmeler, ödemeler dengesi problemleri ve finansal liberalizasyonun ortaya çıkardığı kötüleşmeler ön plana çıkmaktadır.

Başlarda Danimarka, Arjantin, Finlandiya, Norveç daha sonradan Brezilya, Şile, Malezya, Meksika, Türkiye ve Venezuela gibi ülkelerde yaşanan krizlerle birlikte; bankacılık krizleri ile ödemeler dengesi problemi kaynaklı döviz krizleri arasındaki etkileşim daha fazla dikkat çekmeye başlamıştır. Birçok ülke döviz krizleri yaşadığı sırada yurtiçinde banka krizleri de yaşamıştır.

Kaminsky ve Reinhart (1999)' a göre, finansal piyasaların ziyadesiyle düzenlenmiş olduğu 1970' ler boyunca ödemeler dengesi ve bankacılık krizleri arasında bağlantı yoktu. Ancak 1980'lerden itibaren dünyanın birçok ülkesine yayılan finansal liberalizasyon akımı ile birlikte bankacılık ve döviz krizleri iç içe hale gelmiştir. Sıklıkla bankacılık sektöründe başlayan problemlerden sonra ödemeler dengesi problemi ve döviz krizleri yaşanmaktadır. Bununla birlikte döviz krizleri bankacılık sektöründeki krizleri derinleştirerek tehlikeli bir sarmalı(a vicious spiral) harekete geçirir. Kaminsky ve Reinhart (1999)' a göre birbirini tetikleyen bu krizlerin oluşumunda resesyon, ekonomik büyümenin azalması, ticaret faaliyetlerinde kötüleşme, yüksek değerli döviz kuru, kredi maliyetlerinin yükselmesi, ihracatın azalması gibi değişimler ön plana çıkmaktadır(Kaminsky ve Reinhart, 1999, s.474).

Bankacılık ve döviz krizleri arasındaki bağlantı hakkında literatürde yer alan teoriler çeşitlilik gösterir. James Stroker (1994) ödemeler dengesi problemini, bankacılık krizlerinden hareketle açıklar. Ona göre kriz dış kaynaklı şoklarla başlar. Sabit döviz kurunun benimsendiği durumda, yabancı ülkelerin faiz arttırımına gitmesi ülkenin rezervlerinde kayıplara yol açacaktır. Bu durum giderilmez ise likitide krizine yol açarak banka başarısızlıklarına (bankruptcies) ve finansal krize yol açacaktır. Mishkin bu durumda (1996) devalüasyon yapılırsa bankaların döviz cinsinden sorumluluklarının fazla olduğu durumlarda bankaları daha da zayıflayabileceğini belirtmiştir(aktaran: Kaminsky ve Reinhart, 1999, s.475).

Bazı modeller ise bankacılık krizleri ile döviz krizlerinin altında ortak nedenlerin yattığını dile getirir. Döviz kuru bazlı enflasyon stabilizasyon planı -Meksika 1987'de olduğu gibi- buna örnek verilebilir. Planın erken aşamalarında ithalat hacmi ve ekonomik aktivite artışlar yaşanır ki bu dışarıdan borçlanma ile gerçekleşir. İlerleyen aşamalarda açık arttıkça finansal marketler stabilizasyon planının sürdürülemez olduğuna ikna olurlar ve yerel paradan kaçmalar başlar. Planın erken aşamalarında borçlanma bankaların dışarıdan topladıkları mevduatları kredi vermeleri şeklinde yapılmış ise, sermaye kaçışları ile beraber finansal sistem hasar görerek, bankacılık sektöründe krize yol açacaktır. Mckinnon ve Pill

(1996) finansal liberalizasyon ile mikroekonomik bozulmaların aşırı borçlanma ile yaratılan genişlemenin bankacılık sistemini nasıl kırılgan hale getirdiğini açıklar. Goldfajn ve Valdes (1995) uluslararası faiz oranları ve sermaye girişlerindeki değişimleri inceleyerek, bankaların bu genişletici rolünün, finansal krizle ve banka kaçışları ile sonlandığını ortaya koyar(Kaminsky ve Reinhart, 1999 s.475).

Teori bankacılık ve döviz krizleri arasındaki bağlantıyı kesin olarak ortaya koyamasa da, modeller ikiz krizlerin oluşmasında önemli olan ekonomik indikatörleri net olarak kavramamızı sağlar. Bu indikatörlerin öne çıkanları; döviz rezervleri, para arzı, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları, dış kaynaklı şoklar ve ticaret hadleridir. Ayrıca ithalatta hızlı artışlar ve azalışlar, ürün çıktısı, sermaye akımları, banka kredileri ve varlık fiyatları vurgulanır. Bazı modeller de dövizin aşırı değerliliğin ihracat hacmini düşürmesi üzerinde durur. Son olarak Krugman(1979) döviz krizlerini devlet bütçesindeki açıklar kaynaklı olduğu belirtir. (Kaminsky ve Reinhart, 1999 s.475)

Kaminsky ve Reinhart (1999), 1970-1995 yılları aralığında dışa açık 20 küçük ülke ekonomisinde yaşanan krizleri araştırmışlardır. Çalışmaya göre bu ülkelerde ilgili tarih aralığında 76 adet ödemeler dengesi-döviz krizi yaşanırken 26 adet bankacılık krizi yaşanmıştır. 1970-1979 ve finansal serbestleşmenin yoğun olarak yaşandığı 1980-1995 aralıkları 2 ayrı dönem olarak incelendiğinde; yıl başına yaşanan ortalama döviz krizi sayısı aşırı farklılık göstermez iken, bankacılık krizleri 1970-1979 döneminden 1980-1995 post liberalizasyon dönemine yaklaşık 5 misli artmıştır.

Kaminsky ve Reinhart (1999) 1970-1995 döneminde meydana gelen 76 döviz krizi ve 26 bankacılık krizi üzerinde yaptıkları ampirik çalışmada; krizlerin oluşumunda etken olan problemlerin kaynaklarını ve kapsamalarını araştırmışlardır. Çalışmadan çıkan genel sonuçlardan biri bankacılık krizleri ve döviz krizlerinin, finansal liberalizasyon ile yakından ilgili olduğu ve genellikle döviz krizinden önce bankacılık krizlerinin yaşandığıdır. Ayrıca bu iki kriz birbirini tetikler ve derinleştirir niteliktedir ki beraber meydana gelmelerinin çok daha yıkıcı sonuçları olacaktır.

III. FİNANSAL KRİZ ve CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Ülkeler uzun süreler, geniş cari açıkları tecrübe ettikleri zaman, bu açıkların sürdürülebilirliğine dair şüpheler sürekli yükselmektedir. Bu şekilde devam eden geniş cari açıklar finansal piyasalarda yüksek gerilime yol açmaktadır. Sürdürülebilirlik değerlendirmesinin zorluğu göz önünde bulundurulursa, develüasyon beklentileri, spekülative sermaye kaçışları ve finansal kriz beklentileri cari açığın yarattığı gerilimin sonuçları olarak karşımıza çıkar. Krizlerin yoğunlaştığı 1990’ larda bu gerilimin sonuçlarının bir çok gelişmekte olan ekonomiyi krize sürüklediğini söyleyebiliriz. Bu bölümde, daha sonra ampirik verilerle inceleyeceğimiz ülke örneklerine ışık tutması açısından, cari açığın sürdürülebilirliğine dair teorik tartışmalar üzerinde duracağız.

A. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI ÜZERİNE TEORİK TARTIŞMALAR

Cari açık dengesi, gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik performansının önemli bir ölçüsüdür. Çünkü dışa açık ekonomide cari açık dengesi ulusal yatırım-tasarruf, mali denge ve özel tasarruflar gibi büyümede etkili olan bileşenlerle yakından ilgilidir. Aynı zamanda döviz kuru ve rekabet edebilirlikte cari açık ile doğrudan ilgili bileşenlerdir. Örneğin Ulusal tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasında oluşacak sürdürülemez bir dengesizlik ülkenin yabancı yükümlülüklerini yerine getirememesine neden olur.

Roubini ve Wachtel (1997)’ ye göre gelişmekte olan ülkelerde 4 önemli konu cari dengesizlik hakkında endişeye yol açmaktadır. Bunlar; **i.** Cari açık boyutunun Gsyih’ a oranı ve bu oranın yükseliyor olması **ii.** Dengesizliğin, tüketim balonu ve düşük ulusal tasarrufların bir sonucu olarak ortaya çıkması **iii.** Reel değerlenme sonucunda rekabet edebilirliğin azalması **iv.** Zayıf bankacılık ve finansal sistemin geniş sermaye akımlarıyla baş edememesi(Roubini ve Wachtel, 1997, s.4).

Milesi-Ferretti ve Razin (1996) sürdürülebilirliğin ülkenin ödeme gücü ile ilişkili olduğunu ileri sürmüştür. Onlara göre bir ülkenin ilerleyen zamanlardaki ticaret fazlalarının şimdiki değeri ülkenin dış borcunun cari değerine eşitse o ülkenin ödeme gücü bulunmaktadır. Mevcut politika uygulamasının belli olmayan bir tarihe kadar sürmesi eğer ülkenin ödeme gücünü azaltmıyorsa, bir başka ifadeyle, ülkenin bütçe kısıtını ihlal etmiyorsa ülkede uygulanmakta olan politika ve cari işlemler açığı sürdürülebilirdir. Mevcut politika uygulamasını önemli ölçüde değiştirmeyi gerektirecek ya da bir krize yol açabilecek dengesizliklerin varlığı durumunda cari işlemler dengesi sürdürülemez hale gelmektedir. Politikalarda değişiklik yaşanması veya bir krizin baş göstermesi dahili ya da harici bir şok tarafından tetiklenebilir(Milesi, Ferretti ve Razin, 1996, s.1,2)

Milesi-Ferretti ve Razin (1997, 1998) çalışmalarında cari işlemlerin sürdürülebilirliği için yeterli koşulun ülkenin dış borç yükümlülüklerinin gayri safi milli hasılaya oranının istikrar kazanması olduğunu ileri sürmüştür. Yazarlar çalışmalarında söz konusu oranın istikrarlı hale geldiği dış ticaret açığına ulaşmak için ülkenin dış ticareti açığında ne ölçüde bir daralmaya gitmesi gerektiğini hesaplamıştır. Temel çıkarımlardan en önemlisi, döviz kurundaki reel değişikliklere göre ayarlanmış reel faiz oranının ekonominin büyüme oranını aştığı durumlarda söz konusu oranın sabitlenmesi için dış ticaret fazlasının zorunlu hale geldiğidir(aktaran: Tiryaki, 2002, s.8).

Roubini ve Wachtel (1997)' de benzer şekilde dönemler arası bütçe kısıtının ülkenin cari işlemler dengesi ve dış borç stokuna üzerinde gevşek kısıtlamalar koyduğunu ifade etmiştir. Bir ülkenin sonsuza kadar uzanan bir gelecekteki cari işlemler dengelerinin iskonto edilmiş toplamını cari dönemdeki dış borç stokuna eşit kılan herhangi bir cari işlemler projeksiyonu tanım gereği sürdürülebilir olmaktadır. Cari işlemler hesabının hem özel hem de kamu sektörünün tasarruf ve yatırım kararları arasındaki ilişki ve yabancı yatırımcıların borç verme isteğiyle belirlenmesi nedeniyle ileriki dönemlerde gerçekleşmesi olası akımların doğru şekilde tahmin edilmesi mümkün değildir. Bundan ötürü, Roubini ve Wachtel, artış göstermeyen bir dış borç/GSMH oranının pratik olarak sürdürülebilirlik için yeterli bir koşul oluşturduğunu ifade etmiştir. Böyle bir durumda, söz konusu oran

büyümedikçe ülke borçlarını ödeme gücüne sahip olacaktır(Roubini ve Wachtel, 1997, s.5).

Reisen (1998) çalışmasında uzun dönemde sürdürülebilir cari işlemler açığını tanımlayan bir eşitlik türetmiştir. Bu çalışmada, Milesi-Ferretti ve Razin'in çalışması geliştirilerek, uzun dönemde büyümeden dolayı artan ithalatı karşılayabilmek ve ödemeler bilançosundaki değişkenlikle başa çıkabilmek için ülkenin rezerv biriktirme gereksinimi de analize dahil edilmiştir. Türetilen eşitlikte dış borcun gayri safi milli hasılaya oranının sabit kalacağı ve arzu edilen rezerv düzeyinin ithalatın büyüme oranına eşit şekilde artacağı uzun dönemde sürdürülebilir bir cari işlemler tanımlanmaktadır(aktaran: Tiriyaki, 2002, s.9).

B. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ

Cari açığın sürdürülebilir olup olmadığını ölçebilecek basit bir kural yoktur. Zaten böyle bir kural olsaydı döviz krizleri meydana geldiğinde sürpriz olmazdı. Dolayısıyla ülkelerin cari açıklarının sürdürülebilirliklerini ölçmek; birçok kriterin göz önünde bulundurulması gereken zor bir konudur. Deneyimler ödemeler dengesi krizlerinin bu kriterlere bağlı köklerin bir yada birkaçı ile ilgili olduğunu söylese de dikkatli bir inceleme ile bile önceden kestirmek çok mümkün değildir(Roubini ve Wachtel, 1997, s.5)..

Dönemler itibariyle daha yüksek yatırım imkanlarına olanak veren politika uygulamaları zorunlu olarak ülkelerin cari işlemler hesabında bozulmaya yol açacaktır. Edwards 2001' e göre cari işlemlerdeki bu tip bozulmalar politikalarda değişikliğe gitmeyi gerektirecek bir endişeye yol açmamalıdır(Edwards, 2001, s.8).

İngiltere Eski Maliye Bakanı Nigel Lawson 1988' de IMF' e hitaben yaptığı konuşmasında İngiltere' nin cari açığını değerlendirirken; açığın nedenini geçmişten gelen bütçe açıkları olduğunu belirtmiştir. Lawson, bütçenin dengede olduğu durumlarda özel kesim davranışlarından kaynaklanan cari işlem açıklarının endişe kaynağı olmayacağı görüşünü ortaya atmış ve bu görüş literatüre Lawson Doktrini olarak geçmiştir. Lawson Doktrini Corden (1994) tarafında şöyle ifade edilmiştir(aktaran: Tiriyaki, 2002, s.10) :

“Cari işlemler özel ve kamu kesiminin tasarruf ve yatırımlarının net sonucudur. Özel kesimin optimal tasarruf ve yatırım kararları yine optimal bir dengeye –cari işlemler dengesine– yol açar. Hükümet kaynaklı bozulmaların mevcut olmaması koşuluyla, hükümetlerin ya da harici gözlemcilerin özel kesimin ne kadar yatırım yapması veya tasarruf etmesi gerektiğini bu kesimin kendisinden daha iyi bildiği varsayılabilir. Sonuç olarak, özel kesim davranışındaki değişimden kaynaklanan cari işlemler açıkları endişeye neden olmamalıdır. Diğer taraftan, kamu bütçe dengesi kamu politikasının ilgi alanına girmekte olup, asıl üzerinde durulması gereken konu da bu olmalıdır.”

1982 yılında yaşanan uluslararası borç krizi Lawson Doktrininin sorgulanmasına yol açmıştır. Bazı Latin Amerika ülkelerinde kriz öncesinde çok yüksek cari işlemler açığı oluşmuş ve ağırlıklı olarak artan yatırımlardan kaynaklanmıştır. Ve bu ülkelerin bazıları gayet iyi bütçe dengelerine sahip olmalarına rağmen borç krizinden olumsuz şekilde etkilenmişlerdir. Borç krizinden sonra GOÜ’ lere 1990’ lara kadar belirgin bir sermaye girişi yaşanmamış ve açıklar makul düzeye çekilmiştir. 1990’ lardan itibaren ise özellikle Latin Amerika ülkelerine yeniden sermaye girişi başlamıştır. Meksika’ nın 1994 yılında yaşadığı krizde Lawson Doktrini yeniden eleştirilmeye başlanmıştır. Eski ABD hazine bakanı Lawrence Summer, Lawson’ a karşı çıkarak cari açıkların sadece özel kesim kaynaklı olmasının zararsız olduğunun düşünülmemeyeceğini, GSYİH’ ın %5’ ini aşan açıkların, özellikle rahatlıkla geri çekilebilecek şekilde finanse edilmişse dikkat edilmesi gerektiğini söyler(aktaran: Tiryaki, 2002, s.10,11).

Edwards (2001) çalışmasında portföy teorisini kullanarak bir sürdürülebilirlik eşitliğine ulaşmıştır. Buna göre, yabancıların ülkenin yükümlülüklerine olan talebi kullanılarak elde ettiği sürdürülebilir cari işlemler oranı ülkeler arasında değişiklik gösterebilir. Yabancıların portföy kararlarını ve ekonomik büyümeyi etkileyen değişkenler söz konusu oranı belirlemektedir. Böylece Edwards (2001)’ e göre Summers’ın ifade ettiği yüzde 5 oranı anlamını yitirmektedir.

Cari açıkların sürdürülemez duruma geleceği düşünölmeye başlandığında politika değışikliğine ihtiyaç vardır. Politika değışikliği uygulanmaz ise ya kendiliğinden yada bir kriz ile daralma olacaktır. Cari işlemler açıklarının keskin şekilde daralması Milesi-Ferretti ve Razin (1997, 1998) tarafından incelenmiş ve ampirik olarak daralmaları tahmin eden bazı değışkenler belirlenmiştir. Bu değışkenler şunlardır: cari işlemler dengesinin düzeyi (cari işlemler açığı ne kadar büyükse daralma o kadar olasıdır), döviz rezervleri (rezervler ne kadar düşükse daralma o kadar olasıdır), kişi başına GSMH (kişi başına GSMH ne kadar büyükse daralma o kadar olasıdır), dış ticaret hadleri (dış ticaret hadlerinin bozulduğu ölkelerde daralma yaşanma olasılığı daha yüksektir), yatırımlar (yatırımlar ne kadar yüksekse daralma o kadar olasıdır). Daha fakir ve gelişmekte olan ölkeler de örnekleme katıldığında şu değışkenler de belirgin şekilde devreye girmektedir: gelişmiş ölkeler büyüme oranları (gelişmiş ölkeler büyüme oranları ne kadar büyükse daralma o kadar olasıdır) ve gelişmiş ölkeler faiz oranları (gelişmiş ölkelerde reel faiz oranları ne kadar yüksekse daralma o kadar olasıdır)(aktaran: Tiryaki, 2002, s.11).

Reisen (1998) ise sürdürülebilirlik için temel ilkenin cari işlem açıklarının tüketim patlamalarını değil fakat üretken yatırımları finanse etme aracı olarak görülmesi gerektiği ileri sürmüştür. Bu yatırımların tercihen ihracat sektöründe yapılması ölkeler kaçınılmaz şekilde artan dış yükümlölüklerini yerine getirmesine hazırlık sağlar(aktaran: Tiryaki, 2002, s.12).

Milesi-Ferretti ve Razin (1996) bir ölkelerin cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini değerlendirebilmek için önemli buldukları değışkenleri dört kategoride sınıflandırmıştır. Yapısal özellikler kategorisinde ölkelerin tasarruf ve yatırım eğilimleri, ekonomik büyüme oranı, dışa açıklık ve dış ticaret hacmi, dış yükümlölüklerin kompozisyonu, ölkelerin finansal yapısı, sermaye hesabı rejimi gibi değışkenler yer almaktadır. Yüksek yatırım oranları ileriki dönemlerde yüksek büyüme oranlarını da beraberinde getirdiğinden ölkelerin ödeme gücünü artırmaktadır. Diğer taraftan, dış borç servisini sağlayacak ve dış borçları azaltabilecek döviz kazancı yaratılması amacıyla ölkelerin dış ticarete konu olan malların üretimine ağırlık vermesi gerekmektedir. Ancak

ülke dış ticarete ne kadar açıksa, dış ticaret hadlerinde bozulma veya dış talepte gerileme gibi dış şoklara maruz kalma riski de o kadar yüksek olacaktır. Ülkenin dış yükümlülüklerinin vade yapısı, yarattığı yükümlülük şekli (borç veya hisse senedi), döviz ve faiz kompozisyonu değerlendirmelerin yönünü belirleyebilir. Sermaye hesabı ne kadar liberal olursa ülkenin olumsuz dış şoklara maruz kalma riski o kadar yüksek olacaktır. Ancak, liberal bir sermaye hesabı, ülkenin finansal sektörünün gelişmişlik düzeyine de bağlı olarak, yurt içi politikalarda disiplin sağlayıcı bir rol de oynayacaktır. Makroekonomik politika durumu kategorisinde döviz kuru politikası, kur rejiminin esneklik derecesi ve mali denge unsurları bulunmaktadır. Üçüncü olarak, ülkenin siyasi istikrarsızlığı, uygulanan politikaların devam edip etmeyeceği hakkındaki belirsizlikler, ve mevcut politika uygulayıcılarının kredibilitesi dış yükümlülüklerin sürdürülebilirliğini etkileyebilmektedir. Son olarak ise, ülkenin dış yükümlülüklerine ait fiyat göstergeleri, yabancı yatırımcıların ülkeye borç verme isteği ve cari işlemlerin sürdürülebilirliği konusundaki beklentileri hakkında bir işaret olarak yorumlanabilir(Milesi-Ferretti ve Razin, 1996, s.21-29).

Roubini ve Watchel (1997) cari açığın sürdürülebilir olup olmadığını ölçecek basit kural olmadığını, böyle bir kural olsaydı krizlerin sürpriz olmayacağını belirtmişlerdir. Eğer sürdürülebilirlik için işlevsel bir tanım gerekiyorsa, mevcut makroekonomik durumun devam ettiğini, herhangi bir dış şok yada makro politika değişikliği olmadığını varsayalım. Bu aşamada cari açığın herhangi bir sektörde dış kaynaklı bir kriz yaşanmadığı sürece sürdürülebilir olduğu iddia edilebilir. Dış kaynaklı sektör krizi, döviz krizi yada dış borç krizi şeklinde de vuku bulabilir. Roubini ve Watchel (1997)' e göre cari açık sürdürülebilirliği bu gelişmeler yaşanmazsa korunabilir. Bununla beraber Milesi-Ferretti ve Razin (1996) çalışmasına benzer bir çalışma yapmışlar ve kriz deneyimleri göz önünde bulundurulduğunda, sürdürülebilirliğin belli değişkenlerin bir yada birkaçı ile ilgili olduğunu belirtmişlerdir(Roubini ve Watchel ,1997, s.6). Roubini ve Watchel (1997)' nin üzerinde durduğu kriterler şunlardır; **a** cari açığın kaynağı, **b** cari açığın kompozisyonu **c** reel döviz kuru değerlendirilmesi **d** döviz rezervi ve borç stoku **e** finansal sistemin kırılganlığı ve **f** politik belirsizlik ve istikrarsızlık.

1. Cari Açığın Kaynağı

Cari açık ulusal tasarruflar ile ulusal yatırımlar arasındaki farka eşit olduğundan açık, ya ulusal tasarruflardaki bir düşüş, yada ulusal yatırımlardaki artış sonucu olacaktır. Roubini ve Watchel (1997)' ye göre devam eden cari açık yurtdışından ödünç alınarak yaratılmış ve ödünç alınan fonlar yeni yatırımlara kanalize edilmişse, bu durum harcama miktarının tasarruf miktarını geçtiği duruma göre daha tehlikesizdir. Çünkü yükselen yatırım oranları üretim kapasitesinin artmasına ve potansiyel olarak gelecekte ihracat kazançlarının artmasına neden olacak ve dış borç servisini mümkün kılacaktır(Roubini ve Watchel, 1997, s.7)

Genelde tasarruf miktarlarında azalmadan kaynaklanan cari açık, yatırım oranlarındaki artıştan kaynaklanan cari açıktan daha sorunludur. Ayrıca belirli yatırım türleri açığın daha sürdürülebilir olmasına daha çok katkı yaparlar. Örneğin üretkenliği arttıracak yatırımlar – özellikle ticareti yapılan mallara yönelik endüstrilerde- gayrimenkul sektörüne yapılacak yatırımlara göre cari açığı daha sürdürülebilir kılar. Ulusal tasarruflardaki azalma kaynaklı açıkları daha detaylı inceleyecek olursak; şüphesiz ki düşen tasarruf oranları ya özel kesim tasarruflarında bir düşüş yada kamu kesimi tasarruf oranlarında bir düşüş yani bütçe açıkları kaynaklı olacaktır. Ulusal tasarruflardaki düşüşün kaynağının kamu sektöründeki bütçe açıkları olması, özel sektör tasarruflarındaki azalma kaynaklı olmasından daha tehlikelidir. Çünkü özel kesim tasarruflarındaki düşüş yada açığın büyümesi genelde geçici bir hadise iken, kamu açıkları yapısal dengesizliklerin bir sonucudur ve kurtulmak daha zordur. Şöyleki; geleceğe dair beklentiler olumlu olduğunda özel sektör yatırımlarında dolayısıyla harcamalarda artış yaşanabilir. Ancak yatırımlarda yaşanan bu artış gelecekteki gelirlerin daha yüksek olmasını sağlayacak ve azalan tasarrufların yeniden artmasına sebep olacaktır.Diğer taraftan büyük ve kalıcı yapısal bütçe açıkları yabancı borçlarda sürdürülemez bir tırmanışla sonuçlanabilir(Roubini ve Watchel, 1997, s.7).

Roubini ve Watchel (1997)' ye göre üzerinde durulması gereken bir diğer konuda

ekonomik büyüme oranı ve cari açık oranı arasındaki ilişkidir. Ekonomik büyüme oranı yüksek ise geniş cari açıklar sürdürülebilir olabilir. Yüksek GSYİH büyüme oranı, yüksek yatırım oranlarına ve karlılık artışlarına sebep olacaktır. Aynı zamanda yüksek büyüme özel kesimin tasarruflarında geçici bir daralmamaya yol açsada gelecekteki gelirlerin artmasına neden olacaktır. Dış borç / GSYİH oranında ülkenin dış borç servisini yerine getirebilmesi açısından daha ılımlı bir hale gelecektir.

2. Cari Açığın Kompozisyonu

Cari açık dengesinin kompozisyonu yaklaşık olarak ticaret dengesi ile net dış alem gelirlerinin toplamına eşittir ve sürdürülebilirlik için önemlidir. Sürdürülebilirlik söz konusu olduğunda cari dengesizliğin ticaret açığından kaynaklı olması, net dış alem gelirlerinin açık vermesinden daha tehlikelidir. Geniş ve kalıcı ticaret açıkları rekabet edemezlik gibi yapısal bir probleme işaret edebilirken, negatif dış alem gelirleri kalemi geçmişten gelen dış borçların sonucu olabilir. Ayrıca ülkenin dış borç servisini yerine getirebilme yeteneği, gelecekteki döviz gelirleri ile ilişkili olduğundan ihracatın GSYİH içindeki payı bir başka önemli sürdürülebilirlik göstergesidir(Roubini ve Watchel 1997, ss8, 9).

3. Sermaye Akımlarının Kompozisyonu ve Büyüklüğü

Cari açığın finansmanını sağlayan sermaye akımları şüphesiz ki sürdürülebilirlik için önemli bir veridir. Sermaye akımları göz önünde bulundurulduğunda kısa vadeli akımların uzun dönemli sermaye akımlarından daha tehlikeli olduğu görülür. Diğer taraftan özsermaye akımları, borç yaratan akımlardan daha durağan olduğundan cari açığın sürdürülmesine olumlu etki yapar. Bu bağlamda cari açığın doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmesi, kısa vadeli sıcak para ile finanse edilmesinden daha sürdürülebilirdir. Çünkü sıcak para akımlarında piyasa koşullarının değişmesi ani geri çekmelere neden olabilir(Roubini ve Watchel 1997, ss9, 10).

Borç yaratıcı akımlar göz önünde bulundurulduğunda, resmi kreditorlerden alınan

borçlarda kısa vadede geri çekme riski özel kreditorlere nazaran daha azdır. Diğer taraftan ise yabancı bankalardan edinilen fonlar portföy yatırımlarına kıyasla daha devamlıdır. Üzerinde durulması gereken bir diğer konuda borçlanmanın döviz yada ulusal para cinsinden olacaktır. Dışarıdan borçlanma yurtiçinden borçlanmaya göre daha düşük faiz oranı ve daha iyi bir sermaye akımına imkan verirken, yurtiçi borçlanma döviz kuru ve enflasyon açısından risk taşır. Ancak yabancı para cinsinden borçlanma kötüleşerek reel değer kaybı sonucu reel borç yükünün yükselmesi ile döviz krizine neden olabilir(Roubini ve Watchel 1997, ss9, 10).

Roubini ve Watchel (1997) cari açık miktarından bile daha fazla miktardaki sermaye akımlarının varlığının anormal olmadığını belirtmiştir. Kısa vadede bu tip akımlar sürdürülebilirliği arttırırken zamanla iki nedenden dolayı sürdürülebilirliğe negatif etki yaparlar. İlki bu tip geniş akımlar genelde geri çekmesi kolay portföy yatırımları yani sıcak paradan oluşurlar. İkincisi ise, cari açığı aşan miktarlar ülke parasının değerlendirilmesine ve dolayısıyla ülkenin rekabet edebilirliğini azaltarak gelecekte cari açığın kapanması için gerekli olan ihracat gelirlerinin azalmasına yol açar. Eğer Merkez Bankası bu tip bir değerlenmeye meydan vermek istemiyorsa piyasadan döviz alır. Bu durum aynı zamanda döviz rezervlerini arttıracığından sürdürülebilirliğe olumlu etki yapar. Ancak bu sermaye akımları sterilize edilmezse parasal büyümeye yol açarak yüksek enflasyon ve reel değerlenmeye yol açar.

4. Döviz Rezervi ve Borç Stoku

Cari açığın ulusal tasarruflar ile yatırımlar arasındaki fark olduğu ve finansmanının sermaye akımları yada borç birikimi yoluyla mümkün olduğunu daha önce belirtmiştik. Açığın sürdürülebilirlik yeteneği ülkenin uluslar arası varlık stoğuyla yakından ilgilidir. Ülkenin geniş bir dış borç yükünün varlığı cari açığın finansmanını zorlaştıracaktır. Ayrıca geniş borç servisi yükü rahatlıkla ihracat gelirlerini tüketerek ülkenin büyümesi için gerekli olan yatırım malları ithalatını engelleyecektir. Bu nedenlerden dolayı bir çok gelişmekte olan ülke borç yükümlülüklerini yeniden programlaya çalışır(Roubini ve Watchel 1997,

ss10, 11).

Benzer biçimde geniş döviz rezervlerinin varlığı cari açığın finansmanını kolaylaştırır. Özellikle sabit kur rejimindeki ülkeler döviz kurunu düzeltmek için rezervlere ihtiyaç duyarlar. Döviz rezervlerinin geniş, dış borç yükünün az olması ülkenin cari açık sürdürülebilirliğini olumlu etkileyerek cari açığı daha düşük maliyetle finansmanını mümkün kılacaktır. Çünkü bu ikisi ülkenin risk primini azaltarak sürdürülebilirlik yeteneğini artırır(Roubini ve Watchel 1997, ss10, 11).

5. Finansal Sistemin Kırılganlığı

Ülkedeki finansal sistemin sağlamlığı cari açığın sürdürülebilme yeteneğine etki eder. Özellikle bankacılık sektörü sistem içinde en büyük öneme sahiptir. Sermaye akımları ve doğrudan yabancı yatırımlar için yurtiçi finansal sistem gereklidir ve yabancı yatırımcılar fonlarını yurtiçi finansal sisteme emanet etmek konusunda istekli olmalıdır. Bankacılık sistemine güvensizlik yabancıların yurtiçi ekonomiye katılarak, açığı finanse etmesinin önünde bir engeldir. Böyle bir durumda bütün açık dış borç birikimi ile kapatılmak zorunda kalınır(Roubini ve Watchel 1997, ss11).

Yurtiçi bankacılık krizleri gelişmekte olan ülkelerde çok sık rastlanılan bir durumdur. Bu krizler genelde kötü kredi kullandırma tecrübelerinden ziyade, bankaların borç vermesindeki politik baskıların sonucudur. Daha açık bir ifadeyle devlet malı olan girişimlere verilen borçlardır. Problem, bankalar yurtdışından sağlam para birimleri üzerinden borç aldığı anda daha da kötüleşir.

Bankacılık sistemindeki bozulma birçok sonucu doğurur. İlk olarak tasarrufların hızla azalmasına veya ekonomik aktivitelerin azalarak tasarrufların azalmasına yol açacaktır. Ardından belirsizlik ve zayıflık hızla sermaye akımlarını durduracak ve yabancı sermayenin kaçışına sebep olacaktır. Böyle bir bankacılık sektörü kırılganlığı rahatlıkla cari açığı sürdürülemez bir duruma getirebilir(Roubini ve Watchel 1997, ss11).

6. Politik Belirsizlik ve İstikrarsızlık

Ekonomi politikaları hakkında oluşacak bir istikarsızlık yada belirsizlik aynı bankacılık sisteminin zayıflığında olduğu gibi bir etki yaratır. Rejimde değişme tehdidi yada ekonomi politikalarına kendini adamamış bir rejimin varlığı uluslar arası finansal çevrelerin ekonomiye katılarak cari açığı finanse etme isteklerini azaltır. Bu şekilde beklentilerde oluşacak bir kötüleşme ödemeler dengesi yada döviz krizlerine neden olabilir. Özellikle ekonomik temeller sağlam değilse bu tip beklentilerde değişiklikler hızla ve hiç uyarısız gerçekleşebilir. Ayrıca politik istikrarsızlık geniş bütçe açıklarına ve geniş cari açıklara yol açabilir(Roubini ve Watchel 1997, ss11).

Özetle cari açık sürdürülebilirliğini ölçmek yada döviz/ödemeler dengesi krizlerini öngörmek kolay bir iş değildir. Ancak bu kriterler bu kriterler gelişmekte olan ülkelerdeki durumu analiz etmek için gereklidir.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLERE GENEL BİR BAKIŞ: MEKSİKA (1994), ASYA (1997) ve TÜRKİYE (2001) ÖRNEKLERİ

Bundan önceki bölümde finansal krizler hakkında literatürde yer alan teoriler incelenmişti. Değişik zaman dilimlerde değişik yazarlar tarafından ortaya konulan bu teorilerin büyük bir kısmı bazı ülkelerde yaşanan kriz deneyimleri ile örtüşür, bazı teoriler ise kriz deneyimleri ile birlikte şekillenmiştir. Bu bölümde Meksika(1994), Doğu Asya(1997) ve Türkiye (2001) nin kriz deneyimleri; krizlerin oluşum süreçleri, oluşumunda etkili olan faktörler ve ekonomiye etkileri çerçevesinde incelenecektir. Bu üç finansal krizin yaşandığı ülkelerde en temel ortak özellikler, hepsinin gelişmekte olan ülke olması, iktisat politikalarında köklü dönüşümler yapmış olmaları ve krizlerden önce hızla finansal liberalizasyon sürecine girmeleridir.

I. MEKSİKA KRİZİ: 1994

A. KRİZ ÖNCESİ GENEL BAKIŞ: MEKSİKA

Meksika, 1994 krizi olmadan önce başarılı sayılabilecek reformların ve finansal serbestleşmenin örneği olarak gösterilmekteydi. Uygulanan politika ile bu politikaların ekonomik sonuçları arasında görülen uyumsuzluklara rağmen, Meksika' nın uyguladığı reformlar zaman zaman medya, finans sektörü uzmanları, akademisyenler ile IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar tarafından büyük bir başarı olarak nitelendirilmiştir. 1980 lerin başlarında uygulanmaya başlanan liberalleşme politikaları, 1987 yılında Ekonomik Dayanışma (Birlik) Paketi' nin imzalanması ile hız kazandığından, 1994 krizi öncesi dönem Pacto öncesi dönem ve Pacto sonrası dönem olarak incelenecektir.

1. Pacto Öncesi Dönem

1950' lerin ortasından 1970' lere kadar olan dönem içinde Meksika, oldukça istikrarlı bir finansal sisteme, düşük enflasyona ve tatmin edici büyüme rakamlarına sahipti. Ardından; 1973 ve 1976-77 krizi arasında büyümeye dönük kamu harcamaları ve ithal ikamesi olanaklarının daraldığı ve yine yüksek büyüme ile ilk döneme göre yüksek enflasyonun söz konusu olduğu bir dönem, 1978-81 arası ise, büyük petrol gelirlerine dayanan yüksek büyüme dönemi olarak ifade edilmektedir. 1981' yılına gelindiğinde Meksika' nın ihracatının içindeki petrol ihracatının payı %70' e ulaştı, petrol dışı ticaret dengesi hızla bozulduğu için dış borçlar hızla uyarı vermeye başladı ve yılın ortalarında ise petrol fiyatları düşmeye başladı. Meksika 1982 yılının ağustos ayında Latin Amerika ülkelerinin pek çoğu gibi ciddi bir borç krizi içerisine girerek dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamıştır. Meksika'nın petrol ihraç eden bir ülke olarak içine düştüğü bu borç krizi yıllar boyunca yaşayacağı ekonomik zorlukların başlangıcı olmuştur. 1983 yılında borç ertelemesi için yapılan pazarlıkla birlikte Miquel de la Madrid başkanlığında Meksika ortodoks bir istikrar uygulamaya başlamıştır. Çok taraflı uluslararası kurumları memnun eder nitelikte olan piyasa merkezli reformlar ile ithal ikameci sanayileşme stratejisi terk edilerek, devletin ekonomideki rolü yeniden tanımlanmıştır(Erdem, 2002, s.69).

1985 yılına kadar, Meksika otoriteleri ekonomiyi stabilize edebilmek için geleneksel sınırlayıcı makroekonomik politikaları uygulamışlardır. Bankaların millileştirilmesi, ithalatı kısıtlama politikaları ve bütçe açıklarını azaltma çabaları bunlardan bazılarıdır. Ancak 1982-1985 dönemi arasında uygulanan bu politika istenilen sonucu verememiş, 1985 yılında yüksek kamu borcu, yüksek faiz ve enflasyon oranları altında ikinci bir kriz yaşanmıştır(Krueger ve Tornell, 1999, s.1). Bu noktadan sonra Politika Yapıcıları Meksika ekonomisinin temellerine dair reformlara ihtiyaç duyulduğuna ikna olmuşlardır. Bu çerçevede bundan önce yaşanan krizlerde yapıldığı gibi ithalat kısıtlamalarını artırmak yerine, para birimi devalüe edilmiş, gümrük tarifeleri bir miktar azaltılarak, büyük ölçüde korumacı bir yapıda olan imalat sanayi rekabete daha açık hale getirilmiş ve özelleştirmelere başlanmıştır. Ancak bu reformlar sürerken enflasyonda ciddi bir artış yaşanmış ve 1987 yılında enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır(Krueger ve

Tornell, 1999, s.5). Eylül 1986’ da hükümet IMF ile yeni bir stand-by anlaşması imzalamış olmasına karşın, ekonominin hassas yapısı peso’ dan kaçış ve 1987’ de borsada bir çöküşle sonuçlandı. Meksika, IMF ve Dünya Bankası’ ndan alınan krediler sayesinde emsalsiz döviz rezervlerine sahip ve makro-ekonomik ve yapısal politikalar **doğru yönde** iken, para üzerinde böylesi bir saldırı, süprizle karşılandı(Erdem, 2002, s.70).

2. 1987-1994: Pacto Sonrası Dönem

1987’ de borsada yaşanan çöküşün ardından; 15 Aralık 1987 hükümet, işçiler, tarım üreticileri ve iş dünyasından temsilcilerin ortak katılımıyla Ekonomik Dayanışma (Birlik) Paktı ilan edildi. Bu reform programı 4 ana unsurdan oluşmaktaydı: **i** ülke ekonomisinin uluslararası rekabete açılması, **ii** ciddi bir özelleştirme ve liberalizasyon, **iii** önceden belirlenmiş bir nominal döviz kuru çapasına dayalı ve sıkı para ve maliye politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı, **iv** hükümet, özel sektör ve sendikalar arasında yapılan ve fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını belirlemeye yönelik kapsamlı bir sosyal ve ekonomik sözleşme(Edwards, 1997, s.3).

Yeni program 1983 istikrar programıyla kıyaslandığında, enflasyonda daha fazla düşmüş, büyüme pozitif ve reel ücretlerdeki düşme daha az gerçekleşmişti, ancak faiz oranlarının çok yüksek olması, yurt içi borç yükünü önemli ölçüde artırmıştı: 1988’ de yurt içi borçlar GSYİH’ nın %18.5’ ine; reel faiz ödemeleri yaklaşık %8’ ine ulaşmıştır. Bu gelişme mali sistem üzerinde baskı yaratarak, istikrar çabalarını tehlikeye atmıştır. Bu ayrıca, özel sektöre özellikle yüksek gelir gruplarına büyük bir transfer demektir. 1982-88 arasında yurt dışına transfer edilen net kaynaklar ise, yıllık olarak GSYİH’ nın %6’ sına erişti. 1988 sonlarında yeni Salinas hükümetinin bu trendi tersine çevirmek için, borç yükünü azaltması, sermayenin geri gelmesini teşvik etmesi, yeni yabancı yatırımları cezbetmesi gerekti. Brady Planı 10 Mart 1989’ da duyuruldu ve Meksika, ABD sponsorluğunda Şubat 1990’ da ticari bankalarla bir borç imzalayan ilk ülke oldu(Erdem, 2002, s.70).

Bir takım kısıtlamaları içeren 1973 kanunu yerine 1989’ da getirilen düzenlemeler

oldukça liberal değişimler içeriyordu. Yabancı sermaye girişinin önündeki engellerin kaldırılması, borsanın yabancı girişimcilere açılması ve finansal kurumların yabancı mülkiyetine geçmesinin gevşetilmesi gibi. Özel sektörün banka kredilerine ulaşmasını kolaylaştırmak amacı güden bu politikaların bankacılık ayağında ise faiz oranlarının serbestleştirilmesi, kredi kontrolleri ve borç verme kısıtlarının kaldırılması, rezerv yükümlölükleri ve zorunlu karşılıkların sıfırlanmasıdır (Hacıhasanoğlu, 2005, s.26).

Hızla liberalleşmeyi içeren bu 1990-1992 döneminde daha önce devletleştirilmiş olan 18 banka yeniden özelleştirilmiştir. Lustig ve Ros, (1999)' a göre özelleştirmelerin temelinde ithalatın, ihracat ile karşılanamaması ve bu yüzden yabancı tasarruflara ihtiyaç duyulması vardı. Bu şekilde yabancı tasarruflar üzerinde şok etkisi ile ithalat ile ihracat arasındaki olumsuz fark kapatılacaktı. Yabancı tasarrufları Meksika' ya çekmek için düzenlenen bir diğer politika ise, Kasım 1991'de yarı sabit bir döviz kuru rejimi altında sermaye hesabı üzerindeki kontrollerin hafifletilmesidir(aktaran: Erdem, 2002, s.71). Motamen ve Samadian, (2000)' e göre reform programları ile birlikte, bankaların özelleştirilmesinin, kamu borçlarının azalmasına katkı yapmasına karşın, finansal araçlar arasında rekabet ve etkinlik artışına yol açmadığını, aksine sermayenin belirli finansal gruplar içinde yoğunlaşmasına neden olduğunu belirtmiştir. Motamen ve Samadian, (2000)' e göre özelleştirmelerin temel sonucu bankacılık sistemi yapısının devlet monopolünden, piyasa oligopolüne dönüşmesi olmuştur(aktaran: Erdem, 2002, s.71). Bu şekilde özelleşen bankalar, özellikle sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk ve uluslararası faizlerin düşmesinden faydalanarak, yurtdışından düşük faizle borçlanıp, yurt içinde yüksek faizle kredi vermeye başladılar. Buna ilave olarak kısa dönemli sermaye girişlerinde önemli bir artışa izin verildi. 1992-94 arasında, hem ticari bankalar hemde banka dışı özel sektörün dış borçlanması, sırasıyla %34. ve %62.5 arttı. (Erdem, 2002, s.71).

Özellikle 1990 da ABD ile serbest ticaret antlaşması olan NAFTA' nın görüşölmeye başlanması ile, reformların ters tepmesi olasılığının azaldığı düşüncesi ile iş dünyasında güven artarak yatırım artışlarına sebep oldu. Aynı dönemde ABD faiz oranlarının düşmesi ile Meksika' ya portföy yatırımları hızlandı. 1983' ten 1993'e 3.5

milyar\$’ dan 33 milyar\$’ a kadar bir artış yaşandı. Ancak bunların birçok kısmı kısa vadeli idi. Bu olumlu hava içerisinde 1992 yılının ilk çeyreğinde, devletin yurtiçi borçlarının azalması , pesonun reel değeri ve rezervlerin artışı gerçekleşti. 1992’nin üçüncü çeyreğinde ise uluslararası faizlerin artması ile birlikte rezerv artışında azalma yaşansa da sermaye hesabı fazla vermeye devam etti. Bu dönemde otoriteler sermayenin kalıcı olduğu düşüncesi ile, cari açığa yol açan döviz kurunun sürdürülmesine izin verdiler. 1982 krizinde GSYİH’ ın %7 sine denk gelen cari açık bu dönemde %13 civarında idi.

Pacto sonrası dönemde uygulanan ekonomik istikrar programı fiyat istikrarını ve mali disiplini sağlamada başarılı olmuştur. Bütçe dengesi tam olarak sağlanmış ve enflasyon hedeflendiği şekilde tek haneli rakamlara düşürülmüştür. 1987 yılında yüzde 100’ün üzerinde olan fiyat artış hızı, 1991 yılında yüzde 19’a, 1993’ te ise yüzde 8’e gerilemiştir. Kamu sektörü dengesinde önemli bir gelişme sağlanmış; 1987 yılında GSYİH’ ın yüzde 15’ i oranında açık veren kamu genel dengesi, 1992 yılını yüzde 1.5 oranında bir fazla ile kapatmıştır(Hacıhasanoğlu, 2005, s.27).

Bazı uluslararası çevreler üretimdeki büyümenin az olmasını özel tüketim ile yatırımlardaki düşmeyi cari açığı bozulmayı, üretim sektöründeki yeniden yapılandırmaya, kredi hacminin para otoriteleri tarafından daraltılmasına, banka portföylerindeki bozulma nedeniyle yaşanan kredi sıkışıklığına ve NAFTA’ nın onaylanması ile ilgili belirsizliğe bağlamaktadırlar. Ancak, Krueger ve Tornell, (1999)’ in de çalışmalarında belirttikleri gibi, bu derecede düşük bir reel büyüme sadece yapısal değişikliklerle açıklanamaz. Asıl neden, ihracatlarda büyümeyi olumsuz etkileyen aşırı değerli reel kurdur. Reel kurda değerlendirme ihracat yapmanın karlılığını azaltırken, taşınmazlar gibi ticarete konu olmayan mallara yatırımı karlı hale getirmektedir. Reel olarak değerli kur, enflasyonu baskı altına alarak yüksek nominal faizlerden faydalanmak isteyen sermayeyi Meksika’ya çekmektedir. Bu zincir bir taraftan ticarete konu olmayan sektörlerde genişleme yaratırken, diğer taraftan ticarete konu sektörlerin artan ithalat ve büyüyen cari açıktan zarar görmesine neden olmuştur(aktaran: Hacıhasanoğlu, 2005, ss.29).

Büyük sermaye girişleri, pesonun değerlenmesini desteklemek, yerel gayrimenkul ve finansal varlıklara spekülatif yatırımları ateşlemek, artan özel ve kamu tüketimini teşvik etmek, yerleşiklerin “sermaye kaçıışı”nı finanse etmek gibi üretken olmayan amaçlarla kullanılmış; bu girişlerin büyük bir kısmı ekonomik olarak üretken yatırımlarla sonuçlanmamıştır; sanayi sektörü 1970’ de GSYİH’ nın %29 iken 1993’ te %28’ idir. İmalat sanayi ise %22’ den %20’ ye düşmüştür(Erdem, 2002, s.73).

1990’ larda büyük cari işlem açıkları ile yarı durgun bir ekonomi sergileyen Meksika’ nın Büyük ölçüde, doğal kaynak patlamasının neden olduğu “Hollanda Hastalığı” (Dutch Disease) olarak bilinen duruma benzediği belirtilmektedir(Nilgün Erdem, ss73). Alejandro Ponzio (2006) Hollanda Hastalığı’ nı birincil sektörlerde oluşan ihracat patlamasının ekonomik kalkınmayı canlandıramaması olarak tanımlar. Bir ülkenin doğal kaynak gibi ham madde ihracatının hızla yükselmesi, diğer sektörleri daha az rekabetçi ve karsız hale getirir. İmalat sanayi, tarım gibi bu diğer sektörlerde üretim ve istihdam azalarak, kaynaklar ihracatının hızla yükseldiği sektöre kayacaktır. Diğer sektörlerde meydana gelen kötüleşme, ekonomik büyüme açısından; ihracatın hızla yükseldiği sektörde oluşan olumlu gelişmeleri azaltarak ekonomik canlanmanın daha düşük seviyelerde kalmasına yol açacaktır(Ponzio, 2004, s.1). Lustig ve Ros (1999) aynı kırılganlık semptomu, Latin Amerika’ nın benzer reformları uygulayan diğer ekonomilerinde de bulunmasına rağmen, Meksika özellikle portföy akımları olmak üzere sermaye akımlarını cezbetmekte lider konumunda olduğu için bu fenomeni “Meksika Hastalığı” olarak adlandırmaktadırlar.

Lustig ve Ros, (1999)’ a göre “Meksika Hastalığı” ile ilgili bazı mekanizmalar evrensel görünmektedir. Sermaye girişleri yerel paranın reel olarak değerlenmesini hızlandırdı. Parasal etkiler büyük ölçüde sterilize edilmedi ve girişler yurt içi kredilerde genişlemeye yol açtı. Bunların bir kısmı yeni yatırımların finansmanına kanalize edildi, fakat büyük bir kısmı özel tüketimi ateşledi. Son zamanlarda özelleştirilmiş bankaların mevcut ihtiyati düzenlemelerinin sınırları ve yetersiz istihbaratları, tüketici kredilerinin aşırı genişlemesine katkı yaptı. Hane halkının büyüyen borçluluğu, yurt içi tasarruflardaki

düşüşün de bir kısmını açıklar. Ticaretin serbestleştirilmesi ile peso' nun reel değeri düşmesi, göreceli fiyatlar da ticareti yapılabilen mallar aleyhine olmak üzere enflasyonda kalıcı bir düşüşe katkı yaptı. Bu nedenle ticareti yapılabilen mallar sektöründe kar oranlarının düşmesi, tasarruf oranlarında düşmesini destekledi. Firmalar verimlilik artışı ile yanıt vermeye çalıştılar. Bazı değişken maliyetleri karşılayamadığı için, istihdam daralması yaşandı. Sonuçta yurt içi üretimin yerine ithalat geçit. Bu durumda ticareti yapılabilen mallar sektöründe rekabet gücünü sürdürebilmek için, emek yoğun teknolojiye geçildi ve emek maliyetlerini düşürmeye dönük organizasyon değişiklikleri yapıldı. Emek arzındaki artış ile, ticareti yapılamıyan mallarda karlılığın göreceli olarak yüksek olması, ekonomik faaliyet yapısını bu sektör ağırlıklı hale getirmektedir. Özel tasarruflardaki düşüş ile birlikte bu trend, büyüme-cari hesap arasındaki bağlantıda şiddetli bir bozulmaya yol açmaktadır. Düşük tasarruf oranları gelecekte borç ödemelerini çok güçleştirebilirdi ve daha da önemlisi, sermaye hareketlerini etkileyecek bir dış “şok”, bu akımlara bağlı olduğu için Meksika ekonomisini ani ve önemli bir uyuma zorlayabilirdi(aktaran: Erdem, 2002, s.74).

B. 1994 MEKSİKA KRİZİ' NİN ANALİZİ

1987 Paktı sonrası hızla uygulanmaya başlayan liberalleşme süreci politik şoklar, bankacılık sisteminin kırılganlığı ve tersine dönen beklentilerin ortak etkileri ile iflasa girdi. 1993'lerin sonlarına doğru, üretim miktarındaki yavaş büyüme ile birlikte arz talep dengesizliği kırılgan bir yapı oluşturmaya rağmen, piyasalar NAFTA' nın onaylanması ile birlikte olumlu bir hava içerisine girmişlerdi. Bu olumlu gelişmeler yaşanırken, yıl boyunca genişleyen kredi hacmi özel harcama ve ithalatta büyümeyi yeniden canlandırmış; bunun sonucunda 1993 yılında zaten dünya standartlarına göre büyük olan (GSYİH' ın yüzde 6.5' i) ve kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari açık daha da büyüyerek, 1994 yılında GSYİH' nın yüzde 8' ine ulaşmıştır. 1994 yılı Meksika için iyi başlamadı. 1994' ün daha ilk günlerinde “Zapatistas” adlı gerilla grubunun Chiapas bölgesinde bölgesinde çıkardığı isyan, modernizasyon programlarını ve reformları gölgede bırakarak Meksika' nın sosyal eşitsizlik problemlerini tekrar ön plana çıkarmıştır. (Edwards, 1997, s.16).

1994 Martında, başkan adayı Colosio' nun suikast sonucu öldürülmesinden hemen sonra rezervler bir gecede 26 milyar dolardan 18 milyar dolara düştü. Para otoriteleri rezervlerdeki düşmeyi, para tabanını yaklaşık olarak sabit tutarak, net yurtiçi kredileri artırarak sterilize etmeye karar verdiler ve daha da önemlisi yurtiçi borçlar dolara endeksledi. Peso cinsinden “cete” ler yerine dolar endekli “tesobono” lar geçti. Bu uygulamalar, en azından sermaye kaçışını durdurdu ve yurt içi faiz oranları üzerindeki baskıyı hafifletti. Ancak ABD’ deki faiz oranları yükselirken yurtiçi faizlerin düşmesi; cari işlemler açığının GSYİH’ nın %8’ ine ulaşması sabit döviz kuru taahhüdü nedeniyle görece olarak aşırı değerlendirilen döviz kuru; kamu borçlarının önemli bir kısmının dolar cinsinden kağıtlara dönüştürülmesi, yeterince rezerv olmadığı şeklinde değerlendirildi ve beklenmedik siyasi gelişmeler krizin ortaya çıkmasında önemli rol oynadı(Erdem, 2002, s.74) . Her yatırımcı hükümetin vadesinde borçlarını ödeyemeyeceği beklentisiyle ülkedeki fonlarını çekmeye başladı, bunu gören diğer yatırımcılarda aynı davranışı göstererek krizi yaratmışlardır.

Ağustos’ taki başkanlık seçimlerinde belirlenen yeni yönetimin görev alması öncesinde politik huzursuzluklar yeniden alevlenmiş ve döviz kuru politikasının değişebileceği yönündeki endişeler, pesodan, rezervlerde 3.5 milyar ABD dolarlık bir azalmayı doğuracak ölçüde bir kaçışı tetiklemiştir. Başkan Zedillo’ nun işbaşına gelmesinden kısa bir süre sonra ise yeni bir Chipas tedirginliği başlamıştır. 20 Aralık’ ta döviz kuru bandının tavanında yüzde 15 oranında bir devalüasyon yapılması da rezerv kaybını durduramamış ve 22 Aralık 1994 tarihinde peso dalgalanmaya bırakılmıştır(Hacıhasanoğlu, 2005, s.33).

Bu karara rağmen Meksika pesosu değer kaybetmeye ve rezervler azalmaya devam etmiştir. Bunun önemli sonuçları: **i** Döviz cinsinden borcun ülke ekonomise maliyeti artmıştır. **ii** Bankacılık sisteminin döviz cinsinden kullandığı kredilerin fazlalığı ve banka borçlularının devalüasyon sonrası içine düştükleri mali güçlükler nedeniyle karşılıksız krediler hızlı bir şekilde artmıştır(Hacıhasanoğlu, 2005, s.33). Döviz kuru politikasına bağlı kalınacağı yönünde yapılan bir çok açıklamanın tersine alınan döviz

kurunu dalgalandırma kararı Meksika' nın finansal piyasalardaki konumunu son derece olumsuz etkilemiş ve ülkenin borçlarını ödeme yeteneği ciddi biçimde tartışılmaya başlanmıştır. 31 Ocak 1995' te uluslararası kuruluşlar, A.B.D ve Kanada hükümetleri Meksika' ya sağlanacak yardım paketini kamuoyuna açıklamışlardır.

C. MEKSİKA KRİZİNİN TEMELLERİ

1994 ve öncesi boyunca süregelen ve birbirleri ile etkileşim içerisinde bulunan birçok ekonomik ve politik faktör Meksika krizinin temellerini oluşturur. Salinas hükümeti tarafından yürütülen finansal liberalleşme ve döviz kuru politikası, ithalatın artmasında etkili olan kısa vadeli yabancı yatırımların artışı, genişleyen bütçe açıkları, politik olaylar sonucunda yatırımcılar gözünde zedelenen ülke imajı bu faktörlerden öne çıkanlarıdır.

ABD General Accounting Office (1996), 1994 Meksika Krizinde öne çıkan faktörleri, bir başka deyişle makroekonomik temellerini şu şekilde ortaya koymuştur(GAO, 1996, s. 40-73):

Liberalleşme eşliğinde cari açık: Kriz öncesi reformların yoğunlaştığı Salinas döneminde Meksika ekonomisi uluslararası ekonomiye entegre bir hal alırken cari açık sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. Dışa açılmanın etkisiyle beraber ihracat rakamları 1988' den 1994' e iki katına çıkmış (31 milyar \$'dan 61 milyar \$'a) olsada; ithalatındaki artış nedeniyle 1990'dan 1994' e net ihracatındaki açık 1 milyar \$' dan 18,5 milyar \$'a yükselmiştir. Bunun sonucunda 1988' de GSYİH' ın yüzde 1.4 ü olan cari açık, 1994' te GSYİH' ın yüzde 7.7' si kadar olmuştur. Bu rakam gelişmekte olan ülkeler için standardın çok üzerinde olan bir rakamdır(USGAO, 1996, s.42).

Cari açık problemine ek olarak özel tasarruf miktarında daralma: Dünya bankası ve birçok ekonomiste göre Meksikanın cari açık probleminin bu boyutlara ulaşmasında, ülkenin yurtiçi özel tasarruf miktarının azalması en önemli faktörlerden biridir. Reformların devam ettiği 1990 başlarında Meksikalılar gelirlerini tasarruftan daha çok tüketime kaydırmışlardır. 1989 yılında GSYİH' ın yüzde 16' sı özel kesimin

tasarrufları iken 1992’ de bu oran yüzde 8,9’ a düşmüştür. 1994 yılında azda olsa bir artışla yüzde 12’ ye yükselmiştir. Tüketimdeki artışın ve dolayısıyla tasarruflardaki azalmanın sebepleri arasında **i.** 1980’ ler boyunca baskılanmış talep **ii.** açık Pazar ile piyasaya yeni girmeye başlayan ucuz yabancı ürünlerin çekiciliği önemli bir role sahiptir(USGAO, 1996, s.43,44).

Aşırı değerlenmiş Peso’ nun cari açığa olumsuz etkisi: Daha öncede belirttiğimiz gibi istikrarlı bir döviz kuru Pacto’ nun temel unsurlarından biri idi. Bu yüzden Meksika hükümeti bu istikrarı sağlayabilmek için 1988’ den 1994’ e kadar aktif bir döviz kuru politikası izlemiştir. Peso/Dolar kurunu önce sabitlemek daha sonrada kontrollü olarak düşürmek üzerine sürdürülen bu politika yabancı yatırımları teşvik etme ve enflasyonu azaltmada başarılı olsada, aşırı değerli peso ihracat ve büyüme rakamlarını olumsuz etkilemiştir. Başarısızlığın sebebi, Meksika hükümeti tarafından yürütülen politikanın Peso/Dolar kurunu nominal bazda düşürürken reel bazda yeteri kadar düşürememesidir. Aşırı değerli kur altında net ihracat, ödemeler dengesi ve büyüme rakamlarında olumsuzluklar yaşanmıştır(USGAO, 1996, s.45, 46, 47).

Dornbusch ve Werner (1994), 1994 yılının ortalarında Meksika’ nın aşırı değerli olan pesonun değerini düşürmesi gerektiğini, yüzde 20 oranındaki bir devalüasyonun cari açık problemini yönetebilir hale getireceğini belirtmişlerdir. Ancak Meksika daha önceki devalüasyon tecrübelerinde (1976, 1982, 1987) göz önünde bulundurarak bu dönemde kura müdahaleyi uygun görmemiştir(aktaran: Dornbusch ve Werner, 1994, s. 47).

Kırılgan bankacılık sisteminin para politikasını etkisizleştirilmesi: 1982 de Meksika’ daki bankaların devletleştirilmesi sonucu finansal sektörde verimliliği sağlayacak olan rekabet ortamı yok olmuştu. 1990-92 döneminde liberalleşme politikaları sonucu bankaların tekrar özelleştirilmesi ile beraber kredi miktarında genişleme yaşanırken, vadesi geçmiş kredilerin oranıda yükselmeye başladı. Ödünç verilen fonlar içerisinde, vadesi geçmiş borçların oranı Aralık 1991’ de yüzde 3.5 iken Mart 1994’ te yüzde 8.5 idi. Bankaların aktiflerindeki bu bozulma bankacılık sisteminin kırılgan bir yapı içerisine

girmesine neden oldu(USGAO, 1996, s.48).

Meksika para otoritesine göre Meksika bankalarının bu kırılgan yapısı, cari açığı kapatacak politikaları üretme yeteneğini elinden aldı. Para arzında bir daralma ile faiz oranlarını yükselterek ithalata olan talebi ve dolayısıyla cari açığı azaltma amacıyla olan para otoritesi, geri ödenemeyen kredilerin meksika bankacılık sistemi üzerinde yıkıcı bir etki yaratacağı tehdidi ile bu politikayı aktif bir biçimde uygulayamamışlardır. Çünkü faiz oranlarındaki yükselme geri ödenemeyen kredilerin miktarında artış yaratacaktı(USGAO, 1996, s.48).

1994' ün başlarındaki politik gelişmeler Meksika' nın istikrarına ilişkin şüpheleri arttırdı: Dışa açık ekonomi ile dünyanın her tarafından yatırımcıların faaliyet gösterdiği bir ülke haline gelen Meksika' nın ekonomik dalgalanmalarında politik istikrarsızlıklar yüksek öneme sahiptir. Ekonominin kırılgan olduğu evrelerde politik olaylar krizlerin oluşumunda tetikleyici rol üstlenmişlerdir. 1994 yılında özellikle ayrılıkçı örgütlerin çıkardığı isyanlar ve tanınmış kişilere karşı düzenlenen suikastler diğer ülkelerin ve yabancı yatırımcıların Meksika' nın politik istikrarı üzerine duydukları endişeyi eyleme dönüştürmelerine neden olmuştur. Politik istikrarsızlık altında yaşanan olaylara ekonomi vakit kaybetmeden reaksiyon vermiştir(USGAO, 1996, s.49).

II. DOĞU ASYA KRİZİ: 1997

1868 yılında başlatılan ihracata dönük Japon kalkınma modeli, 2. Dünya Savaşı sonrasında önce Singapur, Tayvan, Güney Kore ve Hong-Kong tarafından benimsenmiştir. Bu model 1980' li yıllarda Endonezya, Malezya, Tayland, Filipinler ve 1982 yılından sonrada Çin tarafından kabul edilmiştir(Özer, 2004, s.106). Bu yönüyle Doğu Asya ülkeleri de Latin Amerika ülkelerindeki reform uygulamalarının benzerini yaşamışlardır. Önceleri kalkınmak için ithal ikameci politikalar uygulayan bu ülkeler 1980' li yıllarda bu politikayı terk ederek korumaların çoğunu kaldırmışlar ve ihracata yönelmişler, iç ve dış piyasalarını kapsamlı bir liberalizasyon reformuna tabi tutmuşlardır(Demirci, 2002, s.161).

Liberalizasyon dönemi Asya ülkelerinin ekonomik yapısını baştan başa değiştirmiştir. Bölge artık ekonominin finans kısmını yoğunlukla kullanılır hale gelmiştir. “Kalkınma için finans” olarak özetlenen bu yaklaşım 1996-97 yıllarına kadar bölge ülkelerinin yüksek büyüme hızları yakalaması ile bütün dünya ülkelerinin dikkati çekse de 1997 yılında ortaya çıkan kriz, Asya ülkelerini büyük bir buhranın içine sürüklemiştir. Literatürde de oldukça işlenen bir konu olarak 1997 Asya Krizini incelemenden önce krizin temellerini hazırlayan kriz öncesi ekonomik durumu araştırmak faydalı olacaktır.

A. KRİZ ÖNCESİ EKONOMİK DURUM

Üretim ve yatırımda planlama ve devlet müdahalesi, Uzak Doğu Asya Bölgesindeki ülke ekonomilerinin 1950 ve 1960' lı yıllardaki temel karakteristiği idi. İthal-ikamesi stratejisi baskın bir şekilde uygulanıyor, iç piyasa tarife, gümrük duvarları ve kotalarla korunuyor, ithalatta lisans uygulamasına başvuruluyordu. Kısmen o yıllarda hakim olan ekonomik düşüncelerin etkisi, kısmen ekonomide millileşme akımının etkisi ve kısmende güçlü bir özel sektörün olmayışı devlet müdahalesini baskın unsur haline getiriyordu(Robison, Higgot ve Hewison, 1987, s.33)(aktaran: Demirci, 2002, s.162). Örneğin Güney Kore 1997' de yaşanan finansal krize değin gösterdiği sanayileşme çabaları

ile üretim yapısında önemli değişmeler göstermiş ve kalkınmış ülkeler ile arasındaki farkı en hızlı şekilde kapayan ülke olarak yakından izlemekteydi. Güney Kore kalkınma hamlesini, finansal piyasalara müdahale ederek gerçekleştirmiştir. 1961’ deki askeri müdahale ile bankalar millileştirilerek ihracata verilen tercihli krediler ile Güney Kore ihracata dönük sanayileşme stratejisine geçmiştir(Erdem, 2002, s. 76).

1980’ li yılların başlarında Doğu Asya ülkeleri, devlet müdahalesi altında yürüyen ekonomilerinde, kontroller ve düzenlemelerin kaynak dağılımında ve büyümenin önünde engel olduğunu düşünerek uyguladıkları politikaları değiştirmeye karar vermişlerdir. Gerekçesi ise Meksika ile benzerdi. Baskılanmış piyasaların tasarrufları caydırması, yatırımcı ve tasarruf sahiplerini buluşturacak aracılık hizmetlerinin eksikliği ve yatırım kararlarının alınmasında bir takım problemler oluşturması. Bu yüzden piyasaların serbestleşmesi gerekiyordu. Serbestleşmenin asıl amacı piyasanın rolünü üstün konuma getirerek ekonominin etkinliğini sağlamaktı(Demirci, 2002, s.164). Temel reform konuları ise baskılanmış bir ekonominin temel gereksinimleri olan faiz oranlarının serbestleştirilmesi, krediler üzerindeki kontrollerin azaltılması, finansal sistemdeki etkinliğin ve rekabetin geliştirilmesi, büyüme ve derinliğin artırılması ve denetleme mekanizmasının güçlendirilmesi amaçlarına yönelikti. İç finansal piyasaların liberalizasyonu, aynı zamanda uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların ve daha esnek bir döviz kuru rejimiyle birlikte uygulandı.

Doğu Asya ülkelerinin genelinde faiz oranlarının serbestleştirilmesi ile beraber liberalizasyon öncesinde negatif olan reel faiz oranları pozitif dönüşmüştür. Pozitif faiz oranları bu ülkelerde M2/GSYİH şeklinde ölçülen finansal derinleşmenin artmasını sağlamıştır. Bu oran özellikle Malezya, Singapor ve Tayland’da 1989’ da %60 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Endonezya’ da bu oran 1983’ ten 1989’ a %15 lik bir artışla %35’ e yükselmiştir.

Liberalleşme hareketleri çerçevesinde Asya Ülkeleri rekabetin önünü açarak ve yönetimi geliştirerek bankacılık sisteminin etkinliğini arttırmaya çalışmışlardır. Endonezya,

Kore, Filipinler, Malezya ve Tayland’ da bankacılık sektörüne girişler serbestleştirilip hareket ve iş alanları genişletilmiş ve yabancı bankaların girişleri üzerindeki engeller yumuşatılmıştır. Bu deregülasyon hareketleri finansal sistemin denetimini güçlendirici bazı önlemlerin alınması gereğini doğurmuştur. Bunda daha önce bu ülkelerde yaşanan krizler etkili olmuştur. Bu bağlamda çoğu asya ülkesi, para ve sermaye piyasalarının kurulması ve geliştirilmesi için bazı önlemler almıştır. Filipinler ve Singapur’ da 1980’ lerden önce aktif bir para piyasası zaten mevcuttu. Fakat Kore, Malezya, Endonezya ve Tayland’ da para piyasaları 1980’ lerden itibaren yapılan reformlarla gelişmeye başlamıştır. Para piyasalarının bu şekilde gelişmesi sadece finansal sistemde rekabeti arttırmamış, açık piyasa işlemleri yaparak likitide yönetiminin daha etkin yapılmasını sağlamıştır(Demirci, 2002, s.168).

B. ASYA KRİZİNİ HAZIRLAYAN NEDENLER

Doğu Asya Ülkeler, 1980’ li yıllarda ve onu izleyen 1990’ lı yıllarda, yaşadıkları köklü finansal reformlarla büyük bir gelişme başarısı yakalamışlar ve 1997 yılında meydana gelen tarihlerindeki en büyük finansal krize kadar gelişmekte olan ülkeler arasında en büyük büyüme hızına sahip ülke ekonomileri olma başarısına sahip olmuşlardır. Fakat Tayland’ da Temmuz 1997’ de başlayan ve daha sonra diğer bölge ülkelerine de yayılan finansal krizle birlikte, Asya ülkelerinin o güne kadar elde ettikleri ekonomik başarı sorgulanmaya başlamıştır

1997-98 Asya Krizinin nedenleri hakkında iki farklı hakim görüş vardır. İlk görüşe göre finansal karmaşanın asıl sebebi beklentilerde oluşan ani değişiklik ve güven kaybıdır. 1990’ ların ortalarında bazı bölge ülkelerinin makroekonomik performansında kötüleşmeler yaşanmışsada, 1997 de yaşanan krizin derinliği ve diğer bölge ülkelerine hızla yayılması gözönünde bulundurulduğunda yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılarda oluşan panik ve IMF’ in hatalı politika yanıtları asıl sebep olarak karşımıza çıkar. İkinci görüş ise krizin, bölge ülkelerindeki yapısal ve politik çarpıklıkların bir yansıması olduğu ve varolan temel makro dengesizliklerin krizi tetiklediği görüşüdür. Kriz başladığında piyasanın bu duruma aşırı

tepkisi, sürü şeklinde bir paniğe kapılması, döviz kuruna baskı, varlık fiyatları ve ekonomik aktivite de yaşanan kötüleşmelerin başlangıcı da gene yapısal sorunları olan güçsüz ekonomidir(Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998, s.1).

Mishkin (1999)' a göre Asya Krizinin “hikayesi” daha önce yaşanan Latin Amerika krizi ile benzerdir. Temelinde finansal liberalizasyon ile artan sermaye akımları ve sermaye akımları ile beslenen borçlanma balonu vardır. Bu ülkelerde vadesi uzatılan kredi miktarı oranındaki artış GSYİH daki büyümeden çok daha yüksek seviyededir. Borçlanma balonu ile sonuçlanan problem aslında borçlanma miktarının büyümesi değil, aşırı risk alınmasıdır ki bu ileride ödünç verilen fonlarda kayıplara neden olur(Mishkin, 1999, s.2). Mishkin (1999) finansal liberalizasyon sonrası ödünç veren kurumların aşırı risk üstlenmesinin iki nedeni olduğunu söyler, i banka yöneticilerinin risk yönetimi konusunda yeterli uzmanlığa ve kaynağa sahip olmamaları ii bu konudaki düzenleme ve denetlemelerin yetersiz kalması ki bankacılık sistemi üzerinde net bir devlet güvencesi olmamasına rağmen dolaylı yollardan bir koruma olması. Bu şekilde bir korumanın farkında olan yerli ve yabancı yatırımcılar risk yönetimini ikinci plana atarak ahlaki tehlike probleminin artmasına neden oldular. Finansal liberlizasyon ile birlikte risk alma konusunda seçenekler arttıkça, gerekli düzenleme ve denetlemelerin eksik olması ve devlet korumasının olması ahlaki tehlike probleminin sınırlandırılmasını engeller(Mishkin, 1999, s.2, 3).

Gelişmekte olan ülkelere finansal liberalizasyon benimsendiği zaman, sermaye hızla bu ülkelere girmeye başlarak sorunu daha da kötüleştirir. Bunun sebebi bu tip ülkelere gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla kazanç elde edilmesidir. Ayrıca bu ülkelere giren yabancı fonlar hem hükümet tarafından hemde IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından korunmaktadır. Sonuç olarak sermaye akımları borçlanma balonunu arttırıcı ve aracı kurumların aşırı risk alımına sebep olan etkiler yaratır. Doğu Asya ülkelerinde de aynen bu yaşanmıştır. 1993' ten 1996' ya sermaye akımı 50 milyar\$' dan 100 milyar \$' a yükselmiştir(Mishkin, 1999, s.4). Bu aynı zamanda bölge bankacılık sektörünün aşırı gelişmesine neden olmuştur.

Doğu Asya ülkelerinde oluşan aşırı borçluluk durumu sonucu oluşan fon kayıpları banka bilançolarında ciddi kötüleşmelere neden olmuştur. Geri ödenmeyen kredilerin payı %15' ten %35' e yükselmiştir. Banka bilançolarında oluşan bu bozulma finansal krizin oluşumundaki en temel sebeptir(Mishkin, 1999, s.4). Mishkin (1999)' a göre bankacılık sektöründe yaşanan kötüleşmeler iki şekilde ekonomiyi krize sokabilir. İlki bankaların yaşanan kötüleşmeler ve geri ödenmeyen kredilerin artması nedeniyle ödünç verdikleri fonları sınırlandırmaları hatta ödünç verme yeteneğini kaybetmesi nedeniyle kredi vermemeleridir. Bu durumda yatırımcılar ihtiyaç duydukları fonlara ulaşamayacak ve ekonomik büyümede kötüleşmeler yaşanacaktır. İkincisi ise bankaların mali durumlarındaki kötüleşmenin para krizini tırmandırmasıdır. Bankalarda yaşanan mali kötüleşmeler nedeniyle para otoritesi yurtiçi para birimini spekülative ataklara karşı koruyamaz duruma gelir. Yurtiçi paranın değerini korumak için yapılacak faiz artışları bankacılık sistemindeki bilanço dengesizliğini dahada kötüleştirecektir. Para otoritesinin yurtiçi paranın değerini korumak için attığı adımlar kusursuz olmak zorundadır. Yatırımcılarda bankacılık sisteminin güçsüz olduğu kanaati oluştuğu zaman, değerlenmiş para nedeniyle spekülative ataklar yoğunlaşır çünkü ülke parasından kaçıp döviz alabilmek daha az maliyetli olacaktır. Yurtiçi paradan kaçış şeklinde oluşabilecek böyle bir spekülative atak başta ödemeler dengesi olmak üzere bir çok ekonomik faktöre olumsuz etki yapacaktır. Bu yaklaşımda bankacılık krizi para krizinin oluşumundaki temel neden olarak karşımıza çıkar(Mishkin, 1999, ss4-5).

Doğu Asya Ülkelerinde 1990' lar boyunca yoğun olarak devam eden finansal liberalizasyon süreci boyunca arta gelen ahlaki tehlike problemi ekonominin kırılganlığını arttırmış, 1995-97 döneminde yaşanan finansal şoklar ise bu kırılganlığın iyice ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ahlaki tehlike problemini bölge ülkelerinde faaliyet gösteren şirketler, finansal sistem ve uluslararası faktörler açısından incelemek faydalı olacaktır.

Bölge ülkelerini krize sürükleyen ahlaki tehlike problemi özel sektör şirketleri açısından değerlendirilirse, özel girişimin kamu tarafından yoğun olarak destek gördüğünü görürüz. Uzun süredir özel sektöre yapılan destekler ve sonucunda yakalanan yüksek

büyüme oranları sonunda özel sektör projelerinin kamu tarafından korunması, sübvans edilmesi hatta kamu eliyle gerçekleştirilmesi bir gelenek haline gelmişti. Ayrıca yapılan bu desteklerde girişimcinin stratejisi, beklenmedik maliyetler, üretim planlaması gibi faktörler göz önünde bulundurulmadan, kişisel yada politik yakınlıklar gözetilerek firmalar veya endüstriler desteklenmiştir. Bu politikaların amacı aslında sermaye birikimine destek olmak iken uzun süreli ve geniş cari açıklarla sonuçlanmıştır. Ortak kanı yurtdışından ödünç alınan fonların, yurtiçindeki yatırımların finansmanında kullanılmasıydı ki bu yol yeterli sermayesi olmayan ama karlı yatırım imkanlarına sahip ülkeler için en optimum seçenektir. Ve dış dünyanın fonların geri ödeneceği konusunda kaygıya kapılmaması gerekiyordu. Kalkınma için Finans şeklinde tanımlayabileceğimiz bu teorinin Asya ülkelerinde sorun yaratan kısmı yeni yatırım projelerinde karın düşük olmasıydı. Örneğin 1996’ da Kore’deki en büyük 30 şirketten 20’ sinin geri dönen anapara oranı yatırılan sermayeden daha düşüktür ve 1997 de krizden hemen önce en büyük 30 şirketten 7’ si iflası ciddi bir şekilde düşünmeye başlamışlardır (Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.3).

Ahlaki tehlike problemin finansal sistem tarafını incelersek; ödünç verme konusundaki bozukluklar ön plana çıkmaktadır. Kriz öncesi dönemde özellikle Japonya gibi gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşük olması nedeniyle, karlılık indikatörlerinden negatif sinyaller alınmasına rağmen sermaye akımı ve dolayısıyla yatırım oranı yüksek kalmaya devam etti. Sebepleri; ödünç alma maliyetinin düşük olması, ulusal bankaların yurtdışından ödünç alıp yurtiçinde karsızlığı bariz olmadıkça marjinal projeleri bile fonlanmasıdır. Bu şekilde ilerleyen bir finansal sistemde ahlaki tehlike problemi en temel faktör haline gelir. 1995-97 arasında bu duruma eklenen finansal şoklar ve yapısal kötüleşmeler geri ödenmeyen fonların miktarını dahada arttırmıştır(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.3).

Ahlaki tehlike probleminin uluslararası boyutunda ise uluslararası bankaların davranış tarzı ön plana çıkmaktadır. Bu kurumlar bölge ülkelerindeki aracı kurumlara risk değerlendirmesini bir tarafa bırakarak büyük miktarlarda fonlar sağlamışlardır(Stiglitz 1998). Bu şekilde bir davranış içine girmelerinin altında yatan sebep ödünç verdikleri

fonlara, doğrudan hükümetlerin yada dolaylı olarak IMF destek programlarının garanti altına almasıdır. 1996 yılı sonunda bölge ülkelerinin kısa vadeli yükümlülükleri toplam yükümlülüklerinin %50' sini oluşturmaktaydı. Kore, Endonezya ve Tayland' da kısa vadeli yükümlükler ulusal döviz rezervinin tamamından daha büyüktü(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, ss.5).

Doğu Asya ülkelerinde 1997 yılında meydana gelen krizi hazırlayan temel nedenler hakkında öne çıkan iki farklı temel görüş olduğunu belirtmiştik. Bunlardan ilki krizin ortaya çıkması ve hızla yayılmasındaki asıl faktörü, finansal sistem aktörlerindeki sürü psikolojisi ve panik havası olarak görür. İkinci görüş ise krizin ortaya çıkmasını, yapısal, politik çarpıklıklara ve ülkelerin makroekonomik performanslarında meydana gelen kötüleşmelere bağlar. İkinci görüş kapsamında Doğu Asya ülkelerinin temel makroekonomik göstergeleri çerçevesinde yıllara göre performansını analiz etmek krizin altındaki nedenleri anlamak açısından önemlidir. Corsetti, Pesenti ve Roubini (1998)' in çalışmaları temelinde Asya Krizini hazırlayan nedenleri ve makroekonomik temelleri belirli başlıklar altında değerlendireceğiz*.

Cari açık problemi: Bölge ülkelerinde 1990' lar boyunca süre gelen cari açık probleminin, finansal piyasalardaki yüksek gerilimin kaynağı olduğu literatürde defalarca tekrarlanmıştır. A.B.D. Hazine Bakan Yardımcısı Lawrence Summers, Meksika krizinin yıldönümünde The Economist adlı dergideki yazısında cari açık miktarı GSYİH' ın %5' inde daha yüksek oranlarda ise ve bu açık kolayca yurtdışına çıkabilecek varlıklarla finanse ediliyorsa üzerinde durulması gereken önemli bir problem olduğunu belirtmiştir.

Bölge ülkelerinin cari açık miktarlarının Gsyih' a oranlarını göz önünde bulundurarak cari dengesizlik problemlerini ele alırsak; Tayland ve Malezya cari açık oranlarının fazla ve uzun süreli olması itibariyle, cari açık problemini en yoğun yaşayan ülkelerdir. Tayland' da cari açığın GSYİH' a oranı 1993 yılında %6' ya kadar düşmüş iken 1996 da %8' lere geri dönmüştür. Malezya' da 1990' lı yıllarda bu şekilde büyük cari açık

* Asya Krizinin makroekonomik temelleri anlatılırken, bölge ekonomilerine ait makroekonomik verilerin tamamı ve yorumların birçoğunda “Corsetti, Pesenti ve Roubini (1998)” kaynak alınmıştır.

problemi yaşamıştır. Filipinler %5 ortalama ile kriz öncesi yılları sürdürürken, Endonezya 1993 yılında cari hesabını dengelemişken 1996' da %3,30 ile açık vermeye devam etmiştir. Korede 1990' lı yılların ilk yarısında önemli oranda cari açıklar verilmezken 1996' da bu oran %4,82 olarak gerçekleşmiştir. Geri kalan Asya ülkeleri cari açık problemi yaşamamışlardır(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, ss.7).

Bölge ülkelerinde cari hesabın açık vermesinin temel kaynağı net ticaret açıklarıdır. Dolayısıyla bölge ülkelerinin dış dünya ile rekabet gücünün zayıf olduğu sonucunu çıkarabiliriz. Bu bağlamda 1997 yılında ülkeler oluşan kaotik ortamda yurtiçi paralarının değerlerini düşürme yoluna gitmişlerdir. Sırasıyla Tayland, Malezya, Filipinler, Kore ve Endonezya para birimlerinin karşısında dolar %78, %52, %52, %107 ve %151 oranlarında değerlenmiştir. Cari açık problemi olmayan yada küçük boyutlarda olan bölge ülkeleri ise diğer ülkelere nazaran develüasyon oranlarını daha düşük tutmuşlar ve develüasyonun sosyal olumsuzluklarına daha az maruz kalmışlardır. Çin %2 oranında develüasyona ihtiyaç duysada genelde stabil bir seyir izlemiş, Hong Kong' da yıl boyunca parasının değerini ataklara karşı başarılı bir şekilde korumuştur. Singapur ve Tayvan' da döviz kurları bölgesel krizden etkilenmiş olsada %18 oranında bir develüasyon yeterli gelmiş ayrıca diğer ülkelerinden farklı olarak bu develüasyon panik havası içerisinde değil kontrollü olarak yapılmıştır(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.7).

Çıktı Artışı: 1990' lı yıllarda Asya ülkeleri dikkate değer büyüme performansı izleyerek tüm dikkatleri üzerine çekmişlerdir. Öyle ki Filipinler dışındaki bütün ülkeler %7 ortalamasının altına düşmemişlerdir. Klasik görüşe göre yüksek büyüme içindeki ekonomilerin, cari dengesizlik hakkında daha az endişe duymasını sağlayabilir. Ancak Corsetti, Pesenti ve Roubini (1998)' e göre bu yaklaşım Asya Krizi için doğru bir teşhis değildir. Tarihsel deneyimler göz önünde bulundurulduğunda bu konunun daha karmaşık olduğu, yüksek büyüme oranlarının ekonomiyi daha savunmasız hale getirdiği ortaya çıkmıştır. Örneğin yüksek büyüme, aşırı iyimser bir hava oluşturarak genişlemenin hiç azalmadan devam edeceği yönünde bir kanının oluşmasına neden olur. Böyle beklentiler içinde, sermaye akımının finansmanı yardımıyla tüketim ve yatırımlarda aşırı artışlar olur.

Böyle bir kırılگانlıkta, dış kaynaklı bir şokta beklentilerin değışeceğini, sermaye kaçışları ve para krizi yaşanacağını belirtmişlerdir Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.12).

1997 krizi değeriendirilirken bu argüman ile “Asya Mucizesi” bağlantılı olarak düşünölmelidir. Tartışılması gereken asıl konu; çıktı miktarında meydana gelen artış “toplam üretim girdileri verimliliğinde” yaşanan artıştan ne kadar kaynaklanıyordu. Krugman (1994), 1990’ lı yıllarda Asya’ da yaşanan çıktı artışı performansının temelinde, üretim girdi verimliliğı artışının sanılandan daha az payı olduğunu, bu performansın uzun vadede sürdürölemez olduğunu, istihdam ve yatırım miktarında yaşanan büyümenin er geç azalacağını söylemiştir(Krugman, 1994, s. 11,12).Üretim girdi verimliliğı çervesinde ortaya çıkan bu yorum, büyümede bir yavaşlamanın habercisi olarak değeri bulabilirken, 1997 yılında Asya’da yaşanan ani yıkımı açıklamakta yetersiz kalır. Ancak ön plana çıkan konu, yüksek büyüme oranları nedeniyle, bölge ölkelerinde yatırım-tasarruf kararları gerçekçi olmayan beklentilerle alınmış, cari açığın hafife alınmasına neden olmuştur.

Yatırım oranları, verimlilik ve karlılık: 1997 Asya krizini incelerken üzerinde durmamız gereken bir diğeri konuda cari açığın temelinde yatan yatırım artışları vardır. Cari açık tasarruf ve yatırım miktarlarının farkı ile doğrudan ilgili olduğundan, açığın ya tasarruf miktarında meydana gelen bir azalma, yada yatırım oranlarındaki artış ile ilişkili olduğunu söyleyebiliriz. Benimsenen geleneksel görüş, dış dünyadan borçlanmanın sebebi yeni yatırımların finansmanı ise, tüketim artışını yada tasarruflardaki azalmayı finanse etmekten daha az tehlikelidir. Çünkü artan yatırımların ileride üretim kapasitesini arttıracığı beklenir. Ancak yeni yatırımlar gayrimenkul, yurtiçi hizmet gibi ticareti yapılamıyan sektörlerde yapıılıyor ve ileride üretim kapasitesi artışı sağlayarak ticaret fazlası verilmesine katkıda bulunmuyorsa, bu durum ölkenin dış yükümlölüklerini yerine getirme yeteneğini azaltarak cari açığın sürdürölebilirliğini olumsuz etkiler(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.13).

1990-1997 döneminde Filipinler ve Tayvan dışındaki ölkelerde yatırım oranı %30’ ların üzerindedir. Filipinler ve Tayvan’ da ise %20-25 civarlarındadır. Ancak ölçölen yatırım oranları sürekli yükselme eğiliminde olsada, Asya ölkelerinde yatırımın birçok

farklı formu vardı ve birçoğu üretken kapasitenin artışına katkı sağlamayacak, tüketim yapısına sahip projelerdi. Örneğin Tayland’ da bu dönemde, 5 yıldızlı yada muadili konforunda bir çok otel yatırımı yapılmıştır. Önde gelen aile şirketleri kendilerinin de bir tane olması gerektiği düşüncesiyle bu yatırımları yapmaktan çekinmemiştir(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.13). 1992-1996 yılları arasında Asya’ da banka kredilerinin çoğu spekülative yatırım projelerine ve gayrimenkul sektörüne verilmiştir. 1996 itibariyle Tayland’ da gayrimenkul sektörüne açılan krediler 160 milyar \$ tutarında olup, toplam kredilerin %30-40’ ını teşkil etmiştir. Finans şirketlerinin gayrimenkul sektörüne açtıkları kredilerin ise bütün kredilerin %25-30’ u olduğu tahmin edilmektedir. Diğer ülkelerde de gayrimenkul sektörüne açılan kredilerde büyük artış yaşanmıştır. 1992-1996 döneminde banka kredilerinin yüzde 70’ i gayrimenkul sektörüne ve hisse senedi piyasasına tahsis edilmiştir. Güney Kore’ de benzer şekilde büyük mali ortaklıklar gayrimenkule önemli ölçüde yatırım yapmışlar, çoğunlukla da bankalar tarafından kısa dönemli finanse edilmişlerdir(Erdönmez, 2005, s.61).

Bölge ülkelerinde gayrimenkul sektöründe yaşanan spekülative yatırım balonunu değerlendirebilmek için hisse senedi piyasasına bakılabilir. Birçok ülkede gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmaların hisseleri, 1990-96 döneminde diğer firmalara göre hızlı bir büyüme yaşamışlardır. Zaten 1997 krizinden sonra bu sektörde yaşanan düşüş diğer sektörlerden çok daha fazladır. 1990-93 arasında Tayland borsası %175 oranında değer kazanırken gayrimenkul sektörüne ait hisse senetleri %395 oranında değer kazanmıştır. 1993-1996 aralığında ise toplam hisse senedi piyasası %51 oranında değer kaybı yaşanırken, gayrimenkul sektöründe kayıp oranı %73’ tür. Malezya’ da 1990’ dan 96’ ya hisse senetleri değer artışı %145(gayrimenkul sektöründe %160), Filipinler’ de %386 (gayrimenkul sektöründe %271), Hong Kong’ ta %344 (gayrimenkul sektöründe %423), Singapur’ da %92 (gayrimenkul sektöründe %181), Tayvan’ da %53(otelcilik sektöründe %9,8)’ dir. Endonezya’ da 1990-96’ ya fiyatlar istikrarsız bir şekilde %53 artış göstermiştir. Son olarak Kore’ de 1990-94 arasında fiyatlar %47 artmış ancak 1995-96’ da yaşanan ekonomik yavaşlamanın şirket karlılıklarını etkilemesiyle 1996 sonunda %36 oranında değer kaybı yaşamıştır(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.15,16).

Reel Döviz Kuru Değerlenmesi: Hemen hemen her kriz analizi ulusal paranın değer artışının cari açık sürdürülebilirliği üzerindeki olumsuz etkisinin önemini vurgular. Ulusal paranın değer artışı rekaet gücünü ticaret dengesini negatif yönde etkileyecektir. Bu yüzden Asya ülkelerinde talep balonu ve dış dengesizliği ortaya çıkarmada reel döviz kuru dalgalanmalarını ve döviz kurundaki dengesizliklerin cari dengesizliği ne kadar etkilediğini incelemek önemlidir. Krizden önceki yıllarda Asya ülkelerinin hükümetleri enflasyonist baskılarla mücadele etmek ve yabancı sermaye çekmek amacıyla döviz kurunu çıpa olarak kullanmaktaydı. Ulusal paraların değeri belirli bir döviz sepeti cinsinden ya sabitlenmiş ya da hareket aralığı sınırlandırılmıştı. Fakat söz konusu döviz sepetinin içinde ABD doları büyük paya sahip olduğu için, ulusal paraların değeri fiili olarak ABD dolarına endeksliydi. Bu ülkelerdeki enflasyon oranları daha önceki krizlerde Latin Amerika ülkelerinde görülenler kadar yüksek olmasa da, başta ABD olmak üzere OECD ülkelerinde görülenlerden fazlaydı. Bu durum, krizden önceki yıllarda ulusal paraların aşırı-değerli hale gelmesine katkıda bulundu(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.20).

Ulusal paraların aşırı-değerli hale gelmesinin tek nedeni enflasyon farkı değildi. Döviz kurunun çıpa olarak kullanılması, yurtiçi enflasyon yurtdışındakinden daha yüksek olmasa bile ulusal paranın aşırı-değerli hale gelmesine yol açabilir. Örneğin, eğer uygulanan döviz kuru rejimi beklentileri, döviz kuru riskinin ortadan kalktığı veya azaldığı yönünde değiştirirse ülkeye yönelik sermaye girişlerinde büyük artış olabilir. Bu ise, döviz arzı eğrisini, denge döviz kuru, açıklanmış olan resmi kurun altında kalacak şekilde, sağa kaydırabilir. Bu analiz, krizden önce Asya ülkeleri paralarının aşırı-değerli hale gelmesinin diğer muhtemel bir nedenini açıklamaktadır. Şöyle ki, sabit ya da kontrollü değişken döviz kuru rejimleri, sermaye hareketlerinin serbest ve içerideki faiz hadlerinin çekici olmasıyla birleşince, bu ülkelere yönelik sermaye girişlerinde büyük artış meydana geldi. Bu ise, yurtiçinde döviz bolluğu yaratarak denge döviz kurunun ilan edilmiş kurun altına inmesine ve böylece, ulusal paranın aşırı-değerli hale gelmesine yol açtı. Öte yandan, ulusal paranın endekslediği yabancı paranın (ya da paraların) değerlenmesi de ulusal paranın değer kazanmasına neden olabilir. Bu olasılık, paralarını ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden sabitleyen (ya da hareketini sınırlayan) Güney-Doğu Asya ülkelerinde söz konusuydu.

ABD dolarının 1995 yılından sonra Japon yen'i karşısında değer kazanması, yukarıda anlatılan gelişmelerle beraber, Güney-Doğu Asya ülkelerinde ulusal paraların (özellikle Japon yen'i karşısında) değer kazanması sürecini güçlendirdi. Bütün bunların sonucunda, 1997 yılının baharına gelindiğinde reel döviz kuru ABD doları karşısında 1990 yılına göre Malezya'da %19, Filipinler'de %23, Tayland'da %12, Endonezya'da %8, Singapur'da %18 ve Hong Kong'da %30 oranında değer kazanmıştı (Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.20).

Politik istikrarsızlık ve politik belirsizlik: Makroekonomik politikalara kendini adamamış bir rejim, uluslararası yatırımcıların o ülkenin cari açığını finanse edecek yatırımları yapma rızasını azaltacaktır. Bu yüzden politik ve finansal ortam hakkında beklentilerin kötüleşmesi; ekonomik temelleri sağlam olmayan bir ekonomide ödemeler dengesi ve döviz krizine neden olabilir. Beklentilerde değişiklikler hızla ve aniden meydana gelir. Bu bağlamda Asya bölgesinde politik belirsizlik yeterince vardı. Sadece 1997 yılı ele alınsa bile; Tayland' da önce kabinede görev değişiklikleri ardından hükümetin yıkılması, Malezya' da başbakan Mahattir' in uluslararası ekonomik aktörler hakkında “düzenbaz spekülâtörler” (rogue speculators), “ahmaklar” (morons) gibi gerginliği tırmandıracak ifadeler kullanması, Endonezya' da seçimlerin tansiyonu arttırması ve Başkan Suharto' nun sağlığı hakkında sürekli tekrarlanan iddialar, Kore' de başkan adayı Kim Dae Jung' un seçim kampanyası boyunca çelişkili sinyaller vermesi ve sonunda seçimi kazanması gibi faktörler krizin ciddiyetini arttırırken, yurtiçi ve yurtdışı yatırımcıların kaçışına neden olmuştur. Ayrıca IMF planının ilk bölümü hükümetler tarafından kabul edilmesine rağmen ciddi bir şekilde yürütülmemiştir. Özellikle Endonezya ve Kore' de hükümetler planın en akılcı bileşenlerini bile uygulamada başarısız olmuşlardır (Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.23,24).

1. Finansal Sistemin Krizdeki Rolü; Aşırı Borç Verme: Miktar ve Kalite

Bu bölümde 1997 yılında Asya ülkelerinde meydana gelen çöküşte bankacılık sektörü ve finansal sistemin rolü incelenecektir. Asya bölgesi ülkelerinde bono ve hisse senedi piyasalarının az gelişmiş olması nedeniyle finansal aracılık faaliyetlerinin bankacılık sistemi üzerinden yapılmaktaydı. Bunun anlamı bölgedeki cari açığı finanse eden sermaye akımlarının bankacılık sistemi tarafından yönetilmesidir.

Yaygın olan sistem yurtiçi bankaların yurtdışı bankalardan ödünç aldığı fonları yurtiçinde faaliyet gösteren firmalara aktarması idi. Bu yüzden firmaların içine düştüğü finansal zorluklar, geri ödenmeyen fon miktarını artırarak bankaları kısa vadeli yabancı borç ile başbaşa bırakmış, bankacılık sistemine dair kurumsal ve politik eksiklikleri ön plana çıkarmıştır. Gerçektende bölge ülkelerinde krizden önceki dönemde zayıf, kırılgan, kötü yönetilmiş ve zayıf düzenlemelere sahip bir bankacılık sistemi mevcuttu. Üzerine bölge ülkelerinde 1990 yıllar boyunca oluşan aşırı borç verme durumu mevcuttu(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.25, 26).

Ödünç verilen miktarın yanında finansal sisteme dair asıl problemlerden biri de banka ve banka-dışı finansal kurumların ödünç verdiği fonların düşük kalitede olması idi. Fonların önemli bir kısmı karlılığı belirsiz projelere veya mevcut finansal varlıkların spekülasyon satışı üzerine kurulmuş operasyonlara aktarılıyordu. Daha önce riskli ve düşük performanslı projelerde aşırı yatırım olduğu üzerinde durmuştuk. Ödünç verilen fonların kalitesini hakkında fikir vermesi açısından 1996’ da geri ödenmeyen fonların toplam ödünç verilen fonlar içindeki payları üzerinde durursak; geri ödenmeyen fonların oranı Tayland ve Endonezya’ da %13, Kore’ de %8, Malezya’ da %10, Tayvan ve Singapur’ da %4, Hong Kong’ ta %3, Filipinler ve Çin’ de %14’ tür(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.27).

1997 krizinde gayrimenkul sektöründe yaşanan kötüleşmeler sonucu bankacılık sektörü doğrudan etkilemiştir. 1997 sonu itibariyle bankacılık sisteminde varlıklar içinde riske maruz değerler içinde mülkiyet sektörü alacaklarının (property exposure) varlıklar içindeki payı Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayland’ da oldukça yüksektir. Kore ve

Filipinler’ de bu miktar görece olarak az ancak bu ülkelerde kötü krediler imalat sektöründe yoğunlaşmıştı(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.27).

2. Dış Borç Yüğü ve Yönetimi

Stok rezervleri düşük olan ülkeler, kısa vadeli likitide problemi ile karşılaştıkları zaman borç servisinde sorun yaşarlar. Likitide probleminin kaynağı devalüasyon sonrası dış kreditorlerin panik içinde kredi yenilemekten kaçınmaları olabilir. Bu yüzden dış sorumluluklarının büyük kısmı kısa vadeli olan ülkelerin, likitide eksikliği nedeniyle kısa vadeli sorumluluklarını çevirememesi likitide krizi içine düşmesine sebep olur. 1994-95 Meksika örneğinde kısa vadeli kamu borçları(tesobono) kaynaklı yaşanan likitide problemi, Asya örneğinde özel kesim dış sorumlulukları kaynaklı yaşanmıştır(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.30).

Asya bölgesi ülkelerinin Dünya Bankası tarafından yayınlanan verilerle bölge ülkelerinin bir kısmının dış borcu düşük sayılabilecek seviyelerde olsada yıllar itibariyle ılımlı bir artış yaşamış, diğer ülkelerde ise yüksek ancak yıllar itibariyle azalmaktadır. Kore’ de dış borç 1990 ile 1995 arasında %14 civarlarında iken Endonezya’ da 1990’ dan 1996’ ya %66’ dan %57’ ye düşmüştür. Malezya’ da dış sorumluluk oranı 1993’ ten sonra %40 civarlarında, Filipinler’ de ise 1990’ dan 1996’ ya %69’ dan %49’ a düşmüş, Tayland’ da ise 1990’ ların ilk yarısında %33 civarında seyrederken 1996’ da %50’ ye yükselmiştir. Çin’ de 1990’ da %14 iken 1994’ te %18’ e yükselmesine rağmen 1996’ da %15’ e gerilemiştir. 1990’ lar boyunca Singapur ve Tayvan’ da dış borç %10 civarlarında düşük bir oranda gerçekleşmiştir. Dünya bankası verilerine göre toplam dış borç içinde kısa vadeli dış borç oranları incelersek bölge ülkelerinin kısa vadeli borç oranı her ne kadar yıllar itibariyle yükselme göstereceği görece ılımlı denebilir. Kısa vadeli borç oranı Kore’de 1995’ e kadar %25 civarlarında seyrederken 1996’ da %50’ ye yükselmiştir. 1990’ dan 1996’ ya Endonezya’ da %15’ ten 24%’ e, Malezya’ da %12’ den 27’ ye, Filipinler’ de %14’ ten 19’ a yükselmiştir. Tayland’ da 1995’ te %72’ ye kadar yükselmiş, Tayvan’ da 1990’ da %88 iken 1995’ te %72’ ye gerilemiştir. Bölge ülkelerinin tamamına yakınında

kısa vadeli borç ağırlığı ılımlı sayılabilecek boyutlarda olsa da borç servisi ve kısa vadeli borç toplamının rezervlere oranı göz önünde bulundurulduğunda durum daha tehlikeli boyutlardaydı(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998, s.32,33).

Normal zamanlarda eğer ülke kısa vadeli dış borcunu çevirebiliyorsa bu oranın yüksekliği çok endişe vermemelidir. Ancak 1997 Asya örneğinde; yurtiçi paranın değerinin düşmesi ile birlikte (özellikle yabancı borçlanma döviz cinsinden, yurtiçinde borç verme ise ulusal para cinden yapılmışsa) yabancı kreditorler kısa vadeli sorumlulukları çevirmek için gerekli olan kredileri vermeyi reddederek krizin hazırlanmasında rol oynadılar.

3. Sabit Döviz Kuru Sistemi ve Para Otoritesi

Likitide sıkıntısı yaşayan bir finansal sistem ve sabit döviz kurunun birarada olması ekonomi için öldürücü sonuçlar doğurabilir. Eğer merkez bankası piyasada oluşacak fon açıklarını gerektiğinde kapatmak yani son kredi mercii (lender of last resort) olma görevini üstlenmezse bankadan kaçışlar (bank run) meydana gelebilir. Eğer yurtiçi para için bu görevi yerine getirirse bankadan kaçış bertaraf edilebilir ancak bu seferde maliyet döviz kaçışları olacaktır. Bu nedenle sabit döviz kuru rejiminin benimsendiği ve yetersiz döviz rezervlerinin olduğu bir durumda, yatırımcıların beklentileri negatife dönerse kriz kaçınılmaz olacaktır. Para otoritesinin yapabileceği tek şey ne tür bir kriz olacağını seçmektir(Chang ve Valesco, 1998, s.44).

Chang ve Valesco (1998)' e göre mevduatların yurtiçi para cinsinden olduğu, merkez bankasının son kredi mercii olarak hareket etmeye hazır olduğu ve esnek kur'un seçildiği rejimler kendi kendini besleyip büyüten (self fulfilling) bankacılık krizlerini önlemede yardımcı olur. Şöyleki; bankadan kaçış mevduat sahibinin diğer mudilerinde aynı şekilde davranacağını beklentisi ile gerçekleşir ve kullanılabilir kaynakları tüketir. Sabit döviz kuru sisteminin seçildiği durumda, bankadan mevduatları geri çeken mevduat sahipleri ardından Merkez Bankasından sağlam döviz alır, diğer mevduat sahipleri de bu sıra ile gerçekleşen olayların Merkez Bankası döviz rezervlerini tüketeceğini bildiği için aynı davranış içine girer. Kriz bu şekilde kendi kendini besleyen ve büyüten(self fulfilling)

bir hal alır. Halbuki esnek döviz kuru rejimi ve son kredi mercii olarak Merkez Bankasının hizmet verdiği durumda, Merkez Bankası rezervlerini satmak zorunda değildir. Bu yüzden mevduat sahipleri isterlerse ilerleyen zamanlarda mevduatlarını geri çekeileceklerini bildikleri için bankadan kaçışlar engellenebilir. Ancak bu şekilde bir yaklaşım mevduatları yurtiçi para biriminden olan yurtiçi mudiler için geçerlidir. Kısa vadeli yatırım yapan yabancı kreditorlerin içine gireceği panik durumunda sistemi korumaya yeterli gelmeyebilir.

Mishkin (1999)' a göre sabit döviz kuru enflasyonu kontrol almada başarılı bir strateji olsada, geniş dış borcu olan ve gelişmekte olan ülke ekonomileri için çok tehlikeli olduğunu belirtmiştir. Sabit döviz kuru altında vuku bulacak spekülasyon atakları sonrası yurtiçi paranın değer kaybı, esnek döviz kuru altında vuku bulacak olandan daha fazladır. Ayrıca sabit döviz kuru sisteminde döviz kurunun durağan olması, yabancı yatırımcıları düşük risk algısıyla teşvik eder. Daha önce artan sermaye akımları ve sermaye akımlarını yurtiçi firmalara kanallize eden kurumların kötü yönetimlerinin aşırı borç verme balonu aracılığıyla nasıl sorunlara yol açtığını görmüştük(Mishkin, 1999, s.18, 19).

III. TÜRKİYE 2000-2001 KRİZLERİ:

A. KRİZ ÖNCESİ EKONOMİK DURUM

Türkiye’ de büyük buhrandan 1970’ li yılların sonuna kadar olan dönemde, devlet müdahaleciliğinin yanında, dış ticaret ve finansal akımların önüne engeller konulması ve kamu girişimciliğinin de yaygın bir şekilde ekonomik sistemde yerini alması, bu dönemde var olan ekonomik yapının en önemli özellikleridir(Demirci, 2002, s.190). İthal ikameci anlayış çerçevesinde ilerleyen bu dönemde, özel sanayi kesimi karlılığı 3 yoldan beslenmekteydi; ilki korumacı ticaret rejimi, tarife dışı engeller, seçilmiş endüstrilerde oligopol yapı temelinde şekillenmiş ve korunan yurtiçi piyasa. İkincisi ara malları ucuz yollardan özel sektör hizmetine sağlayarak maliyetlerini azaltan kamu girişimciliğinin varlığı ve son olarak baskılanmış finansal sistem ve değersiz yabancı paralar aracılığıyla ucuz finansman olanaklarıdır(Yeldan, 2001, s.5).

Mckinnon ve Shaw’ ın finansal baskı tezinde temelleri atıldığı üzere; 1980 öncesi dönemde uygulanan bu tipteki ekonomik politikaların finansal sisteme baskı oluşturduğu ve bu durumun etkin kaynak dağılımını engellediği ve ekonomide bir çok yapısal sorunu beraberinde getirdiği yaygın bir kanı vardı. Türkiye’ nin maruz kaldığı finansal baskılamaya Akyüz (1990)’ a göre şu alanlarda kendini göstermekteydi; mevduat ve kredi faizleri üzerinde tavan uygulaması ve negatif faiz oranları, kredi tayinlaması ve öncelikli sektörlerde kredi kullanımında öncelik tanınması, finansal gelir ve işlemlerden aşırı vergi alınması, yüksek oranda mevduat munzam karşılığı ayırma zorunluluğu ve aracılık maliyetlerinin yüksek olması, bankaların ve finansal olmayan şirketlerin çoğunun aynı kişilere ait olması, firmaların yaptıkları yatırımlarda kendi özvarlıklarından çok kredilere güvenmesi, banka portföylerinin düşük kalitede olması, gelişmemiş sermaye piyasası, bütçe açıklarının kapatılmasında kamunun merkez bankasına güvenmesi, yabancı bankaların piyasaya girmelerinin engellenmesi, dış finansal işlemlerde ve yabancı varlık tutmada kısıtlamaların olması(Akyüz, 1990, s.98).

Ekonominin bu baskılamadan kurtulabilmesi için ve uluslar arası kuruluşlardan borçlanabilme imkanını yaratmak için Hükümet bir program hazırlayarak 24 Ocak 1980’ de açıklamıştır. Program hedeflerine bakıldığı zaman Türkiye ekonomisinin büyük bir iç ve dış liberalizasyon sürecine girdiği görülmektedir. Devletin ekonomideki etkinliğini azaltarak piyasa güçlerine daha büyük bir pay vermeyi ve böylece Türk ekonomisini dışa açarak rekabeti sağlamayı amaçlayan program, bu amaçlara ulaşabilmek için başlıca 4 hedefe yönelmiştir. Bunlar; **i.** enflasyonu makul bir seviyeye düşürmek **ii.** döviz kuru politikaları ve ihraç teşvikleriyle ihracatı teşvik etmek ve ithalatı liberalize etmek **iii.** iç piyasaları liberalize ederek pozitif reel faiz oranları sağlamak ve böylece tasarrufları ve yatırımları artırmak **iv.** sermaye hareketlerini serbestleştirerek Türk lirasının konvertibl hale getirilmesidir(Uygur, 1993, s.9)

1980 yılındaki liberalleşme reformunun ana unsurlarından biri iç finansal serbestleşme yönünde uygulanan reformlardır. Bu bağlamda daha önce yatırımlara ucuz finansman amacıyla uygulanan düşük oranlı faiz tavanı uygulaması kaldırılarak mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılmıştır. Bu aşamadan sonra küçük bankaların ve bankerlerin rekabeti faiz oranlarını aşırı yükselmesine neden olmuş ve oluşan spekülatif patlama sonucu 1982 yılında “bankerler krizi” yaşanmıştır. Yurtiçi faiz oranlarında oluşan bu istikrarsızlık sonucu 1983-88 arasında faiz oranları tekrar TCMB kontrolüne bırakılmıştır. 1989 yılında ise faiz oranları tekrardan bankaların kendisi tarafından belirlenmeye başlamıştır.

1989 Ağustosunda ayında ise dışa dönük serbestleşmeye ilişkin en önemli adımlardan biri olan 32 sayılı Konvertibilite kararı alınmıştır. Böylece sermaye hareketleri serbest bırakılmış yani sermaye çıkışlarını önlemeye dönük kambiyo kontrolleri de kaldırılmıştır. Düşük kur-yüksek faiz bileşeni, yani döviz kurunun ucuz tutulması kısa vadeli sermaye girişlerini cezbetmiştir. Bu olguya refakat eden genişleme konjonktörü ile 1993 yılı, o güne dek görülmemiş boyutta bir dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı ile sonuçlanmıştır. Türel (1993)’ e göre, özellikle “1988-92 deneyimi, makroekonomik istikrara ulaşmamış bir ekonomide deregülasyon ve kambiyo rejimi serbestleştirmesinin faiz hadleri ve kurda

istikrarsızlığa ittiğini, faiz ve kur “feedback”lerinin ise makroekonomik istikrarsızlığı daha da artırdığını düşündürmektedir” (Türel, 1993, s.130)(aktaran: Erdem, 2002, s.65)

Hızla liberalleşmeye geçilen bu dönemde finansal sektöre ilişkin bir çok yeni düzenleme yapılmıştır; Bankacılık sektörünün aracılık faaliyetleri daha iyi yerine getirmesi için gerekli olan rekabet ortamını oluşturmak adına yurtdışı bankaların Türkiye’ de faaliyet göstermesi önünde engeller kaldırılmış, Nisan 1985’ te yeni Bankacılık yasası oluşturularak bankaların tek düzen muhasebe sistemine geçmesi ve faaliyetlerini Merkez Bankasına raporlamaları zorunlu hale getirilmiştir. 1983’ te TMSF kurularak bankalara yatırılan tasarruf mevduatları devletin garantisi altına alınmıştır. Hisse senedi gibi mali varlık piyasasını geliştirmek, düzenlemek ve denetlemek amacıyla SPK kurulmuş ek olarak 1986’ da İMKB kurulmuştur. Özel ve kamu kesiminin ihtiyaç duyduğu fonları fonları sağlamasına yönelik Katılma intifa senetleri, kar-zarar ortaklığı belgesi, Finansman Bonosu ve Hazine Bonosu gibi yeni araçlar kullanılmaya başlanmıştır.

1980 sonrasında yapılan reform süreci iki döneme ayrılabilir. Birinci dönem 1980-1989 arası ve ikinci dönem 1990-2000 aralığını kapsamaktadır(Yeldan ve Boratav, 2001, s. 4,5). İlk dönem ihracatın geniş biçimde desteklenmesi, ithalatın kademeli olarak serbestleştirilmesi, döviz kurunun kontrollü dalgalanması ve sermaye hareketlerinin kontrol altında olmasıdır. Bu dönemde ücretler baskı altında tutulmuş, tarım sektörüne yapılan yardımlar azalma göstermiş ve TL yavaş ve fakat sürekli bir şekilde değer kaybetmiştir. Reformlarda ikinci dönem ise 1989’ da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle başlamaktadır(Yeldan ve Boratav, 2001, s. 5). İlk dönemde benimsenen bir politika olarak reel ücretlerin düşük tutulması ve reel kurun devamlı değer kaybetmesi dolayısıyla kazanılan dış ticarete fiyat avantajı yeni dönemde sürdürülmemiştir. 1989-91 döneminde ücretlerde %50’ lere varan oranlarda reel artışlar yapılmış ve buda ithalat talebinin artmasına neden olmuştur. Ek olarak 1989’ da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle yurtiçine giren yüksek miktardaki sermaye TL nin sürekli değerlenmesine yol açmıştır. Kısacası 1980-89 döneminde rekabetçi fiyatlar ile elde edilen liberalizasyon başarısı ardından gelen dönemde gerçekleştirilememiş aksine dış ticareti hızla kötüleştirerek iç borç

stokunu sürekli arttırmıştır. Daha da önemlisi artan kamu kesimi borçlanma gereği nedeniyle faiz oranları aşırı bir şekilde yükselmiş, buda toplam ekonomiyi gittikçe bir kaosa doğru sürüklemiştir. Bu kaosun ilk yansıması 1994 krizidir(Demirci, 2002, s.209).

B. 1994 KRİZİ

1994 krizinden önceki dönemi incelersek; özellikle liberalleşme atağından sonra piyasaların kırılgan bir yapıya büründüğünü söyleyebiliriz.. 1990’ dan 1995 yılına kadar TL sürekli değer kazanmıştır. Paralel olarak, ihracatın GSYİH içindeki payı 1984-89 ortalamasında %11,45 iken 1990-95 arasında %10,40’ a düşmüştür. Dolayısıyla ilk dönemde ortalama olarak fazla veren cari işlemler hesabı, ikinci dönemde açık vermeye başlamıştır.

1994 krizinin bir diğer önemli bozulma da kamu kesimi borçlanma gereğinde yaşanmıştır. 1988’ den sonra ücret ödemelerinde meydana gelen artış, efektif olmayan ve popülist bir şekilde uygulanan tarımı destekleme politikaları, kamu iktisadi teşebbüslerinin zararları , Güneydoğu Anadolu Bölgesi’ ne yapılan askeri harcamaların bütçe içerisinde kapladığı yer ve 1992’ den itibaren yükselen faiz oranları nedeniyle iç borç stokunu çevirmekte karşılaşılan zorluklar KKBG’ nde yaşanan artışın kaynaklarıdır(Celasun, 1998, 7,8).

1989 yılına gelindiğinde hızla artan dış borçları baskı altına alabilmek için borçlanma stratejisi değiştirilerek dış borçlanmadan iç borçlanmaya geçilmiştir. Ancak bu yol da iç piyasada faiz oranlarının artmasına ve hızla sermaye girişine neden olmuştur. İç borçlanmanın bu şekilde faiz oranlarını yükselterek borçlanma maliyetlerini arttırması ve vadelerin kısalması üzerine borçlanma strajisi gene değiştirilerek iç borçlanma azaltılıp dış borçlanma ile birlikte Merkez Bankasından borçlanma yoluna gidilmiştir(Demirci, 2002, s.212).

Diğer taraftan hükümet faizleri düşürebilmek adına hazine bonolarının arzını azaltarak piyasayı daha düşük faiz oranlarına razı etmeye çalışmış, fon gereksinimlerini de

Merkez Bankasının kısa vadeli avansları ile karşılamaya çalışmıştır. Ayrıca elinde hazine kağıdı olupta faiz geliri elde edenlerden vergi almaya başlamıştır. Bu şekilde bir çaba piyasada bir belirsizlik ortamı yaratarak piyasada ki likitidenin dövize kaymasına neden olmuştur. Yabancı borç kullanarak hazine kağıdı alan yurtiçi bankalar da açık pozisyonlarını kapatmak için döviz taleplerini arttırmışlardır. Piyasada oluşan aşırı döviz talebinin ardından Merkez Bankası kuru koruyabilmek için döviz satmaya başlamış rezervler de hızla tükenmeye başlamıştır. Döviz piyasasında aşırı talep ile oluşan bu durum daha fazla sürdürülememiş ve Nisan 1994 TL %53 oranında devalüe edilmiştir(Demirci, 2002, s.214, 215).

Develüasyonla birlikte piyasada, döviz mevduat hesaplarındaki paraların bir yasayla TL' ye çevrileceği söylentisi "bankadan kaçış" lara neden olmuş, mevduat sahipleri hızla mevduatlarını bankadan çekmişlerdir. Bu şekilde oluşan banka paniği mevcut para krizini genel bir kriz haline getirmiş, bazı bankalar yükümlülüklerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Yerli bankalar 1994 krizinde toplam varlıklarının %33' ünü kaybetmişler, sistemdeki mevduat miktarı %14,7 oranında azalmıştır. Oluşan bu güvensizlik ortamını kırabilmek için mevduata %100 devlet garantisi sağlanmak zorunda kalınmıştır(Demirci, 2002, s.215).

C. KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİ

Türkiye' de 1980 sonrasında başlayan liberalleşme reformlarının, 1989 sonrası olan ikinci döneminden itibaren ekonomiyi gittikçe daha kırılgan hale getirdiği yönünde hakim bir görüş mevcuttur. Bu kırılgan yapının belirgin sonuçlarından biri olarak 1994 yılında yaşanan krizi ele almıştık. Yeldan (2001)' e göre Türkiye ekonomisi 1990' ların başından itibaren temel dengelerini yitirmiş ve gittikçe şiddetlenen bir bunalım sürecine girmiştir. Büyüme ve daralama aralıklarının giderek sıklaşmış olduğunu ve "istikrarsızlık-kriz-yapay büyüme-istikrarsızlık" sarmalında bir kısır döngü içine girdiğini belirtmektedir(Yeldan, 2001, Birikim, sayı: 144).

Türkiye ekonomisi hem sosyal hem ekonomik anlamda bu sürecin en ağır

faturasını Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerle ödemiştir. Bağımsız Sosyal Bilimciler-İktisat Grubu bu süreç ve kırılğan yapı hakkında ana çizgileri şu şekilde değerlendirmektedir(aktaran: Yeldan, 2001);

*"Süreklilik kazanan bunalım, hükümetlerin sadece son birkaç yılda uyguladıkları yanlış tedbirlerin ya da **teknik hatalarının** değil, 1980'den bu yana uygulanan ve ulusal ekonominin dengelerini denetimsiz ve yönlendirilmemiş piyasa güçlerine terk etmeyi amaç edinmiş olan neo-liberal politikaların bir sonucudur. 1998'in ikinci yarısından itibaren derinleşen ekonomik kriz, bir yandan 1998 Asya ve Rusya krizleri gibi dışsal şokların, bir yandan da 1990'lar boyunca sürdürülen dışa bağımlı, yapay büyüme stratejisinin ve çarpık toplumsal bölüşüm ve birikim mekanizmalarının artık tıkanmış olduğunu belgelemektedir. Devlet, özellikle 1990-sonrası yıllarda ulusal ekonominin yönlendirilmesi işlevini tamamen yitirmiş ve bir topyekûn reform stratejisi ile makroekonomik istikrarı yeniden oluşturabilmek yerine, ekonominin birikim önceliklerini doğrudan doğruya kısa vadeli dış sermaye girişlerinin özendirilmesine dayandırarak, kısa süreli ve yapay büyüme kazanımları üzerine kurmayı tercih etmiştir. Bu tercih, ulusal ekonomiyi tamamen konjonktürel ve dışsal olgulara bağımlı hale getirmiş ve ekonominin kısa çevrimli, mini büyüme-kriz-istikrar sarmallarına sokulmasına neden olmuştur. Bu süreçte kamu kesimi borç servisi yükü sürdürülemez boyutlara ulaşmış; kamu kesimi tasarruf ve yatırım yapamaz hale gelmiş; özel sektör birikim tercihleri giderek reel üretici sektörlerden uzaklaşarak, spekülatif rantiyer-tipi birikim alanlarına yönelmiş; ve işgücü piyasalarında marjinalleşme ve kuralsızlaştırma artarken, toplumsal gelir dağılımı da ciddi biçimde bozulmaya itilmiştir."*

Kriz öncesinde 2000 yılındaki makroekonomik bazı göstergelere bakarsak ekonominin içine girdiği kırılğan yapıyı daha net anlayabiliriz. Gelişmekte olan ülkelerde son dönem krizleri incelendiği zaman, krizlerin hemen öncesinde hızlı biçimde yabancı fon girişi olduğu ve çoğunluğunun dış borçlanma şeklinde olduğu göze çarpmaktadır. Türkiye' de de 2000 yılında hızlı dış kaynak girişi yaşanmış ve tamamına yakını dış borçlanma

yoluyladır(Uygur, 2001, s.20). Kısa vadeli dış borç/döviz rezervi oranı 1999 sonunda 1,1 iken, 2000 sonunda 1,47 düzeyine çıkmıştır. Asya krizi öncesinde Tayland' ta bu oranın 1,45' e kadar yükseldiğini belirtirsek karşılaştırma yapılabilmesi açısından faydalı olacaktır.

2000 yılındaki kriz göstergesi olabilecek bir diğer gelişme cari açık probleminin hızla artmasıdır. 1999 sonunda cari açık/döviz rezervi oranı %5,9 iken 2000 Haziran ayında %27,7' ye 2000 Aralıkta ise %50' ye yükselmiştir. Benzer biçimde cari açık/GSYİH oranı 1999 sonunda %0,7 iken 2000 Haziranda %3,5-4 civarlarında olacağı anlaşılmış ve yıl sonunda %4,9 olarak gerçekleşmiştir. Dornbusch (2001)' e göre bi ülkede paranın hızlı ve %25' i bulan reel değerlenmesi ve cari açık/GSYİH oranının %4' ü bulması kriz bakımından kırmızı bölgeye geçilmesine neden olur. Bunlara ek olarak Türk Lirası 2000 yılında sürekli değer kazanmıştır. 2000 sonunda TÜFE' ye göre %14, TEFE' ye göre %10 oranında reel değer kazanmıştır. Daha önce kriz yaşayan ülkeler ile karşılaştırıldığında bu oranlar oldukça ciddidir(Uygur, 2001, s.21).

Çarpık finansal serbestleşme sonucu oluşan finansal kırılganlığın yanında Bretton Woods kurumları güdümünde uygulamaya konulan yapısal uyum programları Türkiye' nin içine girdiği ekonomik bunalımda önemli yer tutmaktadır. Görülen odur ki 2000 yılında uygulamaya konulan Enflasyonu Düşürme Programı gerek varsayımları gerekse içeriğindeki teknik hatalar açısından krizde önemli yer tutmaktadır. Bunun yanında sermaye hareketleri ile sıcak para giriş-çıkışı ve zayıf bankacılık sistemi ülkenin içerisine girdiği buhranı anlayabilmek için incelenmesi gereken konulardır.

1. 2000 - Enflasyonu Düşürme Programı:

1999 Aralık ayında Türkiye IMF' e sunduğu niyet mektubuyla beraber enflasyonu düşürme ve sürdürülemez dış borç miktarını kontrol altına almak amaçlı yeni stabilizasyon programını somutlaştırmıştı. Program döviz kuru odaklı olmakla beraber üç ana başlık üzerinde inşa edilmiştir;(i) kamu kesimi (maliye) reformu; (ii) döviz kuru nominal çıpasına dayalı para programı ve (iii) sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimine yönelik

yapısal nitelikli dönüşümler(Yeldan, 2001). Programın hedefleri ise; **i.** Tüfe' de 2000 yılı artış oranı %20, 2001 yılı artış oranı %12 ve 2002 yılı için %7 olması hedefleniyordu. 2002' nin sonunda da enflasyon tek haneli rakamlara indirilecekti. **ii.** yıllık develüasyon oranı %20 olarak hesaplanmıştı **iii.** nakit iç borcun GSMH' ya oranının %27 ve toplam borç stokunun GSMH' ya oranının %61 olması hedeflenmişti(Çolak, 2001, s.21).

Yeldan (2001) programın temel çerçevesini şu şekilde açıklamıştır;

“Program, para arzının belirlenmesinde ve dış dengenin sağlanmasında “ödemeler dengesi sistemine parasalcı yaklaşım” ilkesini benimsemekteydi. IMF yönlendiriciliğindeki istikrar programlarının hemen tümüne kuramsal temel oluşturan bu yaklaşıma göre, dışa açık bir ekonomide döviz kuru satın alma paritesinde dengeye kavuşmak için sürekli devinim halindedir. Bu dengeye ulaşabilmek için de para arzı piyasa güçleri tarafından içsel olarak belirlenmektedir. Bu önermeden yola çıkarak programda öncelikle 1 dolar artı 0.77 eurodan oluşan bir sepet yaratılmış ve bu sepetin günlük aşınması 2000 yılı sonuna dek Merkez Bankası’nca belirlenerek %20 oranında değer yitirmesi planlanmıştı. Günlük döviz kuru sepeti ayarlamalarının da her ay içerisinde sabit kalması öngörülmüştü. Böylelikle program boyunca para arzındaki genişleme doğrudan doğruya piyasa güçlerine terk edilecek ve enflasyonist baskıların hafifletilmesi sağlanacaktı. Ulusal malî piyasalarda para arzını denetleyebilmek için Merkez Bankası’nı bir “para kurulu” idaresine dönüştüren bu modelin kuramsal temelleri 19. yüzyılın reel para doktrinine dayanmaktadır. Uluslararası ticarette finansal sermaye hareketlerinin görece sınırlı olduğu bir ortamda geliştirilmiş olan bu doktrine göre, ihracat sonucu elde edilecek döviz gelirleri doğrudan doğruya parasal tabanın genişlemesine yol açmaktadır. İhracat malları üretimi için ekonominin reel sektörleri para talebi yarattığı sürece söz konusu parasal genişlemenin enflasyonist etkileri olmayacaktır. Dolayısıyla, para arzının genişlemesi, sadece yurtdışından döviz girdisine bağlanırsa, enflasyonist eğilimlerin de önüne geçilmiş olacaktır” (Yeldan, 2001, Birikim, sayı:144).

Ancak Yeldan (2001)' e göre söz konusu doktrin daha çok mal ve hizmet ihracatı sayesinde kazanılan dövizleri odak noktası olarak ele almaktadır. Spekülatif sermaye hareketlerinin son derece akışkan olduğu günümüz finans dünyasında bir ekonominin tüm parasal tabanını dış dünyanın kısa dönemci, spekülatif nitelikli sermaye giriş-çıkışlarının denetimine bırakmak ise son derece tehlikeli bir girişimdir. Ayrıca planlanan uygulamaların sadece enflasyonu düşürme hedefi ile sınırlı olmadığını, yeniden yapılanmayı ve ekonomide kalıcı dönüşümleri amaçladığını söyler.

Uygur (2001) ise programın IMF ile yapılmış 17. antlaşma olduğunu ve daha önce aranılan istikrarın bulunamadığını, 1990' larda Brezilya, Meksika gibi ülkelerin IMF programının ardından finansal krize girmelerinin yabancı yatırımcıların programa olan güvenini azalttığını belirtmiştir (Uygur, 2001, s.10). Ayrıca parasal taban TCMB' nin net dış varlıklarına göre belirleneceği için para-faiz politikası uygulanamayacak, buda yabancı kaynak dalgalanmalarında para faiz intibakına imkan vermeyecekti (Uygur, 2001, s.10).

1999 yılı sonunda kamu fiyatlarının da çıpa olarak kullanılması amacıyla yüksek zamlar yapıldı ve 2000 yılında zamların %2' yi aşmaması öngörüldü. Ancak bazı sektörlerde %30' a varan zamlarla bu disiplin sağlanamadı. Bunun yanında enflasyon 1999 sonu ve 2000 başı enflasyon rakamları hedeflenenden daha yüksek çıktı. Gelirler politikası program kapsamında disiplin altına alınacaktı. Ancak önceki yıllardan yapılan toplu iş sözleşmeleri ve özel kesimin buna itibar etmemesi nedeniyle program bu disiplini de sağlayamamıştır. Bütün bu sebeplerle programın sürdürülebilirliği üzerinde kuşkular oluştu (Uygur, 2001, s.11, 12).

Uygur (2001)' e göre kamu bankalarının görev zararları ve KİT' lerin fiyatları çıpa olarak kullanmasından kaynaklı zararları nedeniyle kamu açıkları giderek büyüyordu. Bütçenin ve kamu kesiminin mali uyum hedefleri faiz dışı denge üzerinde yoğunlaşmıştı. Ancak faiz dışı denge hedefleri özel kesimin faiz transferlerini ve bu transferlerin özel talep üzerindeki uyarıcı etkisini gözardı ediyordu. Her ikisini birden önemseyen bir yaklaşım olması gerekliydi. Ayrıca yapısal uyumun önde gelen bir kalemi olan özelleştirmenin mali

uyuma en büyük katkıyı yapması planlanmıştı ancak 2000 yılı ortalarına doğru özelleştirme hedefine varılamayacağı belli olmuştu(Uygur, 2001, s.12, 13).

Bankaların dış borçlanması 2000 yılının ortasına varıldığında hızla devam ediyordu. Enflasyonunda kur artışa göre yüksek olması ithalat talebini hızla yükseltmiş, diğer taraftan iç talebin artması ve aşırı değerli TL ihracatın duraksamasına neden olmuştur. Program cari açığı GSMH' nin %1,5-2' si dolayında, 3-4 milyar \$ arasında öngörmüştü. Gerçekleşme ise 9,8 milyar \$ oldu. Giderek büyüyen cari açığın sürdürülebilmesi için mutlaka dış kaynak girişi gerekiyordu. Dış kaynak girişi Net doğrudan yabancı yatırım şeklinde olsa olumsuz beklentiler oluşmayabilirdi ancak 2000 yılında bu rakam sermaye çıkışlarıyla birlikte net 112 milyon \$ ile varsayılanın tersine çok sınırlıydı. Bu yüzden dış kaynak borçlanma yoluyla olmak zorundaydı ve borç verenlerin ülkeye bakış açısı önemliydi. Uygur (2001) krize giden yolda dış borç verenlerin hem makroekonomik dengelere hem de aracılık yapan bankacılık sistemine bakış açılarının belirleyici olduğunu söyler(Uygur, 2001, s.13, 14)

2. 2000-2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri:

2000-2001 krizinin oluşumunda sermaye hareketleri ile sıcak para giriş-çıkışının rolü incelenmesi gereken bir diğer konudur. Boratav (2001) sermaye hareketlerinin krizdeki rolünü bulabilmek amacıyla kriz öncesi dönem (Ocak-Ekim 2000) ile kriz dönemi (Kasım 2000-Haziran 2001) verilerini beraber incelemiştir. Kriz öncesi dönem olan 2000 yılının ilk on ayında, IMF ile imzalanan stand-by antlaşmasının desteği, nominal döviz kuru çıpasının güvenilirliği ve faizlerin düşmesine rağmen pozitif getiri sağlanması nedenlerinden dolayı sermaye girişleri hızla artarak 15,2 milyar \$ seviyesine ulaşır. Bu rakam cari açık miktarının çok üzerindedir. Bunun yanında hazinenin tahvil ihracı, ikincil piyasaya girmesi nedeniyle sıcak kategorisinde değerlendirilirse, yabancı sermaye hareketlerinin çoğunluğu sıcak niteliğindedir(Boratav, 2001, s.210,211).

Önemli bir konu da; kriz öncesi dönemde, yabancı kökenli sıcak para girişi ile yerli kökenli sıcak para çıkışı miktarlarının birbirine yakın olmasıdır. Boratav (2001)' e

göre yabancı aktörler kamu otoritesinin açılan kredileri son tahlilde üstleneceği tahminiyle risk faktörlerini göz ardı etmişler ve zaten sonunda haklı çıkmışlardır. Bir başka deyişle 2000 yılının büyük bölümünde Türkiyeli yatırımcılar ülkeleri hakkında yabancı yatırımcılar kadar iyimser değillerdir. (Boratav, 2001, s.213)..

Sermaye hareketleri bakımından ilk uyarılar Eylül 2000' de Net Sermaye Hesabının negatife dönmesiyle ortaya çıksada, asıl şok Kasım 2000' de yabancılardan net 5,2 milyar \$ menkul değer satıp dışarı çıkarmaları ile gerçekleşmiştir. Bu kaçış hemen rezervlerde erimeye yol açsada, Aralık 2000 ve Ocak 2001' de IMF' ten gelen 2,9 milyar \$ geçici bir istikrar sağlamıştır. Krizin şubat ayağı ise 3 kanaldan gerçekleşmiştir; **i.** bir kez daha yabancılardan tasfiye ettiği menkul değerlerden 3,8 milyar \$ **ii.** yabancı bankaların yenilemediği kredilerden 1,2 milyar \$ **iii.** kayıt dışı hareketlerden 1,2 milyar \$ olmak üzere toplam 6,3 milyar dolar yurtdışına kaçmıştır. Yani Kasım 2000 ve Şubat 2001 arasında yukarıdaki 4 kalemde net olarak 11,5 milyar \$ sermaye çıkışı gerçekleşmiş bunun 10,3 milyar \$' ı yabancılardan kaynaklanmıştır(Boratav 2001, s.214)

Boratav (2001), kriz öncesi on ayı, soraki sekiz ay ile karşılaştırdığında, GSMH' in %12' si dolayında negatif bir yön değiştirme gözlemlemiştir. Cari açığın sürdürülemeyeceğini döviz kuru hedefinin inandırıcı olmadığını düşünen yabancı aktörler devalüasyon öncesinde ülkeyi terk etmişlerdir. Boratav (2001)' e göre sermaye hesabı dışa açık olmasaydı en azından ekonomideki aşırı ısınma sermaye hareketlerinden başlayarak çöküş yaşamazdı(Boratav, 2001, s.215).

3. Bankacılık Kesiminin Krizdeki Rolü:

2000-2001 Krizi öncesinde bankacılık sektörünün riskli bir yapıda olduğu biliniyordu. Ancak sektörü yeniden yapılandırma girişimlerinde TMSF bünyesine eklenen her banka batık sayısının yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından daha zor durumda olduğu izlenimini vermekteydi. Özellikle döviz ve vade uyumsuzluklarına karşı denetlemek üzere konulan bazı kuralların uygulanamadığı anlaşıldı. Örneğin bankacılık kesiminin açık pozisyon sınırı 1999 Eylül ayında yeni bir kararla %20' ye indirilmesine rağmen, 2000

eylül ayında %205 ile olması gerekenin 10 katı idi(Uygur, 2001, s.15). Bankalar tamamen kar güdüsüyle hareket etmişler ve sistemin kırılganlığı artmıştır.

2000 ekim ayında Etibank batma durumuna geldiğinden TMSF bünyesine alındı. Bu durum Demirbank' ın da zor durumdaki bankalar listesine girmesine neden oldu. Aralarında örtülü bir ortaklık bağı olduğu söylentisi ve “eğer imkanı olsa Demirbank Etibank' ı kurtarırdı” düşüncesi yaygındı. Böyle düşünceler daha Ekim ayında Demirbank' ı çaresiz bırakmıştı ki Demirbank rastgele bir banka değildi: 2000 yılında yapılan DİBS ihraçlarının yaklaşık %15' ini aldığı ve toplam DİBS stokunun %10' unu taşıdığı tahmin ediliyordu. Bu büyük DİBS stokunu taşımak için ise kısa vadeli dış ve iç borçlanma yapıyordu. Uygur (2001), kısa vadeli borç bulmakta zorlanan Demirbank' ın, elindeki DİBS senetlerini çaresizlikle satmaya başlamasını krizin başlangıcı olarak görür. Bu kadar büyüklükteki varlıkların satışı devlet borç senetlerinin fiyatlarını düşürmüş ve faiz oranlarını arttırmıştı. Ardından yabancılar da ellerindeki kağıtları satarak ülkeyi terk etmeye başlamışlardır. Demirbank' ın ve diğer bazı bankaların dış borç bulmada zorlandıkları tarih krizin başladığı tarih olmalıdır(Uygur, 2001, s.17).

Uygur (2001)' e göre zaten 2000 yılının Eylül ayında finansal piyasalarda tedirginlik vardı ve krize doğru sürükleniliyordu. Dışarıda Türkiye tahvillerinin fiyatları düşmüş faiz oranları artmıştı. Halbuki aynı dönemde ABD ve AB faizleri artmıyordu. Bu gelişmelerin ortaya çıkmasında Bayındırbank olayı, özelleştirmeye ilişkin tartışmalar, cari açığın sürdürülebilir olmadığı tartışmalarının etkisi büyüktür. IMF' te açık sürdürülemez kanısını taşıyordu ve acil önlem alınmasını istiyordu. Stand-by antlaşması ile taahhüd ettiği ikinci dilim krediyi bu yüzden geciktirdi ve üçüncü dilim ile beraber vereceğini bildirmişti.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜÇ FİNANSAL KRİZİN CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ ve 2002-2007 DÖNEMİNDE TÜRKİYE' nin CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Çalışmanın amacı 2001 krizi sonrası Türkiye ekonomisinin cari açığının sürdürülebilirliğini ölçmek olduğu için; üç kriz deneyimi cari açığın sürdürülebilirliğinde etkili olan değişkenler göz önünde bulundurularak incelenecek ve ardından 2001 sonrası Türkiye ekonomisinin cari açık sürdürülebilirliği nicel veriler ışığında incelenecektir.

I. MEKSİKA (1994), KORE (1997) VE TÜRKİYE (2001) KRİZLERİNİN CARİ AÇIĞIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE KARŞILAŞTIRILMALI BİR ANALİZİ: CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Bundan önceki bölümde, 1994 yılında Meksika' da, 1997 yılında Asya ülkelerinin bir çoğunda ve 2000 - 2001 yıllarında Türkiye' de yaşanan ekonomik bunalımları inceledik. Bu krizlerin temelleri göz önünde bulundurulduğunda bir çok ortak yön bulmak mümkün iken, krizlerin oluşumunda öne çıkan asıl faktörler farklılık gösterebiliyor. Meksika, Asya ve Türkiye de yaşanan bu krizlerin geniş, büyüyen ve sonunda sürdürülemeyen cari dengesizliklerin bir sonucu olduğu yönünde genel bir kanı mevcuttur.

Meksika (1994), Kore(1997) ve Türkiye (2001)' de yaşanan krizlerde cari açık problemi krizlerin patlak vermesindeki en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Buradan yola çıkarak bu ülkelerde yaşanan kriz deneyimlerini cari açığın sürdürülebilirliğine etki eden faktörler ışığında incelemek bilimsel açıdan anlamlı olmakla beraber, ileriki bölümde üzerinde duracağımız Türkiye ekonomisinin 2002-2007 dönemindeki cari açığının sürdürülebilirliği konusu hakkında karşılaştırma yapabilmemize

olanak sağlayacaktır.

Cari açığın sürdürülebilirliği ile ilgili olan makroekonomik göstergeler çok fazladır. Bizim çalışmamız bu göstergelerin tamamını değil, belirli başlıklarda önemli gördüğümüz değişkenler üzerinde duracaktır. Çalışmamızda bu ülkelerdeki cari açık sürdürülebilirliğini inceleyeceğimiz değişkenler şunlardır;

1. Cari açık dengesizliği: cari açık/GSYİH (%)

2. Cari açığın kaynağı: yatırım/GSYİH(%), tasarruf/GSYİH(%) ve bütçe açıkları/GSYİH

3. Cari açığın kompozisyonu : mal-hizmet dengesi/cari denge (%) ,mal-hizmet dengesi/GSYİH (%) ve reel döviz kuru değerlenmesi (rekabet edebilirliğe etkisi nedeniyle)

4. Sermaye akımları: doğrudan yatırımlar/cari denge (%)

5. Borç stoku ve rezerv yeterliliği: Kısa vadeli dış borç stoku /Toplam dış borç (%), Kısa vadeli dış borç stoku/GSYİH ve Kısa vadeli dış borç stoku/ Rezervler

6. Finansal Sistemin kırılganlığı: Bankacılık sektörü düzenlemeleri ve krizlerdeki etkisi

A. CARİ İŞLEMLER DENGESİZLİĞİ: CARİ AÇIK/GSYİH (%)

İncelemekte olduğumuz 3 ülke yaşadıkları krizlerden önce, büyüklükleri farklı da olsa geniş cari açıkları tecrübe etmişlerdir. Cari açık problemi finansal piyasalarda yüksek gerilime yol açmaktadır. Sürdürülebilirlik değerlendirmesinin zorluğu göz önünde bulundurulursa, develüasyon beklentileri, spekülatif sermaye kaçışları ve finansal kriz beklentileri cari açığın yarattığı gerilimin sonuçları olarak karşımıza çıkar. Cari açık problemini ölçebilecek yada farklı ülkelerdeki cari açık miktarlarını karşılaştırabilecek en kolay ve güvenilir değişken cari açık/GSYİH (%) değişkenidir. Bu değişken IMF ve birçok yazarın üzerinde durduğu bir sürdürülebilirlik kriteri olmakla beraber, eski ABD Hazine

Bakanı Lawrance Summers' ın bu değişken için tehlikeli sınırı %5 olarak ifade ettiğini daha önce belirtmiştik.

Tablo 1.' de Meksika için 1988 ile 1994 yılları arasındaki cari açık/GSYİH oranı yüzde cinsinden gösterilmiştir. Meksika' da bu oran 1988-1990 yılları arası sırasıyla %-1.30, %-2.61 ve %-2.84 olarak gerçekleşmiş iken, 1991 yılından itibaren hızla yükselerek 1991' de %-4.73, 1992' de %-6.72, 1993' te %-5.8 ve 1994 yılında %-7.05 olarak gerçekleşmiştir. Bu verilere göre Summers' ın ifade ettiği %5' lik sınır 1992 yılından itibaren aşılmıştır.

Tablo 1: Meksika' nin cari açığı 1988-1994

yıl	cari açık(milyar \$)*	gdp (milyar \$)**	cari açık/gsyih (%)***
1988	-2,374	183,19	-1,30
1989	-5,825	222,96	-2,61
1990	-7,451	262,71	-2,84
1991	-14,888	314,51	-4,73
1992	-24,442	363,66	-6,72
1993	-23,4	403,24	-5,80
1994	-29,6621	420,77	-7,05

Kaynaklar: *IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

Bu oranın Kore' deki değerleri Tablo 2.' de gösterilmiştir. Buna göre cari açığın GSYİH içindeki payları 1990-1992 yılları arasında sırasıyla %-0.76, %-2.73 ve %-1.24' tür. 1993 yılında cari fazla verilirken, 1994 yılında tekrar %-0.95 ile açık verilmiş ve 1996 yılına kadar cari açık kötüleşmesi yaşanmıştır. Kriz öncesindeki yıl olarak 1996 yılında cari açık/GSYİH oranı %-4.16 ile tehlikeli sınır olan %5 sınırına oldukça yaklaşmıştır. Cari açığın sürdürülemezlik krize girilen 1997 yılında bu oran %-1,59' dur.

Tablo 2: Kore' nin cari açığı 1990-1997

yıl	cari açık(milyar \$)*	gdp (milyar \$)**	cari açık/gsyih (%)***
1990	-2,0144	263,84	-0,76
1991	-8,4174	308,27	-2,73
1992	-4,0952	329,93	-1,24
1993	0,8211	362,16	0,23
1994	-4,0242	423,46	-0,95
1995	-8,6651	517,21	-1,68
1996	-23,2098	558,03	-4,16
1997	-8,3837	527,26	-1,59

Kaynaklar: *IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

Türkiye’ de 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerden önceki yıllar itibariyle incelersek; 1995 ile 1997 yılları arasında sırasıyla %-1.04, %-1.02 ve %-1.05 oranlarında cari açıklar verilmiştir. 1998 yılında cari fazla verilmiş, ardından gelen 1999’ da %-0.38’lik cari açık verilmiştir. 2000-Kasım ayında patlak veren krizden önce cari açık hızlı bir yükseliş göstermiş ve %-3.74 oranında gerçekleşmiştir. Bu oran incelemekte olduğumuz 1995-2001 dönemindeki en geniş cari açıktır. Kriz içinde bulunulan 2001 yılında ise cari fazla verilmiştir.

Tablo 3: Türkiye' nin cari açığı 1995-2001

yıl	cari açık(milyar \$)*	gdp (milyar \$)**	cari açık/gsyih (%)***
1995	-2,338	223,74	-1,04
1996	-2,437	239,36	-1,02
1997	-2,638	250,11	-1,05
1998	2	265,61	0,75
1999	-0,925	245,48	-0,38
2000	-9,92	265,18	-3,74
2001	3,76	192,67	1,95

Kaynaklar: *IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

Cari açığın boyutları açısından fikir vermesini umduğumuz vari açık/GSYİH oranını 3 ülke içinde inceledik. Aşırı boyutlara gelen cari açıkların sürdürülemeyeceği varsayımı altında bu değişkeni ölçebilecek sınır IMF’ inde üzerinde durduğu %5 sınırı idi. Meksika, Kore ve Türkiye’ deki oranlar göz önünde bulundurulduğunda, bu sınırı sadece Meksika’ nın krizden önceki yıllarda istikrarlı bir şekilde aştığını görmekteyiz. Diğer 2

ülkede krizden bir önceki yıllarda değişken hızla kötüleşmiş olmasına rağmen %5' ik sınırın biraz altında kalmıştır.

İncelediğimiz ülkeler için cari açık/GSYİH değişkenini kendi aralarında karşılaştırsak; Meksika' da cari açığın boyutları aşırı nispette iken, Kore ve Türkiye' de cari açık görece daha ılımlı boyutlardadır. Ancak bu 3 ülkede de belirtilen yıllarda cari dengesizliğin sürdürülemez hale geldiği göz önünde bulundurulursa, daha önce de belirtildiği gibi cari açık/GSYİH oranının sürdürülebilirliği değerlendirmede önemli bir kriter olduğunu ancak tek başına yeterli olmadığı ortaya çıkmaktadır.

B. CARİ AÇIĞIN KAYNAĞI

Cari açık ulusal tasarruflar ile ulusal yatırımlar arasındaki fark ile doğrudan ilgilidir. Dolayısıyla açığın tasarruf miktarlarındaki bir azalma yada yatırım miktarındaki bir artış ile ortaya çıkması beklenir. Bu bağlamda sürdürülebilirlik açısından karşılaştırdığımızda, açığın kaynağının yatırım miktarlarındaki artış olmasının, tasarruflardaki azalma kaynaklı olmasından daha az tehlikeli olduğunu daha önce belirtmiştik. Ulusal yatırımlar ile tasarrufları incelemek için ulusal tasarruflar/GSYİH ve Ulusal yatırımlar/GSYİH değişkenlerini kullanacağız.

Cari açığın kaynağı bölümünde sürdürülebilirlik açısından üzerinde durulması gereken bir diğer konuda tasarruf miktarındaki azalmaların kamu sektörü yada özel sektör kaynaklı olması idi. Gene bir önceki bölümde özel sektör tasarruflarındaki azalmaların yeni yatırımlar gibi nedenlerle geçici sayılabileceğini, ileride bu yatırımların gelirleri arttıracağını belirtmiştik. Buna karşın kamu kesimi bütçe açıkları ise yapısal dengesizliklere işaret etmesi nedeniyle daha kalıcı olarak gözükmekteydi. Dolayısıyla sürdürülebilirlik açısından kamu kesimi tasarruflarının azalmasının yada bir başka ifadeyle bütçe açıklarının artmasının daha tehlikeli olduğu üzerinde durmuştuk. Bu bilgi ışığında bütçe açıkları/ GSYİH değişkenini kamu sektörü tasarruflarını incelemek için kullanacağız.

1. Yatırım ve Tasarruf Seviyeleri

Tablo 4.' te Meksika' nın 1988-1994 yılları arasında yatırım ve tasarruf oranlarının GSYİH içindeki payları gösterilmiştir. Meksika' da yurtiçi tasarruf oranları 1988 yılından 1994 yılına kadar istikrarlı olarak düşüş göstermiştir. 1988' den 1990' a %22,60' dan %21,69' a, 1992' de %18,95' e, 1993' te %17,07' ye ve son olarak 1994' te %17,05' e düşmüştür. Yatırımın GSYİH içindeki payını incelersek ise; 1988 yılında %19,1 iken 1990' da %18,38' e gerilemiş, ardından 1992' de %20,48' e yükselmiştir. Krizden önceki yıl olan 1993 yılında hızlı bir düşüş yaşanmış %18,56 olmuştur. 1994 yılında ise yatırım/GSYİH oranı %19,31' dir.

Tablo 4: Meksika' nın yatırım ve tasarruf oranları 1988-1994

YIL	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
yurtiçi tasarruflar/GSYİH(%)	22,60	22,00	21,69	20,27	18,95	17,07	17,05
yurtiçi yatırım/GSYİH(%)	19,10	17,99	18,38	19,21	20,48	18,56	19,31

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Meksika adına bu verileri değerlendirebilmek için 1988 yılını baz alırsak; tasarruflar açısından 1988 yılından 1994 yılına kadar düşüş yaşandığına (%22,6' dan %17,05'e), yatırımlarda ise 1991 ve 1992 yılları haricinde 1988 yılındaki seviyenin altında kalınmıştır. Dolayısıyla Meksika için cari açığının kaynağının tasarruf oranlarındaki azalma olduğunu, yatırım oranlarında dalgalanmalar olsa da yaşanan cari açık büyüklüklerine oranla yatırım hamlesi yaşanmadığını rahatlıkla söyleyebiliriz.

Kore için 1990-1997 arası yatırım ve tasarruf oranlarının GSYİH içindeki payı Tablo 5' te gösterilmiştir. Kore için tasarruf oranları 1990' dan 1992' ye %35,2' den %34,71 e düşmüş, 1994' te ise %35,22' ye yükselmiştir. 1995 yılında da artış sürmüş ve %36,12 olarak gerçekleşmiştir. Krizden önceki yıl olan 1996' da keskin bir gerileme yaşanmış ve %34,64' e düşmüştür. Yatırım oranları ise 1990' da %37,34, 1991' de %38,72, 1992' de %36,83' tür. 1993 yılından 1996 yılına ise sırasıyla %36,24, %36,01, %36,94 ve %37,09 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5: Kore' nin yatırım ve tasarruf oranları 1990-1997

YIL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
yurtiçi tasarruflar/GSYİH(%)	35,73	35,95	34,71	35,04	35,22	36,12	34,64	33,06*
yurtiçi yatırım/GSYİH(%)	37,34	38,72	36,83	36,24	36,01	36,94	37,09	34,97*

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

*1997 Corsetti, Pesenti ve Roubini (1998)' den alınmıştır.

Kore' nin yatırım ve tasarruf oranlarını değerlendirdiğimizde; 1990-1996 yılları arasında tasarruf miktarlarında Meksika' da olduğu gibi belirgin bir düşüş gözükmemektedir. Yatırımın GSYİH içindeki payı ise 1991 hariç, 1990 yılından 1994 yılına kadar düşüş eğilimindedir. 1994 yılından sonra ise 1995 ve 1996' da artış göstersede 1990 yılındaki %37.34' lük oran baz alınır ise yatırım oranlarında artış yaşanmadığı sonucuna varabiliriz.

Kore' nin yatırım ve tasarruf oranlarından ortaya çıkan en belirgin sonuç incelenen yıllar itibariyle yatırım oranlarının tasarruf oranlarından her zaman daha fazla olduğudur. Dolayısıyla Kore için cari açığın kaynağının yatırımların tasarruflara göre daha yüksek olmasını gösterebiliriz. Ayrıca cari açık/GSYİH oranındaki kötüleşmenin en yüksek olduğu 1996 senesinde tasarruf oranı, bir önceki yıl olan 1995' e göre belirgin bir düşüş göstermesine rağmen, 1995' ten 1996' ya yatırım oranında bu çapta bir artış gözükmemiştir. Dolayısıyla krizden önceki bu 2 yılda yaşanan geniş cari dengesizliğin kaynağını, tasarruf oranlarındaki düşüş olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Tablo 6.' da Türkiye için 1995-2001 yılları arasında yatırım ve tasarruf oranları gösterilmiştir. Türkiye' de tasarruf miktarının GSMH içindeki payı 1995' te %22.1 iken 1996 ve 1997' de sırasıyla %19,8 ve %21,3' e düşmüş, 1998' de ise %22.7' ye yükselmiştir. Ardından gelen yıllarda tekrar düşüş yaşayarak 1999' da %21.2, 2000' de %18.2 ve 2001' de %17.4 olarak gerçekleşmiştir. Yatırımın GSMH içindeki payı incelendiğinde ise 1995' ten 1997' ye %23.96' dan %26.29' a yükselmiştir. 1997'den

1999' a ise belirgin bir düşüş yaşanmış ve %22.1 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında %22.8 ve 2001 yılında %19' dur.

Tablo 6: Türkiye' nin yatırım ve tasarruf oranları 1995-2001

YIL	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
yurtiçi tasarruflar/GSMH(%)	22,10	19,80	21,30	22,70	21,20	18,20	17,40
yurtiçi yatırım/GSMH(%)	23,96	25,09	26,29	24,30	22,10	22,80	19,00

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Türkiye' nin yatırım ve tasarruf oranlarını bir arada değerlendirecek 1999 yılı haricinde yurtiçi tasarruflardan çok daha büyük miktarlarda yatırım yapıldığını söyleyebiliriz. Zaten belirtilen 1999 yılında cari fazla verilmiştir. 2000 yılı Kasım ayında krizin oluştuğunu ve 2001 yılında daha da derinleştiğini göz önünde bulundurursak 1999 ve 2000 yıllarını krizden önceki yıllar olarak değerlendirmek yanlış olmayacaktır. Bu bağlamda incelenirse 1999' dan 2000' e tasarruf-yatırım farkının GSMH içindeki payı %-0.9' dan %-4.6' ya çıkmıştır. Yani 2000 senesinde tasarruf oranında belirgin bir düşüş yaşanmışken yatırım oranındaki artış bu boyutta değildir. Dolayısıyla diğer örneklerde gibi cari açığın kaynağını yatırım oranlarındaki artıştan ziyade tasarruf oranlarındaki düşüşe bağlamak yanlış bir değerlendirme olmayacaktır.

Kriz deneyimi yaşayan bu 3 ülkeyi aynı anda değerlendirecek; tasarruf oranlarındaki düşüşün en belirgin olduğu ülkeler Meksika ve Türkiye' dir. İncelediğimiz yıllar itibariyle Kore' de de tasarruf oranlarında düşüş yaşanmasına rağmen boyutları diğer 2 ülke kadar değildir. Cari açığın Tasarruflar ile yatırım oranları arasındaki fark ile doğrudan ilişkili olduğunu belirtmiştik. Meksika' da 1988-91 yılları arası hariç olmak üzere diğer bütün ülkelerde incelenen yıllarda yatırım oranları tasarruf oranlarından daha fazladır. Yani bu ülkeler de yapılan yatırımların bir kısmı dış kaynaklar aracılığıyla finanse edilmiştir.

Tasarruf ve Yatırım oranları arasındaki farkları göz önünde bulundurursak ise Meksika' da krizden önceki yıllar olan 1992 ve 1993 yıllarında sırasıyla bu farkın GSYİH

içindeki payının %-1,53 ve %-1,49 ile en yüksek değerleri aldığını görmekteyiz. Kore için ise krizden önceki yıl olan 1996 yılındaki %-2,46' lık fark 1991 hariç olmak üzere incelenen yıllardaki en büyük farktır. Türkiye' de de 2000 senesinde bu fark %-4,6 gibi yüksek bir seviyeye çıkmıştır. Dolayısıyla 3 ülke içinde tasarruf-yatırım oranları farkının kriz yıllarından önceki yılda yüksek seviyelere çıktığını söyleyebiliriz.

Bir diğer konuda yüksek yatırım oranlarının yüksek büyüme oranlarına ve dolayısıyla yüksek gelecek kazançlarına yol açacak olmasıdır. Bu bağlamda yatırım oranlarının yüksekliği sürdürülebilirlik açısından olumlu etki yapar. 3 ülkeyi bu yönden karşılaştırsak Kore' nin %34' ün altına düşmeyen yatırım oranlarıyla Meksika ve Türkiye' ye göre büyük bir yatırım hamlesi içinde olduğunu söyleyebiliriz. Ancak yatırımların ihracat gelirlerini arttırarak sürdürülebilirliğe olumlu etki yapabilmesi için, ticareti yapılabilen sektörlerle kanallize edilmesi de önemlidir. Kore' de gayrimenkul gibi ticareti yapılamayan sektörlerle yapılan yatırımların ilgili dönemde ağırlıkta olduğunu önceki bölümlerde dile getirmiştik.

2. Bütçe Açıklarının GSYİH İçindeki Payı

Tasarruf oranlarındaki düşüşün kaynağını açıklaması bakımından Tablo 7.' da Meksika' da kamu kesimi açıklarının GSYİH içindeki payları verilmiştir. Buna göre Meksika' da 1988 yılından 1990 yılına kadar yüksek bütçe açıkları yaşanmış olmasına rağmen, krizden önceki yıllar olan 1992 ve 1993 yıllarında kamu bütçesi fazla vermiştir. Dolayısıyla krizden önceki yıllarda Meksika' da yaşanan tasarruf azalmasının özel kesim tasarruflarındaki daralma kaynaklı olduğunu söyleyebiliriz. Zaten 1994 peso krizi ile ilgili olarak özel kesim tasarruflarında yaşanan daralmaya literatürde çok defa vurgu yapılmıştır.

Tablo 7: Meksika' nın kamu kesimi bütçe açığı 1988-1994

YIL	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
bütçe açığı(% gsyih)	-9,61	-4,99	-2,80	-0,23	1,54	0,33	-0,70

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Tablo 8.' de ise Kore' nin bütçe açıkları incelenen yıllar itibariyle gösterilmiştir. Buna göre Kore' de 1990-1992 yılları arasında küçük boyutlarda bütçe açıkları yaşanmış, ardından 1993-1995 arasında bütçe fazlası verilmiştir. Krizden önceki yıl olan 1996' da Kore' deki bütçe açığının GSYİH içindeki payı %0.07' dir. Dolayısıyla Kore için tasarruflarda yaşanan azalmamanın kaynağını kamu kesimi açıkları olarak değerlendiremeyiz.

Tablo 8: Kore' nin kamu kesimi bütçe açığı 1990-1997

YIL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
bütçe açığı(% gsyih)	-0,68	-1,63	-0,50	0,64	0,32	0,30	-0,07	0,25

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Türkiye' nin kamu kesimi bütçe açığı verileri de Tablo 9' da gösterilmiştir. Buna göre 1995 yılında %-4.03, 1996' da %8.27, 1997' de %7.6, 1998' de %-7,3 oranlarında bütçe açıkları verilmiştir. 1999' da büyük bir artış yaşanmış ve %-11,9 olmuş, 2000 de %-10,9' a gerilemiş ve son olarak 2001 de %-16.9 olarak gerçekleşmiştir. Diğer 2 ülkeden farklı olarak Türkiye' de yaşanan tasarruf azalmalarını, kamu kesimi bütçe açıkları ile doğrudan ilişkilendirebiliriz.

Tablo 9: Türkiye' nin kamu kesimi bütçe açığı 1995-2001

YIL	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
bütçe açığı(% gsyih)	-4,03	-8,27	-7,60	-7,30	-11,90	-10,90	-16,90

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Sürdürülebilirlik açısından, kamu kesimi açıklarının yapısal sorunlara işaret ettiğini ve kalıcı bir şekilde tasarruf miktarını azalttığını düşünürsek; Meksika ve Kore bu sorunu yaşamamış olmalarına rağmen, Türkiye aşırı boyutlarda bütçe açıklarıyla cari açığın sürdürülebilirliğini daha zor bir duruma sokmuştur.

C. CARİ AÇIĞIN KOMPOZİSYONU: MAL VE HİZMET TİCARETİ AÇIĞI VE REEL DÖVİZ KURU DEĞERLENMESİ

Cari açık kompozisyonu yaklaşık olarak mal ve hizmet dengesi, gelir dengesi ve cari transferlerin toplamından oluşmaktadır. Daha önce sürdürülebilirlik açısından cari dengesizliğin kaynağının m/h ticareti dengesi olmasının, gelir dengesi kaynaklı olmasına göre daha tehlikeli olduğunu belirtmiştik. Çünkü geniş ve kalıcı ticaret açıkları rekabet edemezlik gibi yapısal bir probleme işaret ederken, gelir dengesi ve cari transferleri içine alan net dış alem gelirlerinin negatif olması, geçmişten gelen dış borçların sebebi olabilir.

Geçmişteki 3 kriz deneyimini, cari açığın kompozisyonu bağlamında sürdürülebilirlik açısından değerlendirebilmek için m/h ticareti dengesinin cari denge ve GSYİH içindeki paylarını inceleyeceğiz.

Tablo 10.' da Meksika için 1988-1994 yılları arası m/h dengesinin cari denge ve GSYİH içindeki payları gösterilmiştir. Bu verilere göre 1989-1994 arası m/h dengesinin cari denge içindeki payları sırasıyla %5, %42, %63, %76, %68 ve %71 dir. Meksika' da cari açık kompozisyonu içinde m/h dengesizliğinin payı 1989 dan başlayarak yükselmiş ve 1992-1994 arasında ortalama %70 olarak gerçekleşmiştir. M/h dengesi açığının GSYİH içindeki payları ise 1989 dan başlamak üzere 1992 ye kadar aralıksız artış göstermiş ve 1992' de %-5.12 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran 1993' te %-3.97, 1994' te %5.03 olmuştur.

Tablo 10: Meksika' nın mal ve hizmet dengesi 1988-1994

YIL	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
GSYİH(milyar \$)**	183,19	222,96	262,71	314,51	363,66	403,24	420,77
m/h dengesi (milyar\$)*	2,41	-0,27	-3,11	-9,37	-18,62	-16,01	-21,19
cari açık dengesi(milyar\$)*	-2,37	-5,83	-7,45	-14,89	-24,44	-23,40	-29,66
m/h dengesi/cari denge(%)***	-	5	42	63	76	68	71
m/h dengesi/GSYİH(%)***	1,32	-0,12	-1,18	-2,98	-5,12	-3,97	-5,03

Kaynaklar:

*IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

Dolayısıyla Meksika için m/h ticareti açıklarının 1990' dan başlamak üzere büyük bir sorun haline geldiğini, cari kalemler içindeki dengesizlik yaratan en büyük kalem olduğunu ve özellikle Krizden önceki 3 yılda GSYİH' a oranının yüksek seviyelere geldiğini söyleyebiliriz.

Tablo 11.' de Kore' nin m/h ticareti açıkları gösterilmiştir. Kore için m/h dengesinin cari denge içindeki payları 1990-1992 arasında sırasıyla şu şekildedir; %153, %108, %117. 1993 yılında hem m/h dengesi hemde cari denge fazla vermiştir. 1994-1997 arasında ise sırasıyla %120, %85, %92 ve %77 olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler ışığında Kore' deki cari dengesizliğin sebebinin m/h ticareti dengesizliği olduğunu söyleyebiliriz. M/h ticareti dengesinin GSYİH içindeki paylarına baktığımızda ise 1993 yılındaki cari fazladan sonra 1994 yılında %-1.14, 1995 yılında %-1.42, 1996 yılında %-3.81 oranında açıklar verilmiştir. Bu oran 1997 kriz yılında %-1,22' ye gerilemiştir.

Tablo 11: Kore' nin mal ve hizmet dengesi 1990-1997

YIL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
GSYİH(milyar \$)**	263,84	308,27	329,93	362,16	423,46	517,21	558,03	527,26
m/h dengesi (milyar\$)*	-3,08	-9,06	-4,79	0,02	-4,82	-7,34	-21,26	-6,46
cari açık dengesi(milyar\$)*	-2,01	-8,42	-4,10	0,82	-4,02	-8,67	-23,21	-8,38
m/h dengesi/cari denge(%)***	153	108	117	-	120	85	92	77
m/h dengesi/GSYİH(%)***	-1,17	-2,94	-1,45	-	-1,14	-1,42	-3,81	-1,22

Kaynaklar:

*IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

Sürdürülebilirlik açısından değerlendirecek Kore için m/h ticareti dengesizliğinin cari açığın kaynağı olduğunu ve krizden önceki yıl olan 1996 yılında %3.81 ile m/h dengesinin GSYİH içindeki payının incelenen yıllar içindeki en yüksek seviye olduğunu söyleyebiliriz.

Türkiye için m/h ticareti dengesi verileri Tablo 12’ de gösterilmiştir. Cari fazla verilen 1998 yılı haricinde m/h ticareti dengesizliği incelenen her sene için cari dengesizlikten daha büyük miktarlardadır. M/h dengesinin GSYİH içindeki payı incelenirse ise; 1995-1997 arası yaklaşık %-1,5 oranlarında gerçekleşmiş iken 1998’ de %-0,2’ ye gerilemiştir. 1999 senesinde %0.92, 2000 senesinde %-4.03’ e çıkmış krizin olduğu 2001 senesinde cari fazla verilmiştir. Türkiye içinde diğer 2 ülkede olduğu gibi krizden önceki yıl olan 2000 senesinde %-4.03 gibi yüksek bir seviyeye çıkmıştır.

Tablo 12: Türkiye' nin mal ve hizmet dengesi 1995-2001

YIL	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GSYİH(milyar \$)**	223,74	239,36	250,11	265,61	245,48	265,18	192,67
m/h dengesi (milyar\$)*	-3,53	-3,61	-4,14	-0,52	-2,27	-10,68	5,77
cari açık dengesi(milyar\$)*	-2,34	-2,44	-2,64	2,00	-0,93	-9,92	3,76
m/h dengesi/cari denge(%)***	151,07	148,01	156,79	-	245,30	107,68	153,54
m/h dengesi/GSYİH(%)***	-1,58	-1,51	-1,65	-0,20	-0,92	-4,03	3,00

Kaynaklar:

*IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

Türkiye’de cari açığın kompozisyonunu sürdürülebilirlik açısından değerlendirirsek m/h ticareti dengesizliğinin cari açığın asıl kaynağı olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca krizden önceki yılda m/h dengesizliğinin GSYİH içindeki payı yüksek seviyeye çıkmıştır.

İncelemekte olduğumuz 3 ülkeyi bu veriler ışığında beraber değerlendirirsek; cari açık kompozisyonu olarak m/h dengesizliğinin cari açığın asıl nedeni olduğunu m/h dengesi/cari açık dengesi oranlarına bakarak söyleyebiliriz. Özellikle Kore ve Türkiye’ de m/h ticareti dengesizliğinin cari açık içindeki payı yıllar itibarıyla daha yüksektir. Meksika’ da özellikle krizden önceki 3 yılda m/h dengesizliği açık yaratan en büyük kalem olsada cari açık içindeki payları Kore ve Türkiye’ deki kadar yüksek değildir. M/h dengesizliğinin GSYİH’ a oranlarına baktığımızda ise ortaya çıkan en net sonuç, krizden önceki yıllarda 3 ülke içinde bu oranın diğer yıllara oranla daha yüksek seviyelere çıkmasıdır.

M/h ticareti dengesizliğinin 3 ülke içinde cari dengesizliğin kaynağı olduğu göz önünde bulundurulursa bu ülkelerin dış ticarette rekabet edebilirlikleri ilgilendirilmesi gereken bir konudur. Çünkü rekabet eksikliği yapısal bir soruna işaret eder ve sürdürülebilirlik açısından tehlikelidir. Bu bağlamda rekabet gücünü ve ticaret dengesini negatif yönde etkileyen ulusal paranın değer kazanması sorunu, cari açığın sürdürülebilirliği açısından önemli bir konudur.

Tablo 13: Meksika, Kore ve Türkiye' nin reel efektif döviz kuru değerlendirilmesi
yıl sonu verileri

MEKSİKA*	1988	1989	1990	1991	1992	1993		
1988=100 (\$ karşısında)	100	106	111	123	134	141		
KORE**	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1990=100 (\$ karşısında)	96	91,5	87,7	85,2	84,7	87,7	87,2	58,6
TÜRKİYE***	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
1995=100 (imf 19 ülke karşısında)	103,1	101,7	115,9	120,9	127,3	147,6	116,3	

Kaynaklar:

* US GAO, Mexico's Financial Crisis

**Roubini ve Watchel (1998)

***TCMB

Tablo 13.' te Meksika, Kore ve Türkiye' nin incelenen yıllar itibariyle reel döviz kuru değerlendirilmeleri gösterilmiştir. Bu verilere göre Meksika pesosu dolar karşısında 1988' den 1993' e kadar %41 oranında değerlendirilmiştir. Kore ulusal parası 1990' dan 1996' ya kadar dolar karşısında yaklaşık %13 oranında değer kaybetmiştir. Türk Lirası ise IMF standartlarına uygun olarak belirlenen 19 ülkenin para sepeti karşısında 1995 yılından 2000 yılına kadar yaklaşık %47 oranında değerlendirilmiştir. Bu ülkeler krizlerin yaşandığı yıllarda cari açığı sürdüremeyerek paralarını çeşitli oranlarda devalüe etmişlerdir. Rekabet gücüne ve ticaret dengesine doğrudan etki eden reel döviz kuru değerlendirilmesi göz önünde bulundurulduğunda; Meksika ve Türkiye' nin ulusal paralarının yıllar itibariyle aşırı değerli hale geldiğini ve m/h ticareti dengesini dolayısıyla sürdürebilirliği olumsuz etkilediğini söyleyebiliriz. Kore' de ulusal paranın değerlendirilmesi sorunu yaşanmamıştır.

D. SERMAYE AKIMLARI: DOĞRUDAN YATIRIM MİKTARI

Cari açığı finanse eden sermaye akımları şüphesiz ki sürdürülebilirlik değerlendirmesinde önemli bir veridir. Uzun vadeli sermaye akımları kısa dönemli akımlara, özsermaye akımları da borç yaratan akımlara göre sürdürülebilirliği olumlu etkiler. Dolayısıyla cari dengesizliğin doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmesi, kısa vadeli sıcak para ile finanse edilmesinden daha sürdürülebilirdir çünkü piyasa koşullarının değişmesi durumunda bu yatırımları geri çekmek kolay değildir. Bu bağlamda Meksika, Kore ve Türkiye için doğrudan yabancı yatırımların cari açığa oranlarını inceleyerek, cari dengesizliklerin ne kadarının geri çekmesi zor olan sermaye akımlarıyla finanse edildiğini inceleyeceğiz.

Tablo 14.' te Meksika' da incelenen yıllarda yapılan doğrudan yatırımların cari denge içindeki payları gösterilmiştir. Meksika' da 1988 yılında cari açığın %85' i doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilirken, bu oran tıllar itibariyle düşüş göstererek 1992' de %18' e gerilemiştir. Krizden önceki yıl olan 1993 yılında cari açık finansmanında doğrudan yatırımların payı sadece %19' dur.

Tablo 14: Meksika' da doğrudan yabancı yatırımlar 1988-1994

YIL	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
cari açık (milyar \$)*	-2,37	-5,83	-7,45	-14,89	-24,44	-23,40	-29,66
doğrudan yatırımlar (milyar \$)*	2,01	2,79	2,55	4,74	4,39	4,39	10,97
doğrudan yatırımlar/cari açık (%)**	85	48	34	32	18	19	37

Kaynaklar:

*IMF-Balance of Payment Statistics

**yazarın hesaplaması

Tablo 15.' te Kore' nin doğrudan yatırım miktarı gösterilmektedir. Buna göre Kore' de cari açıkların doğrudan yatırımlarla finanse edilen kısımları 1990' da %39, 1991' de %14, 1992' de %18 oranlarındadır. 1993 yılında cari fazla verilmiştir. 1994 ve 1995 yıllarında cari açığın %20' si doğrudan yatırımlarla finanse edilmişken, krizden önceki yıl olan 1996' da %10 luk bir kısım doğrudan yatırımlarla finanse edilmiştir. Kriz yılı olan 1997' de bu oran %34' tür.

Tablo 15: Kore' de doğrudan yabancı yatırımlar 1990-1997

YIL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
cari açık (milyar \$)*	-2,01	-8,42	-4,10	0,82	-4,02	-8,67	-23,21	-8,38
doğrudan yatırımlar (milyar \$)*	0,79	1,18	0,73	0,59	0,81	1,78	2,33	2,84
doğrudan yatırımlar/cari açık (%)**	-39	-14	-18	72	-20	-20	-10	-34

Kaynaklar:

*IMF-Balance of Payment Statistics

**yazarın hesaplaması

Tablo 16.' da ise Türkiye için incelenen yıllar itibariyle doğrudan yabancı yatırım miktarları gösterilmiştir. Buna göre doğrudan yabancı yatırımların cari açık içindeki payı 1995' te %38, 1996' da %30, 1997' de %31 olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılında cari fazla verildikten sonra 1999 yılında cari açığın %85 gibi büyük bir kısmı doğrudan yatırımlarla finanse edilmiştir. 2000 yılında ise doğrudan yabancı yatırım miktarı seviyesini korusa da cari açıkta meydana gelen büyük artış nedeniyle, doğrudan yatırımlar cari açığın sadece %10' unu karşılayabilmiştir.

Tablo 16: Türkiye' de doğrudan yabancı yatırımlar 1995-2001

YIL	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
cari açık (milyar \$)*	-2,34	-2,44	-2,64	2,00	-0,93	-9,92	3,76
doğrudan yatırımlar (milyar \$)*	0,89	0,72	0,81	0,94	0,78	0,98	3,35
doğrudan yatırımlar/cari açık (%)**	-38	-30	-31	47	-85	-10	89

Kaynaklar:

*IMF-Balance of Payment Statistics

**yazarın hesaplaması

Bu 3 ülkeyi cari açığın ne kadarının doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edildiğini değerlendirirsek Meksika' da 1990' dan itibaren, Kore' de 1994' ten itibaren ve Türkiye' dede 2000 yılından itibaren, kriz yıllarına kadar cari açıkların küçük bir kısmının doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edildiğini söyleyebiliriz. Bu durum cari açığın piyasa koşullarına göre geri çekmelere imkan veren kısa vadeli yatırımlarla finanse edildiğini ortaya koymaktadır ve Sürdürülebilirlik için risklidir.

E. DIŞ BORÇ STOKU VE REZERVLER

Cari açık ulusal tasarruflarla yatırımlar arasındaki farkla doğrudan ilişkilidir ve sermaye akımları yada dış borç birikimi ile finanse edilir. Açığın sürdürülebilirlik yeteneği ülkenin varlık stoğuyla yakından ilgilidir. Ülkenin geniş dış borç yükünün varlığı, dış borç servisi yükü nedeniyle ihracat gelirlerini tüketerek ülkenin büyümesi için gerekli olan yatırım malları ithalatını da olumsuz yönde etkileyecektir.

Ayrıca dış borç yükü içinde kısa vadeli yükümlülüklerin fazla olması, ülkelerin kısa vadeli likitide problemi ile karşılaştıkları zaman borç servisinde sorun yaşamalarına neden olur. Genelde likitide probleminin kaynağı ekonomik dalgalanmalarda dış kreditorlerin panik içinde kredi yenilemekten kaçınmaları nedeniyle çıktığı görülmektedir. Bu yüzden dış sorumlulukların büyük kısmı kısa vadeli olan ülkelerin likitide eksikliği nedeniyle kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememesi likitide krizine girmelerine neden olur. Daha öncede belirttiğimiz gibi 1994’ te Meksika örneğinde kısa vadeli kamu borçları (tesobono) kaynaklı yaşanan likitide problemi, Asya örneğinde özel kesimin dış sorumlulukları nedeniyle yaşanmıştır(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1998).

Diğer taraftan ülkenin geniş döviz rezervlerine sahip olması borç servisini ve cari açığın finansmanını kolaylaştırmaktadır. Özellikle sabit kur rejimindeki ülkeler döviz kurunu düzeltmek için rezervlere ihtiyaç duyarlar.

Bu bilgiler ışığında incelemekte olduğumuz 3 kriz deneyiminde, dış borç stokunun GSYİH içindeki payları, kısa vadeli borç stokunun toplam dış borç stoku içindeki payı ve kısa vadeli dış borçların rezerv miktarına oranı incelenecektir. Tablo 17.’ de Meksika’ nın 1988-1994 yılları arasında dış borç yükü büyüklükleri vardır.

Tablo 17: Meksika' nın dış borç yükü 1988-1994

YIL	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
dış borç*/GSYİH**(%)	54,16	42,09	39,76	36,27	30,87	32,63	33,26
Kısa vadeli dış borç*/toplam dış borç*(%)	7,94	9,23	15,40	19,16	21,85	27,56	28,10
kısa vadeli dış borç*/rezervler***(%)	681,97	455,97	258,19	189,27	141,26	118,41	118,38

Kaynaklar:

*Dpt

**IMF-WEO

***IMF- IFS

Bu verilere göre toplam dış borç yükünün GSYİH içindeki payları 1988 yılında %54,16’ dan 1991 yılında %36,27’ ye düşmüştür. 1992’ de %30.87, 1993’ te %32.63 ve 1994’ te %33.26 olarak gerçekleşmiştir. Bu verilere göre Meksika’ nın dış borç yükünde yıllar itibariyle kötüleşme yaşanmadığını söylemek mümkündür.

Dış Borç yükü içinde kısa vadeli borçların payı incelenirse ise, kısa vadeli borç yükünün 1988' den 1994' e kadar sürekli artış gösterdiğini söyleyebiliriz. 1988' de %8 iken 1991' de %19.16' ya, 1993' te ise %27.56 yükselmiştir. 1994 yılında bu oran %28.1' dir. Dolayısıyla cari açığa olumsuz etki yapan kısa vadeli borç yükündeki artış, 1988-1994 arasında görülmüştür.

Kısa vadeli dış borç/Rezervler oranı incelendiğinde ise 1988' den itibaren, büyük oranda rezervlerde yaşanan artışlar kaynaklı olmak üzere, 1994' e kadar bir iyileşme gözükmemektedir. 1988' de kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı %682 iken bu oran 1992' de %141' e, 1993' te de %118' e gerilemiştir. 1994 yılında ise değişmemiştir. Bu verilere bakarak Meksika' nın kısa vadeli dış borç/ döviz rezervi oranların yıllar itibariyle olumlu gelişmelerin yaşandığını ancak buna rağmen döviz rezervlerinin, kısa vadeli yükümlülüklerin tamamını karşılayabilecek seviyeye hiç yükselmediğini söyleyebiliriz.

Kore' de ise dış borç/GSYİH oranı 1990 yılında %13.79 olarak gerçekleşmiş, 1994' te ise %14.32' e yükselmiştir. 1990-1994 yılları arasında yüksek boyutlarda değişiklikler yaşanmamasına rağmen 1995 yılında dış borç yükünün büyüklüğü GSYİH' ın %23.8' ine, 1996 yılında da %28.4 'üne yükselmiştir. Kore' nin dış borç yükünde 1995' ten başlamak üzere kötüleşmeler yaşandığını söyleyebiliriz.

Tablo 18: Kore' nin dış borç yükü 1990-1997

YIL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
dış borç/GSYİH (%)	13,79	13,51	14,34	14,18	14,32	23,80	28,40
Kısa vadeli dış borç/toplam dış borç (%)	30,87	28,19	26,99	25,85	25,47	51,60	50,20
kısa vadeli dış borç/rezervler (%)	72,13	81,75	69,62	60,31	54,06	171,45	203,23

Corsetti, Pesenti ve Roubini,
1998

Kaynak:

Kısa vadeli dış borçların, toplam dış borçlar içindeki paylarını incelediğimizde ise 1990 yılında %30.87 iken 1994 yılına kadar düşüş göstermiş ve %25.47 olmuştur. Ardından ise 1995 yılında keskin bir artışla toplam dış sorumluluklar içinde kısa vadeli sorumlulukların payı %51.6' ya çıkmıştır. Krizden önceki yıl olan 1996 yılında da %50.2

olarak gerçekleşmiştir. Anlaşılmaktadır ki, 1995 yılında yaşanan dış borç artışının büyük kısmı kısa vadeli yükümlülüklerde yaşanan artış kaynaklıdır.

Kısa vadeli dış borç/Rezervler göstergesine baktığımızda ise 1990' dan 1994' e %72.13' ten %54.06' ya iyileşme yaşansa da diğer dış borç göstergelerinde de görüldüğü gibi 1995 ve 1996 da hızlı bir kötüleşme yaşanmıştır. 1995' te kısa vadeli dış borç/rezervler oranı %171.45' e, 1996' da ise %203.23' e yükselmiştir.

Türkiye' nin dış borç göstergeleri Tablo 19' da gösterilmiştir. Buna göre dış borç/GSMH oranı 1995' ten 2001' e 1996 yılı haricinde sürekli yükselmiştir. Bu oran 1995' te %43.08, 1997' de %43.31, 1999' da %54.88, 2000' de %58.97' dir. Kriz yılı olan 2001' de ise %79.04' e yükselmiştir. 1995' ten 2001' e zaten yüksek seviyelerde olan dış borç yükü sürekli yükselmektedir.

Tablo 19: Türkiye' nin dış borç yükü 1995-2001

YIL	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
dış borç/GSMH (%)*	43,08	42,87	43,31	46,82	54,88	58,97	79,04
Kısa vadeli dış borç/toplam dış borç (%)*	21,43	21,56	21,02	21,54	22,26	23,84	14,27
kısa vadeli dış borç*/rezervler*** (%)	126,20	103,87	94,82	106,59	98,18	125,85	86,03

Kaynak:

Dpt

***IMF- IFS

Kısa vadeli dış borcun toplam borç içindeki payını incelersek ise, 1995' ten 2001' e sırasıyla %21.43, %21.56, %21.02, %21.54, %22.26, %23.84 ve %14.27' dir. Yıllar itibariyle kısa vadeli yükümlülüklerin toplam dış borç içindeki payının fazla değişkenlik göstermediğini söyleyebiliriz.

Kısa vadeli dış borç/Rezervler göstergesine baktığımızda ise; 1995 yılından 1997' ye %126.20' den %94.82' ye bir iyileşme yaşansa da, 1998' de %106.59' a, 2000 yılında da %125.85' e yükselmiştir. 2001 yılında bu oran %86.03 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran yıllar itibariyle dalgalanmalar gösterse de krizden önceki yıl olan 2000 yılında rezervlerin kısa vadeli borca oranla düşük seviyede olduğunu söyleyebiliriz.

Dış borç yükü göstergelerine bakarak 3 ülkeyi bir arada değerlendirecek; dış borç yükü/GSYİH oranı en kötü, yani dış borç yükümlülükleri en ağır olan ülke Türkiye' dir. Kore' de krizden önceki 2 yılda hızla bir kötüleşme yaşanmış, Meksika' da ise 90' lar boyunca dış borç/GSYİH oranı %30' un altına düşmemiştir. Dolayısıyla Kore' nin Krizden önceki 2 yılda, Meksika ve özellikle Türkiye' nin incelenen yıllar itibarıyla ağır dış borç yükü altında olduklarını söyleyebiliriz.

Kısa vadeli borçların toplam borç içindeki paylarını 3 ülke için değerlendirecek ise; Meksika ve özellikle Kore' de krizden önceki 2 yılda borç yapısının vadesinin kısaldığı görülmektedir. Kore' de kısa vadeli borcun toplam içindeki payı %1994' te %25' ten, 1995' te %51' e yükselmiştir. Türkiye' de bu oran 90'lar boyunca %20' li seviyelerdedir ve krizden önceki yıllarda belirgin bir bozulma gözlenmemektedir.

F. FİNANSAL SİSTEMİN KIRILGANLIĞI : BANKACILIK SEKTÖRÜ

Finansal sistemin kırılganlığı ile cari açığın sürdürülebilirliği arasında yakın bir ilişki vardır. Çünkü, sermaye akımları ve doğrudan yabancı yatırımlar için yurtiçi finansal sistem aracı rolünü eksiksiz olarak yerine getirmek zorundadır. Bu akımlara aracılık edecek olan bankacılık sektörünün, yabancı yatırımcılara fonlarını yurtiçi finansal sisteme emanet etmek konusunda güven vermeleri gerekir. Bankacılık sektörüne güven duyulmadığı zaman, yatırımcılar fonlarını geri çekmek isteyecek yada yeni yatırımlar konusunda isteksiz olacaklardır. Dolayısıyla özellikle cari açığın finansmanında kullanılan yabancı yatırımların devamlılığının sağlanabilmesi sürdürülebilirlik açısından önemli bir konudur. Bu bölümde incelenen dönemler için Meksika, Kore ve Türkiye' deki bankacılık sektörü kırılganlığını, sürdürülebilirliğe etkisi açısından inceleyeceğiz.

1. Meksika

Meksika bankacılık sektörü açısından, 1982 yılında yaşanan borç krizinin ardından özel bankaların devletleştirilmesi dönüm noktası olmuştur. Bu dönemden sonra bankalar çalışma yöntemi olarak devlete borç vermeyi benimsemişlerdir. Ardından 1990-1992

döneminde liberalleşme politikaları sonucu bankaların tekrar özelleştirilmesinin ardından, Meksika bankacılık sisteminin özel sektöre kredi sağlama konusundaki uzmanlığı yok denecek kadar azdı. Liberalleşme döneminin ardından gelen dönemde kredi miktarında büyük bir genişleme yaşanmıştır.

Bu dönemde özel kesime açılan krediler ciddi ölçüde artmıştır. 1989-1994 döneminde, bankaların toplam kredi portföyü reel olarak ortalama yıllık yüzde 30 civarında artış göstermiştir. Aynı dönemde, özel sektöre açılan kredilerin GSMH içindeki payı ise yüzde 10'dan yüzde 40'lara yükselmiştir. Tahsili gecikmiş alacakların toplam krediler içindeki payı da artış göstermiş ve yüzde 2'den yüzde 8'e yükselmiştir. 1994 yılında bankacılık sistemindeki kredilerin yaklaşık üçte biri Meksika bankaları tarafından açılan yabancı para cinsinden kredilerden oluşmuştur. Ancak bu krediler herhangi bir yabancı para gelir kaynağı olmaksızın açılmıştır. 1991-1994 yılları arasında kredi hacminde önemli bir genişleme olurken, yeni kredilerin bir kısmı sağlam finansal bünyesi olmayan şirketlere de açılmıştır(TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu, 2002, ss4).

Para otoritesi tarafından uygulamaya konulan faiz artırımı ve devalüasyon bankaların bilançolarında kötüleşmeye neden olmuştur. Şöyle ki; faiz artırımı sonucu piyasadaki nitelikli firmalar kredi talebinde isteksiz olmaya başlamış ve banka portföylerinde riskli projelerin oranı yükselmiştir. Ayrıca devalüasyon yabancı para cinsinden yükümlülükleri çok olan bankacılık sisteminin bilançolarına ağır darbeler vurmuşlardır.

Görüldüğü üzere temelde Meksika için bankacılık sektörünün kırılganlığını yada cari açığın sürdürülebilirliğini olumsuz yönde etkileyen faktörler özel bankaların deneyimsizliği ve daha önce üzerinde durduğumuz ahlaki tehlike problemidir.

2. Kore

Diğer Asya ülkelerinde olduğu gibi Kore' de finansal piyasaların az gelişmiş olması nedeniyle finansal aracılık faaliyetleri bankacılık sistemi üzerinden yapılmaktaydı.

Dolayısıyla sürdürülebilirlik için önemli olan sermaye akımları bankacılık sistemi tarafından yönetilmekteydi.

Asya bölgesine 1990' larda yaşanan yüksek boyuttaki sermaye akımları ile beraber, çalışma sistemi genelde yurtiçi bankaların yurtdışından aldıkları fonları yurtiçinde faaliyet gösteren firmalara aktarması idi. Bu durum bankacılık sektörünün döviz kuru riskine maruz kalmasını sağlamıştır. Kore' de bankacılık sektörünün özel kesime açtığı krediler nominal olarak ortalama %15-20 oranında artmıştır. Özel sektöre açılan kredilerin GSYİH' a oranı 1990' da %53 iken krizin yaşandığı yıl olan 1997' de %70' dir(Corsetti, Pessenti, Roubini, 1998). Kredilerde ki büyüme yatırımlarda bir patlama doğurmuş, böylece daha fazla sermaye girişini teşvik etmiş, ve tekrar krediler artarak kendi kendini besleyen bir döngü haline gelmiştir(Nedret Demirci, ss178).

Kore firmalarının belirtilen yıllarda yükümlülükleri çok yüksek oranlarda artmıştır. 1996 sonunda Kore' deki firmaların borç/ özsermaye oranları ortalama %400 civarındadır (Nedret Demirci, ss178). Anlaşılacağı üzere Kore' de bankacılık sisteminin kırılganlığının başlıca sebepleri aşırı borç verme dolayısıyla ahlaki tehlike probleminin baş göstermesi ve bankaların çalışma sistemin döviz kuru riskini yaşamalarına sebep olmasıdır.

3. Türkiye

Diğer 2 ülke göz önünde bulundurulduğün sürdürülebilirlik açısından finansal sistemin kırılganlığı değerlendirmesinde belkide en sorunlu ülke Türkiye' dir. Türkiye' de yaşanan 2000 ve 2001 krizlerinde bankacılık sektörünün çökmesine sebep olan en belirgin faktör ise kamu finansmanının büyük oranda bankacılık sektörü aracılığıyla yapılması idi. Hükümetin enflasyonu yenmek amacıyla kamu finansmanını yurtdışından sağlanan fonlarla yapma girişimi, yurtiçi bankaların yurtdışından sağladıkları fonları hazine bonosu gibi getirisi yüksek devlet kağıtlarına yatırımlarına sebep olmuştur. Bankaların aktiflerindeki kamu borçlanma enstrümanlarının payı 1989' da %10.3 iken 1999' da %21.3 olmuştur. Dolayısıyla bu dönemde bankacılık kesimi asli faaliyeti olan özel kesimi fonlama işlevini

ihmal ederek devlet iç borçlanma senetlerini yabancılara pazarlayan kuruluşlar haline dönüşmüşlerdir(Nedret Demirci, ss228).

Türkiye’ de bankacılık sektörünün kırılganlığında etkili bir diğer önemli faktör ise denetlemelerde yaşanan eksikliklerdir. Örneğin bankacılık kesimi açık pozisyon sınırı 1999 eylül ayında %20’ ye indirilmesine rağmen, 2000 eylül ayında olması gerekenin on katı idi(Uygur 2001,ss15). Bankalar bu dönemde tamamen kar güdüsüyle hareket etmiş ve sistemin kırılganlığını arttırmışlardır.

Dolayısıyla Türkiye bankacılık sektörünün kırılganlığını ve dolayısıyla cari açığın sürdürülebilirliğini olumsuz etkileyen faktörlerden başlıcaları, bankaların çalışma prensipleri nedeniyle aşırı kur riskine maruz kalmaları, açık pozisyonlarda artışlar ve bilanço kötüleşmeleri ve bankacılık sisteminin yeterli düzenlemelere ve denetlemeye sahip olmayışlarıdır. Bu başlıca sebeplerden dolayı 2001 yılında bankacılık sektörü büyük bir buhran içinde girmiştir.

II. 2001 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNİN CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ: CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Bundan önceki bölümde 3 farklı ülkede yaşanan krizleri cari açığın sürdürülebilirliği teorisine bağlı kalarak incelemiş bulunmaktayız. Bu bölümde çalışmamızın asıl amacı olan 2001 krizi sonrası Türkiye ekonomisinin cari açık sürdürülebilirliği analizini, 3 kriz deneyiminde kullandığımız yöntemle ve 3 kriz deneyimiyle karşılaştırmalı olarak yapacağız.

2000 yılının ikinci yarısından itibaren daha önce üzerinde durduğumuz nedenlerle, Türkiye’ den hızla yabancı sermaye kaçışları meydana gelmeye başlamıştır. Cari açığın finansmanını ve dolayısıyla sürdürülebilirliği açısından zorunlu olan yabancı sermaye yatırımlarındaki kaçışın, 2001 yılının şubat ayında bir günlük valörlü olmak üzere 7.6 milyar dolarlık bir döviz talebi olmuştur. Merkez Bankası yüksek seviyedeki bu döviz

talebine karşı likiditeyi kontrol etmeye çalışmış, likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarının aşırı düzeyde günlük likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Bu ortamda uygulanmakta olan döviz kuru sistemi terkedilerek Türk Lirası dalgalanmaya bırakılmıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri bankacılık sektörünün içinde bulunduğu sorunları daha da ağırlaştırmış ve yeni sorunlar ortaya çıkarmıştır. Bankacılık sektörü Kasım krizi sonrasında faiz riski, Şubat krizi sonrasında ise hem faiz hem de kur riski sonucu önemli kayıplarla karşı karşıya kalmıştır. Başta kamu bankaları olmak üzere, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması için ihtiyaç duyulan kaynaklar kamu maliyesi üzerine önemli bir yük getirmiştir. Yaşanan krizler; faizlerde ve enflasyonda artış, döviz kurlarındaki dalgalanmayla birlikte tüm ekonomide bir belirsizlik ortamına yol açmıştır. Bu durum, reel sektörü de çok olumsuz etkilemiştir. Mali sektörde yaşanan sıkıntılar reel kesime yeni kredi imkanını ortadan kaldırırken, reel kesimin kredi geri ödemelerinde de önemli sorunlara yol açmıştır(TCMB, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, 2001).

2001 yılında yaşanan bu buhrandan sonra yine IMF işbirliği ile “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” başlığı altında makroekonomik düzeyde yeni düzenlemelere gidilmiştir. 2001 krizi sonrası Türkiye Ekonomisine yön vermesi açısından ve inceleyecek olduğumuz 2002-2007 dönemi Türkiye ekonomisinin cari açık sürdürülebilirliği konusu ile doğrudan ilişkili olduğundan bu programın içeriğini bu bölümde inceleyeceğiz.

A. GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI

Yeni programın temel amacı “kur rejiminin terkedilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir

daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmaktır” şeklinde tanımlanmıştır[†].

Bu bağlamda program;

- i. Dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadeleyi kesintisiz ve kararlı biri biçimde sürdürmeyi,
- ii. Bankacılık sektöründe kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırılmayı, böylece bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişki kurmayı,
- iii. Kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak şekilde bir biçimde güçlendirmeyi,
- iv. Toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakarlığın tüm kesimlerce adil bir biçimde paylaşılmasını öngören ve enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikası sürdürmeyi,
- v. Bütün bunların etkinlik, esneklik ve şeffaflık ile sağlayacak yapısal unsurların yasal altyapısını oluşturmayı hedeflemektedir.

Program çerçevesinde; mali sektörün yeniden yapılandırılması, devlette şeffaflığın artırılması ve Kamu finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması, sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi başlıkları altında çok sayıda yasal düzenleme öngörülmüştür.

Daha önceki bölümde finansal sektörün kırılganlığının cari açık sürdürülebilirliği ile yakından ilgili olduğunu belirtmiştik. Bu bağlamda yeni program çerçevesinde özellikle bankacılık sektörünün istikrara kavuşmasına dair bir çok düzenlemeye gidilmiştir. Özellikle bu konuda, kamu bankalarının görev zararı alacaklarına karşılık olarak piyasa koşullarına uygun faizli Hazine Kağıdı verilmesi ön plana çıkmaktadır.

[†] “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile ilgili bilgilerde TCMB, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, 2001 kaynak olarak kullanılmıştır.

Programda Kamu bankalarıyla ilgili olarak; zarar oluşturacak görevler verilmemesi, sermayelerinin yeterli seviyelere çekilmesi, kredilerin kaynak maliyetlere dikkat edilerek sürdürölmesi, kamu bankaları yönetiminin profesyonel bankacılarđan oluşan ortak bir yönetim kuruluna devredilmesi ve personel giderlerinin azaltılması planlanmıştır. TMSF bünyesindeki bankaların kamu maliyesine getirdikleri yük azaltılması planlanmıştır. Özel bankalar için ise; sermaye yeterliliği kriteri çerçevesinde sermaye artırımını anlaşmaları yapılması, dönem karlarını sermayeye ilave etmeleri, bankaların ve şirketlerin birleşmesini kolaylaştıracak ilave tedbirler, uzun vadeli yatırımları özendirmek ve tasarruf araçları arasındaki farklılıkları gidermek amacıyla vergi ve munzam karşılıkların gözden geçirilmesi planlanmıştır.

Program ihracat kalemini doğrudan etkileyecek olan bir takım düzenlemeler de içermektedir. Buna göre; Eximbank'ın kredi imkanlarının geliştirilmesi, ihracatta KDV ödemelerinin hızlandırılması ve ihracatı destek araçlarında bürokratik işlemlerin azaltılması planlanmıştır. Ayrıca cari açık finansmanı için en sağlıklı yol olan doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişini hızlandırmak amacıyla bir takım kanun değişiklikleri ve idari yada bürokratik engelleri ortadan kaldıracak bir eylem planı hedeflenmiştir.

Programın diğer bir kamu harcamalarında büyük bir disiplinin vaad edilmesidir. Ayrıca 2001 yılındaki krizin tahribatlarını gidermek için iç borçlanma yerine dış finansman kullanılması planlanmıştır.

Program genel itibariyle finansal sistemin kırılğanlığının azaltılması, kamu finansmanın güçlendirilmesi, reel ekonomide rekabetin artırılması, ihracat gelirlerinin artırılmasına yönelik eylemler içermesi ve yüksek büyüme oranları hedeflemesi itibariyle cari açık sürdürülebilirliğine katkı yapması beklenen değişiklikler içermektedir. Programda öngörölün hedeflerin cari açık sürdürülebilirliğinde etkili olan değişkenler çerçevesinde olumlu sonuç alıp almadığını bu bölümde inceleyeceğiz.

B. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ: 2002-2007

Türkiye 2001 yılında yaşadığı krizden sonra 2002 yılından başlayarak yüksek büyüme hızları yakalamıştır. Buna göre GSYİH oranları 2002’ de %6.2, 2003’ te %5.3, 2004’ te 9.4, 2005’ te 8.4, 2006’ da 6.9 ve 2007’ de 4.6 olmak üzere büyüme kaydetmiştir. Yüksek büyüme oranlarıyla beraber Türk ekonomisinde birçok olumlu gelişme yaşandığı inkar edilemez bir durumdur. Buna karşın 2001 yılında kriz ve talep daralması nedeniyle cari fazla verilmesine rağmen, ardından gelen yıllarda cari açık dengesizliği yine problem haline gelmiştir.

Bu bölümde Türkiye ekonomisinin 2002-2007 dönemine ait cari dengesizliğinin sürdürülebilirliği üzerine bir değerlendirme yapacağız. Değerlendirmemiz, daha önce üzerinde durduğumuz Meksika (1994), Kore (1997) ve Türkiye (2001) krizleri ile karşılaştırma yapılabilmesine imkan vermesi için, aynı değişkenler kullanılarak yapılacaktır. Bir kez daha belirtmek gerekir ki; cari açık sürdürülebilirliğinin ölçümü kolay değildir ve birçok değişkenin incelenmesini gerektirir. Hatta bir çok değişken incelense bile cari açıkların ne zaman sürdürülemez hale geleceğini kestirmek mümkün değildir. Bizim çalışmamız cari açığın sürdürülebilirliği analizinde bu değişkenlerden önemli görülen küçük bir kısmını içermektedir. Ancak seçilen değişkenlerin ekonominin kilit göstergelerinden olduğunu düşündüğümüzü de belirtmek isteriz.

1. Cari İşlemler Dengesizliği: Cari Açık/GSYİH

Türkiye 2001 yılında yaşadığı krizden sonra cari açığını makul düzeye çekmiş olsa da 2002 yılından itibaren yüksek boyutlarda cari dengesizliğin içine girmiştir. Tablo 20’ de 2002-2007 döneminde Türkiye Ekonomisinin cari açık/GSYİH oranı gösterilmiştir. Buna göre 2002 yılında bu oran %-0.27 ile makul bir seviyede iken 2003 yılından başlayarak hızlı bir kötüleşmeye maruz kalmıştır. 2003 yılında %-2.48, 2004 yılında %-3.68, 2005 yılında %-4.59, 2006 yılında %-6.03 ve 2007 yılında %-5.81 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 20: Türkiye' nin cari açığı 2002-2007

YIL	cari açık(milyar \$)*	GSYİH (milyar \$)**	cari açık/gsyih (%)***
2002	-0,63	232,28	-0,27
2003	-7,52	303,26	-2,48
2004	-14,43	392,21	-3,68
2005	-22,14	482,69	-4,59
2006	-31,89	529,19	-6,03
2007	-37,68	649,13	-5,81

Kaynaklar: *IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

2002-2007 dönemi Türkiye' sinde cari açığın tekrar problem hale geldiğini ve hatta 2001 yılı öncesine göre daha da kötüleştiğini, IMF ve birçok yazarın üzerinde durduğu %5' lik sınıra bakarak söyleyebiliriz. Daha önce incelediğimiz 3 kriz deneyiminde en yüksek seviyelerde cari açık veren Meksika ile, 2002-2007 Türkiye' sini karşılaştırsak oranların birbirine benzeştiğini söyleyebiliriz. Diğer bir ifadeyle incelediğimiz dönemde Türkiye Ekonomisi cari açığı, Kore ve Türkiye deneyimlerinde sürdürülemez hale gelen cari dengesizliklerden daha yüksek bir seviyede cari açığını devam ettirmektedir.

Dolayısıyla 2001 krizinden sonra gelen dönemde Türk ekonomisinde bi taraftan olumlu gelişmeler yaşanırken, cari açık probleminin kötüleşerek devam ettiğini söylemek yanlış olmaz. İlerleyen kısımlarda yüksek boyutlu olarak tarif ettiğimiz bu açığın sürdürülebilirliğine dair bir değerlendirme yapmaya çalışacağız.

2. Cari Açığın Kaynağı: Yatırım ve Tasarruf Oranları

Daha önce de defalarca üzerinde durduğumuz üzere cari dengesizlik yatırım ve tasarruf oranları arasındaki fark ile doğrudan ilişkili idi. Cari dengesizliğin kaynağının yatırım oranlarındaki artıştan mı yada tasarruflarda ki azalmadan mı kaynaklandığı ise sürdürülebilirlik açısından üzerinde durulması gereken bir konu idi. Bu bağlamda yatırımın GSYİH içindeki payı ve tasarrufun GSYİH içindeki paylarını ele alacağız.

Tablo 21.' De Türkiye' nin 2002-2007 arası yatırım ve tasarruf oranları GSYİH içindeki yüzde payı olarak gösterilmiştir. Buna göre Türkiye' nin tasarruflarını incelersek, 2002 yılında keskin bir düşüş yaşayan tasarrufların yeniden bir yükselme eğilimine girmediği tespitinde bulunabiliriz. Buna göre 2002' de %19.2, 2003' te %16.6, 2004' te %16.8, 2005' te %16.5, 2006' da %17.1 ve son olarak 2007' de %16.5 olarak gerçekleşmiştir. Bu verilerden anladığımız kadarıyla 2003 yılında cari açığa meydana gelen hızla kötüleşmede aynı yıldaki tasarruf azalmasının etkisi büyüktür. Ayrıca 2002-2007 döneminde Türkiye' nin ulusal tasarruflarını daha önce incelediğimiz 1995-2001 dönemi ile karşılaştırsak, 2002 yılı haricindeki bütün yıllarda eski dönemin altında kalmıştır.

Tablo 21: Türkiye' nin yatırım ve tasarruf oranları 2002-2007

YIL	2002	2003	2004	2005	2006	2007
yurtiçi tasarruflar/GSYİH(%)	19,2	16,6	16,8	16,5	17,1	16,5
yurtiçi yatırım/GSYİH(%)	16,7	17,0	20,3	21,0	22,3	21,6

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Yatırım oranlarını incelersek ise 2002-2007 arasında sırasıyla %16.7, %17, %20.3, %21, %22.3 ve %21.6 olarak gerçekleşmiştir. Bu verilere bakarak Türkiye' de gayri safi sabit sermaye yatırımlarının yıllar itibariyle yükselme trendine girdiğini söyleyebiliriz. Ayrıca 2005' ten itibaren oluşan yatırım oranları, daha önce incelediğimiz 1995-2001 döneminin üzerinde gerçekleşmiştir.

Dolayısıyla 2003' ten itibaren cari açığa meydana gelen kötüleşmenin kaynağı 2003' te tasarruflarda meydana gelen azalma olsa da, 2003 yılından sonraki dönemde cari açık kötüleşmelerinin sebebinin yatırım oranlarındaki artış olduğunu söyleyebiliriz. Cari açık sürdürülebilirliği açısından, 2003 yılından sonra açığın kaynağının yatırım oranlarındaki artış olması, tasarruflardaki azalmaya nazaran daha tercih edilebilir bir durumdur. 2003 yılından sonra gelen yatırım artışlarının teoride gelecekte ihracat gelirlerinde artış yaratması beklenir.

Yatırım ve tasarruf oranları açısından cari açığın sürdürülebilirliğine etki eden bir diğer konuda tasarruflardaki düşüşün kaynağının kamu yada özel kesim tasarruflarından

kaynaklı olması idi. Aslında 2003’ ten itibaren Türkiye’ de cari dengesizliğinin büyümesine rağmen tasarruf seviyesinde belirgin bir düşüş olmadığını belirttik, ancak yinede kamu kesimi bütçe açıkları sürdürülebilirlik açısından önemli olduğundan, 2002-2007 döneminde Kamu kesimi bütçe açıklarını inceleyeceğiz. Buna göre kamu kesimi bütçe açığının GSYİH içindeki payı 2002’ de %-11.90, 2003’ te %-8.84, 2004’ te %-5.42 olarak gerçekleşikten sonra, 2005’ te %-1.06, 2006’ da %-0.61 ve 2007’ de %-1.61 ile makul seviyelere çekilmiştir. Bu oranın 1995-2001 arasında ortalama %10 olduğunu düşünürsek, kamu kesimi bütçe açıklarının 2005 yılından itibaren cari açık sürdürülebilirliğini tehdit eden bir konu olmaktan çıktığını söyleyebiliriz.

Tablo 22: Türkiye’ nin kamu kesimi bütçe açığı 2002-2007

YIL	2002	2003	2004	2005	2006	2007
bütçe açığı(% gsyih)	-11,90	-8,84	-5,42	-1,06	-0,61	-1,61

Kaynak: DPT Uluslararası Ekonomik Göstergeler

3. Cari Açığın Kompozisyonu: Mal ve Hizmet Ticareti Açığı ve Reel Döviz Kuru Değerlenmesi

Cari dengesizliğin mal ve hizmet ticareti açığı kaynaklı olması, rekabet eksikliği gibi yapısal bir probleme işaret ettiğinden sürdürülebilirliği olumsuz etkileyen bir durumdur. Bu açıdan daha önce 3 kriz deneyiminde olduğu gibi m/h dengesinin hem cari açık içindeki hemde GSYİH içindeki paylarını inceleyeceğiz.

Tablo 23’ te 2002-2007 arası Türkiye’ nin mal ve hizmet dengesi büyüklükleri gösterilmiştir. 2002 yılında mal ve hizmet ticareti fazlası verilmesine rağmen 2003 yılında başlayarak hızla yükselmiştir. Mal ve hizmet ticaretinin cari dengesizlik içindeki payı 2003-2007 arasında sırasıyla %40, %69, %80, %85, %87 dir. Cari dengesizlik kompozisyonunda dengesizliği yaratan asıl kalem m/h ticareti dengesizliğidir. 2001 krizinden önceki yıllarda m/h dengesizliği cari dengesizlikten yüksek miktarlarda gerçekleşiyordu. Buna göre m/h ticareti dengesizliğinin 1995-2001 dönemine göre cari

dengeşizlik içindeki payı azalmıştır. Ancak bu oranlara bakarak Türkiye’ de oluşan cari dengeşizliğin sebebinin 2004 yılından başlayarak m/h dengeşizliği olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 23: Türkiye’ nin mal ve hizmet dengesi 2002-2007

YIL	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSYİH(milyar \$)**	232,28	303,26	392,21	482,69	529,19	649,13
m/h dengesi (milyar\$)*	1,50	-2,98	-9,94	-17,72	-27,11	-32,79
cari açık dengesi(milyar\$)*	-0,63	-7,52	-14,43	-22,14	-31,89	-37,68
m/h dengesi/cari denge(%)***	-	39,63	68,87	80,03	85,00	87,01
m/h dengesi/GSYİH(%)***	0,64	-0,98	-2,53	-3,67	-5,12	-5,05

Kaynaklar:

*IMF- Balance of Payment Statistics

**IMF-WEO

***Yazarın hesaplaması

M/h ticareti dengeşizliğinin büyüklüklerini ölçmek için m/h dengesi/GSYİH oranlarına bakarsak; 2002 yılındaki ticaret fazlasından sonra, 2003’ te %-0,98, 2004’ te %-2.53, 2005’ te %-3.67, 2006’ da %-5.12 ve 2007’ de .%-5.05 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre 2003’ ten itibaren m/h dengeşizliği hızla yüksek boyutlara çıkmıştır. M/h ticareti dengeşizliği 2006 ve 2007 yıllarında daha önce incelenen 1995-2001 döneminin üzerine çıkmıştır. Öyle ki, en yüksek oranda açık verilen 2000 yılında bile bu oran %4.03 idi.

Dolayısıyla cari açık sürdürülebilirliği açısından, m/h ticareti dengeşizliğinin cari açık kompozisyonu içindeki payının büyük olması rekabet eksikliği gibi yapısal bir probleme işaret ettiğinden Türkiye’ nin cari açık sürdürülebilirliği üzerindeki önemli bir tehliktir. Ayrıca bu tehlikenin boyutları 2003 yılından 2007 yılına kadar keskin bir artış eğilimindedir.

Türkiye için m/h dengeşizliği 2001 krizi öncesinde olduğu gibi büyük bir problem haline gelmiştir. Bu dengeşizliğin önemli kaynaklarından biri olan reel döviz kuru değerlenmesini 2001 krizi öncesindeki dönem için incelemiştik. Rekabet gücü ve dolayısıyla sürdürülebilirlik açısından önemli bir konu olan ulusal paranın değer artışı, 2002-2007 dönemi içinde inceleyeceğiz. Buna göre TL’ sı 2002-2007 döneminde de reel

olarak değerklenmeye devam etmiştir. 2007 yılında TL' sı m/h ticareti fazlası verilen 2002 yılına göre %40' a yaklaşan oranda değerklenmiştir.

Tablo 24: Türkiye' nin reel efektif döviz kuru değerklenmesi 2002-2007

TÜRKİYE	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1987=100 \$ ve EUR karşısında	137,75	151,74	162,08	179,57	179,8	198,96

Kaynak:

DPT

4. Sermaye Akımları: Doğrudan Yatırım Miktarı

Cari açık dengesizliğinin doğrudan yabancı yatırım ile finanse edilmesi, ülkeden kaçışların zor olması nedeniyle daha sürdürülebilir. Buna göre bu kısımda daha önce Meksika(1994), Kore (1997) ve Türkiye (2001) krizlerinde olduğu gibi cari açığın ne kadarlık kısmının doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edildiğini anlamaya çalışacağız.

Tablo 25' te Türkiye' ye 2002-2007 arasında giren doğrudan yabancı yatırım miktarları ve bu yatırımların cari açığın ne kadarını finanse ettiği gösterilmiştir. Buna göre 2002 yılından 2007 yılına kadar ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye akımları yükselerek devam etmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar cari açığın, 2002' de tamamını, 2003' te %23' ünü, 2004' te %19' unu, 2005' te %45' ini, 2006' da %63' ünü ve 2007' de %59' unu finanse edecek boyutlardadır. 2005 ve 2006 yıllarında hızlı bir yükselme yaşanmış ve 2007 yılında seviye nerdeyse korunmuştur.

Tablo 25: Türkiye' de doğrudan yabancı yatırımlar 2002-2007

YIL	2002	2003	2004	2005	2006	2007
cari açık (milyar \$)*	-0,63	-7,52	-14,43	-22,14	-31,89	-37,68
doğrudan yatırımlar (milyar \$)*	1,133	1,751	2,785	10,031	19,989	22,195
doğrudan yatırımlar/cari açık (%)**	181	23	19	45	63	59

Kaynaklar:

*IMF-Balance of Payment Statistics

**yazarın hesaplaması

Daha önce incelediğimiz kriz deneyimleri ile karşılaştırma yaparsak, 2002-2007 döneminde Türkiye' deki doğrudan yabancı yatırımların diğer örneklere göre daha yüksek seviyede olduğunu, cari açık finansmanında daha büyük pay sahibi olduğunu söyleyebiliriz. 1995-2001 döneminde Türkiye' de doğrudan yabancı yatırımlar 2001 yılı haricinde sürekli

1 milyar \$' ın altında gerçekleşmişti. Ancak 2002-2007 döneminde cari açığın finanse ettiği kısmında yaşanan büyümeyle birlikte miktar olarak oldukça olumlu gelişmeler gözlemlemekteyiz. Örneğin 2007 yılında 22 milyar \$' lık bir doğrudan yatırım gerçekleşmiştir. Özellikle 2005 yılından başlayarak doğrudan yabancı yatırımlarda yaşanan bu artış, beklide bu boyuttaki bir cari açığın sürdürülebilmesindeki kilit faktörlerden biridir.

5. Dış Borç Yükü ve Rezervler:

Ülkenin dış borç stokunun büyük olmasının borç servisinin büyük olması nedeniyle rahatlıkla ihracat gelirlerini tüketebileceği ve ülkenin büyümesi ve cari dengeye kavuşması için gerekli olan yatırım oranlarını azaltacağını ve toplam dış borç yükü içinde kısa vadeli sorumlulukların fazla olmasının, kısa vadeli likitide eksikliği oluştuğunda borç servisinde sorun yaşayarak cari açığın sürdürülebilirliğine olumsuz etki ettiğini daha önce anlatmıştık. Bu kısımda 3 kriz deneyimde olduğu gibi, ülkenin dış borç yükün GSYİH' a oranı, kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler ve rezervlere oranlarını inceleyeceğiz.

Tablo 26' da Türkiye' nin 2002-2008 arası dış borç büyüklükleri gösterilmiştir. Buna göre Türkiye' nin dış borç/GSYİH oranları 2002-2008 yılları arasında sırasıyla %56.12, %48.08, %41.22, %35.35, %39.26 ve %38.07 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlara göre 2002 ile 2005 arasında dış borç yükü istikarlı bir biçimde azalmış iken, 2006' da yükselmiş 2007' de de seviyesini korumuştur. Toplam dış borç yükü 1995-2001 dönemi Türkiye' sinden daha az olsada incelediğimiz Meksika ve Kore örneklerinin hala üstündedir. Dolayısıyla Türkiye' nin yeni dönemde de geniş dış borç yükü altında olduğunu ve bunun sürdürülebilirliği tehlike ye atan bir durum olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 26: Türkiye' nin dış borç yükü 2002-2008

YIL	2002	2003	2004	2005	2006	2007
dış borç/GSMH (%)*	56,12	48,08	41,22	35,35	39,26	38,07
Kısa vadeli dış borç/toplam dış borç (%)*	12,60	15,78	19,67	22,42	20,37	16,91
kısa vadeli dış borç*/rezervler*** (%)	60,68	67,70	89,13	75,61	69,49	56,94

Kaynak:

Dpt

Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payını incelersek; 2002-2005 arası yine bir artış trendi gözlemleyebiliriz. 2002’ de %12.6, 2003’ te %15.78, 2004’ te %19.67 ve 2005’ te %22.42’ dir. 2006 ve 2007 yıllarında ise sırasıyla %20.37 ve %16.91 ile düşüş göstermiştir. 1995-2001 dönemi ile karşılaştırsak, 2005 yılı haricinde kısa vadeli yükümlülüklerin ağırlığının azaldığını söyleyebiliriz. Ayrıca kısa vadeli yükümlülüklerin 2005 yılında sonra düşüş eğiliminde bulunması sürdürülebilirlik açısından olumludur.

Kısa vadeli borcun rezervlere oranı, 2002’ de %60.68, 2003’ te %67.7 , 2004’ te %89.13’ e yükselmiş, 2005’ te %75’61’ e, 2006’ da %69.49’ a ve 2007’ de %56.94’ e düşmüştür. 1995-2001 dönemi ile karşılaştırsak; en yüksek seviye olan 2004 döneminde bile eski döneme göre belirgin bir düzelme olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca 2006-2007 dönemindeki düşüş eğilimi sürdürülebilirlik açısından olumludur.

Özetle Türkiye için borç göstergeleri 1995-2001 dönemine göre, sürdürülebilirlik açısından olumlu gelişmeler göstermiştir. Kısa vadeli borçların ağırlığında bir azalma yaşanmıştır. Ancak Türkiye’ nin hala geniş bir borç yükü altında olduğu gözden kaçırılmaması gereken bir durumdur. Dış borç yükü kriz içinde giren 1990-1997 Kore döneminden daha fazladır.

6. Finansal Sistemin Kırılganlığı: 2002-2007

2001 krizi öncesi Türkiye’ nin bankacılık sektörüne ait üzerinde durulan önemli eksiklikler; sermaye yeterliliğinin sağlanamaması, açık pozisyonların limitlerin çok üzerinde olması, özel sektörü fonlamak yerine hazine kağıtlarına yatırım yapılması ve denetim eksiklikleri olarak tespit etmiştik. Bu bağlamda 2002 sonrası Türkiye bankacılık sektöründe yapılan değişikliklerin üzerinde durarak, cari açığın sürdürülmesine etki eden bir konu olarak finansal sistemin kırılganlığı üzerinde duracağız.

2001 krizinde bankacılık sektörünün büyük bir buhran içine girmesiyle birlikte, yeniden yapılandırma kaçınılmaz hale gelmiştir. Bu amaçla 15 Mayıs 2001 tarihinde

“Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” açıklanmıştır. Programın temel amacı; “aracılık faaliyetlerine odaklanmış, iç ve dış şoklara dayanıklı ve uluslar arası ölçekte rekabet edebilir bir bankacılık sistemi” oluşturmaktır. Bu amaçla öncelikle sistemin zayıf bankalardan temizlenerek sağlam bir temel inşası hedeflenmiştir. Program dahilinde yeniden yapılandırma sürecinde yapılan bazı değişiklikler BDDK, TMSF, HM, ve TCMB’nin ortak işbirliğiyle oluşan çalışma grubu tarafından şu şekilde tanımlanmıştır(BDDK, TMSF, HM, TCMB, 2009, Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi).

- Kamu bankalarının 2001 yılı sonunda görev zararları tasfiye edilmiş ve görev zararlarına yol açan düzenlemeler iptal edilmiştir.
- Özel bankalar ile banka dışı kesimin Mart 2001 itibarıyla 8.4 milyar \$ civarında olan kısa vadeli yükümlülükleri sıfırlanmıştır. TMSF bünyesine dahil edilen bankaların toplam 8 milyar \$ olan kısa vadeli yükümlülükleri de sıfırlanmıştır.
- Kamu bankalarının sermaye yapılarını güçlendirmek amacıyla sermaye desteği sağlanmıştır.
- TMSF bünyesindeki bankaların 4.5 milyar \$ seviyesinde olan yabancı para açık pozisyonları, dövizde endeksli kamu kağıdı enjeksiyonu ile 561 milyon \$’a gerilemiştir.
- Özel banka sahipleri ve hissedarlarından, taahhüt mektupları alınarak 2001-2003 döneminde 2.7 milyar \$ civarında sermaye artışı sağlanmıştır.
- Bazı özel bankaların sermaye yeterliliği sağlayamadığı tespit edilmiş ve 3 özel bankaya TMSF tarafından sermaye yeterliliği standart rasyosu olan %9’a ulaştıracak miktarda sermaye benzeri kredi tahsis edilmiştir.
- Özel bankaların birleşme yoluyla büyümeleri önündeki vergi engelleri kaldırılmıştır.

Ayrıca bu operasyonlara ek olarak bankacılık sektörünü daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturacak yasal ve kurumsal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Bunlar içerisinde; i düzenleme, gözetim ve denetim uygulamaları AB direktiflerine, uluslar arası düzenlemelere önemli ölçüde uyumlu bir şekilde geliştirilmiştir. ii Etkin bir iç denetim ve risk yönetim sistemi kurulması ve işler hale gelmesi zorunlu hale getirilmiş, banka bilançolarında şeffaflık arttırılmış ve bağımsız denetim uluslar arası denetim standartları ile uyumlu hale getirilmiştir.iii. 2002 yılından itibaren bankalar için tek veri tabanı oluşturulmuş, etkin bir raporlama altyapısı geliştirilmiş ve hatalı raporlama yapanlara cezalar uygulanmıştır (BDDK, TMSF, HM, TCMB, 2009, ss9).

Finansal sisteme dair bir diğer önemli gelişme de TCMB yasasının değiştirilmesi olmuştur. Kamuya kredi vermesi Kasım 2001’ den itibaren yasaklanmış, TCMB’ nin idari bağımsızlığı güvence altına alınmış, temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu açık bir şekilde belirtilmiş ve TCMB araç bağımsızlığına kavuşturulmuştur(BDDK, TMSF, HM, TCMB, 2009, ss11)

Yeniden yapılandırma Programı sonrasında, bankacılık sektörü yüksek ve istikrarlı bir büyüme sürecine girmiş 2000 yılında 104 milyar TL olan sektörün toplam aktifleri 2008 e kadar 7 katına çıkmıştır. Kamu bankalarının sistem içindeki ağırlığı azalmıştır. Sektörün sermaye yapısı güçlendirilmiş, 2000 yılında %9.3 olan sermaye yeterliliği rasyosu 2008’ de %18’ e yükseltilmiştir. Sektörün karlılık performansı iyileşmiş, aktif kalitesi istikrarlı bir iyileşme kaydetmiş, 2001 yılında sektörün kredilerinin dörtte biri takibe düşmüşken, bu oran 2008 yılında %4’ ün altına gerilemiş ve sektörün toplam aktiflerinde kredilerin payı 2001’ de %23’ ten 2008’ de %50’ ye yükselmiştir(BDDK, TMSF, HM, TCMB, 2009, ss13,14)

Bu bilgiler ışığında daha önce eksikliklerini belirttiğimiz, sermaye yeterliliği, açık pozisyon, risk yönetimi, denetim mekanizmaları konusunda olumlu gelişmeler yaşandığını söyleyebiliriz. Bankalar artık hazine kağıtları yerine kredileri çalışma prensibi olarak benimsemişlerdir. Dolayısıyla 1995-2001 dönemi ile karşılaştırsak Türk Bankacılık

Sektörü' nün finansal aracılık fonksiyonunu önemli ölçüde yerine getirdiğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Bu durum son yıllarda önemli boyutlarda devam eden cari dengesizliklerin yurtdışı yatırımcılar aracılığıyla finanse edilmesini ve dolayısıyla sürdürülebilirliğini olumlu yönde etkilemektedir.

SONUÇ

Finansal liberalleşme ve özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1990' lı yıllarda meydana gelen krizler global ekonominin en büyük problemi haline gelmişlerdir. Meydana gelen krizlerde iyi yönetilememiş finansal liberalleşme politikalarının etkileri defalarca vurgulanmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde finansal kriz teorileri ve cari açık sürdürülebilirliğine ilişkin teorik tartışmalar üzerinde durulmuştur. İkinci bölümünde ise Meksika, Asya ve Türkiye' de finansal liberalleşme sonrasında meydana gelen büyük buhranlar incelenmiştir. İncelediğimiz üç kriz deneyiminde cari açığı finanse eden yabancı yatırımların ülkeyi terk ederek, dövize karşı oluşan aşırı talep sonucunda rezervlerin tükenmesine yol açtıklarını ve kur sistemini sürdürülemez hale getirdiklerini gördük. Bu bağlamda çalışmanın son bölümünde 3 finansal kriz cari açık sürdürülebilirliği çerçevesinde ve belirlediğimiz yöntemle değerlendirilmeye çalışılmıştır. Kriz yıllarından önceki yıllarda Meksika' da GSYİH' a oranı %5' in üzerinde, Kore ve Türkiye' de ise %5 seviyesine yaklaşmakta olan boyutlarda cari dengesizlikler mevcuttu. Benzer şekilde krizden sonraki dönem olan 2002-2007 dönemi Türkiye' sinde de oldukça yüksek boyutlarda cari dengesizlikler mevcuttur.

Meksika (1994), Asya (1997) ve Türkiye (2001) krizleri cari açık sürdürülebilirliği çerçevesinde değerlendirildiğinde, kriz yıllarına kadar özellikle Meksika ve Türkiye' de tasarruflarda düşme eğilimi gözükmesine karşın, yatırım seviyelerinde dikkate değer artışlar yaşanmadığı gözlemlenmiştir. Bu durum sürdürülebilirlik açısından olumsuz olmakla beraber, Türkiye' deki tasarruf azalmasının kaynağında bütçe açıklarının payı büyüktür. Tasarruf miktarlarının azalmanın kaynağının kamu açıkları olması da sürdürülebilirliği olumsuz etkiler. Dolayısıyla krizi hazırlayan kırılganlıkta, Meksika' da özel kesimin, Türkiye' de de devlet otoritesinin tasarruf güdüsüyle hareket etmediğini

söyleyebiliriz. Bize göre tasarruf miktarlarındaki düşmenin kaynağı finansal liberalleşme ve sermaye girişleri sonucu oluşan iyimser havadır. 2002-2007 döneminde ise Türkiye’de tasarruf oranları 2002’ den 2003’ e büyük bir düşüş yaşamış olmasına rağmen sonraki yıllarda seviyesini korumuştur. Tasarruf seviyesinin korunmasına 2001 öncesi dönemin tersine bütçe açıklarının makul seviyelere çekilmesinin etkisi büyüktür. 2002-2007 döneminde Türkiye’ deki cari açık bozulmalarının kaynağının yatırım seviyesindeki artış olduğu gözlemlenmiştir. Artan yatırımların gelecek ihracat gelirlerini ve büyümeyi olumlu etkileyeceği varsayımında, bu durumun 2001 krizine kıyasla cari açık sürdürülebilirliğini daha olumlu etkilediğini söyleyebiliriz.

İncelediğimiz 3 kriz deneyiminde ülkelerde cari açığın, geniş ticaret açıkları kaynaklı olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum ülkelerin cari açık sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemekle beraber rekabet eksikliği gibi yapısal bir soruna işaret etmektedir. Meksika (1994) ve Türkiye (2001)’ de rekabet eksikliğinin nedenleri arasında, ulusal paraların aşırı değerlendirilmesi en önemli etken olarak ortaya çıkmaktadır. 2002-2007 dönemi Türkiye’ sinde de geniş cari açıkların kaynağı gene ticaret açıklarıdır. TL sınırın değerlendirilmesi devam etmiş ve 2002’ den 2007’ ye %40’ a yaklaşan oranlarda değerlendirilmiştir.

Cari açığı finanse etmenin sağlıklı yollarından biri doğrudan yabancı yatırımlardır. İncelediğimiz 3 kriz deneyiminde cari açığı finanse eden doğrudan yabancı yatırımlarının payının özellikle krizlerden hemen önceki yıllarda oldukça düşük olduğunu, yani cari açıkların daha çok kısa vadeli sermaye akımlarıyla finanse edildiği sonucuna vardık. 2002-2007 döneminde ise bu durumda sürdürülebilirlik açısından olumlu gelişmeler yaşandığını söyleyebiliriz. Özellikle 2005-2007 döneminde cari açığın yarısından fazlası doğrudan yatırımlarla finanse edilmiştir. Ancak unutulmamalıdır ki bu yıllarda yaşanan cari açıklar GSYİH’ ın %5’ inden daha fazladır. Yani cari açığın kısa vadeli kaynaklarla finanse edilen kısmı da oldukça büyüktür.

Ülkenin geniş bir dış borç yükünün varlığı cari açığın finansmanını zorlaştıracaktır. Ayrıca geniş borç servisi yükü rahatlıkla ihracat gelirlerini tüketerek

ülkenin büyümesi için gerekli olan yatırım malları ithalatını engelleyecektir. Bu nedenlerden dolayı bir çok gelişmekte olan ülke borç yükümlülüklerini yeniden programlaya çalışır(Roubini ve Watchel 1997, ss10, 11). Çalışmamızda Meksika (1994), Kore (1997) ve Türkiye (2001) krizlerinden önce dış borç yükü ve rezerv yeterliliği de sürdürülebilirlik yeteneğine etkisi bakımından incelenen bir konudur. Buna göre bu ülkelerdeki dış borç yükü ve kısa vadeli sorumluluklar karşılaştırılmıştır. En ağır dış borç yüküne Türkiye sahiptir. Bunun yanında Kore’ de toplam dış borç yükünün ağırlığı Türkiye’ ye göre daha düşük olsa da 1997 krizinden önceki 2 senede kısa vadeli yükümlülüklerin toplam dış borç içindeki ağırlığının keskin bir şekilde arttığı görülmüştür. Bu verilerle Türkiye 2002-2007 dönemi dış borç yükünü karşılaştırdığımızda ise olumlu gelişmeler gözlemlenmiştir. “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” nda üzerinde yoğunlukla durulan bir konu olarak Türkiye’ nin dış borç yükü, kriz sonrası dönemde ortalama %40 ile 2001 döneminin yarısı civarındadır. Kısa vadeli borcun toplam içindeki ağırlığında çok olmamakla beraber bir azalma da gözlemlenmiştir. Bu konuda diğer olumlu gelişme ise kısa vadeli borcun rezervlere oranında, diğer ifadeyle rezerv yeterliliğinde meydana gelen iyileşmedir. Kriz öncesi dönemde %125’ e kadar çıkan bu oran 2006’ da %70, 2007’ de de %57 olarak gerçekleşmiştir. Döviz rezervlerinin geniş, dış borç yükünün az olması ülkenin cari açık sürdürülebilirliğini olumlu etkileyerek cari açığı daha düşük maliyetle finansmanını mümkün kılacaktır. Çünkü bu ikisi ülkenin risk primini azaltarak sürdürülebilirlik yeteneğini artırır.

Cari açığı finanse eden sermaye akımları ve doğrudan yabancı yatırımlar için yurtiçi finansal sistem aracı rolünü eksiksiz olarak yerine getirmek zorundadır. Bu akımlara aracılık edecek olan bankacılık sektörünün, yabancı yatırımcılara fonlarını yurtiçi finansal sisteme emanet etmek konusunda güven vermeleri gerekir. Bankacılık sektörüne güven duyulmadığı zaman, yatırımcılar fonlarını geri çekmek isteyecek yada yeni yatırımlar konusunda isteksiz olacaklardır. İncelenen krizlerde Türkiye’ de bankacılık sistemin bozuk yapısı daha bir ön plana çıkmaktadır. 2001 krizi öncesinde kamu finansmanı yurtdışından sağlanan fonlarla ve bankacılık sektörü aracılığıyla yapılmıştır. Bankalar çalışma prensibi olarak özel kesime kredi kullandırmak yerine karlı buldukları kamu finansmanı üzerinde

yoğunlaşmışlardır. Bu sebeple aşırı kur riskine maruz kalmalarının yanında, açık pozisyonlarının izin verilenin çok üstünde olması, bu açık pozisyonları dışarıdan kısa vadeli borçlanma ile kapatmaya devam etmeleri, bilançolardaki kötüleşmeler ve bütün bu çarpıklıkların yeterince denetlenememesi sonucu finansal sistem aşırı kırılgan hale gelmiş ve krizin temellerini atmıştır. 2002-2007 döneminde ise bankacılık sektöründe bu sorunların artık aşıldığını ve sektörün finansal aracılık görevini yerine getirmeye başladığını söyleyebiliriz. Sermaye yeterliliği, açık pozisyon, risk yönetimi ve denetim mekanizmalarında olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Asıl önemlisi Türkiye’ de artık bankacılık sistemi olması gerektiği gibi özel kesim yatırımlarını fonlamaktadır. Bu gelişmeler ışığında bankacılık sektörü yüksek ve istikrarlı bir büyüme sürecine girmiş 2000 yılında 104 milyar TL olan sektörün toplam aktifleri 2008 e kadar 7 katına çıkmıştır.

Türk ekonomisinin cari açık sürdürülebilirliğine etki eden faktörlerin bir çoğunda 2001 krizine göre olumlu gelişmeler gözlemlenmiştir. Başta bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir yapıda olması, cari açığın doğrudan yabancı yatırımla finanse edilen kısmının artması, dış borç yükünün daha hafiflemesi, rezerv yeterliliğinin iyileşmesi, kamu bütçe açıklarının makul düzeye çekilmesi gibi. Buna karşın Türkiye 2001 krizi öncesine göre daha büyük miktarlarda cari açıklar vermeye devam etmektedir. Hala cari açık kompozisyonu içinde ticaret açıkları en büyük açık kalemidir ve rekabet eksikliği devam etmektedir. Ulusal para, yabancı paralar karşısında değer kazanmaya devam etmektedir ve bunda sermaye girişlerinin payı büyüktür. Özetle incelediğimiz sürdürülebilirlik kriterlerine dayanarak; Türkiye’ nin cari açığı sürdürebilme yeteneğinin 2001 öncesi döneme göre daha fazla olduğunu söyleyebiliriz. Ancak bu ifade 2002-2007 Türkiye’ sinin cari açığının sürdürülebilir olduğu anlamına gelmemektedir. Başta da belirttiğimiz üzere çalışmamız sürdürülebilirlikle ilgili olan makro göstergelerden sadece bir kısmını değerlendirmiştir ve bu değerlendirmeyi de ilgili verileri daha önceki kriz deneyimleri ile karşılaştırarak yapmıştır.

KAYNAKÇA

1. Akerloff, George (1970), “*The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*”, The Quarterly Journal of Economics, Vol.84
2. Akyüz, Yılmaz (1990), “*Financial System and Policies in Turkey in the 1980s*”, T. Arıcanlı ve D. Rodrik (ed.), The Political Economy of Turkey: debt adjustment and sustainability, New York: St. Martins Press Inc.
3. Allen, Franklin – Gale, Douglas (2007), “*An Introduction to Financial Crises*”, Financial Crisis, The International Library of Critical Writings in Economics
4. Aras, Güler ve Müslümov, A. (2003), “*Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri*”, 1. Ulusal Bilgi ve Ekonomi Kongresi, Yayınlanmış Tebliğ, Kocaeli Üniversitesi, Hereke
5. Bernanke, B.S (1983), “*NonMonetary Effects of the Financial Cirises in the Propagation of the Great Depression*”, American Economic Review 73
6. BDDK, TMSF, HM, TCMB Çalışma Grubu, (2009), “*Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi*”, www.bddk.org.tr
7. Blaine, Michael J. (1998), “*Deja vu All over Again?: The Mexican Crisis and the Stabilization of Uruguay in the 1970s*”, World Development, vol.26, no.3
8. Bircan, Elif (2001), “*Finansal Krizlerin Nedenleri, Oluşumu ve Sonuçları; Güneydoğu Asya, Meksika ve Türkiye Örnekleri*” Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Politikası Bilim Dalı, Master Tezi
9. Burçin Hacıhasanoğlu, (2005), “*Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi*”, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

10. Bordo, Micheal D.(1990), “*Financial Crisis, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence, 1870 – 1933*”, F.Capie ve G.E. Wood (edit), “*Financial Crisis and the World Banking System*, London: The Macmillan Press Ltd.
11. Boratav, Korkut, Ç. Keyder ve Ş.Pamuk, (1984), *Krizin Gelişimi ve Türkiye' nin Alternatif Sorunu*, Ankara: Sistem Ofset Matbaacılık Yayıncılık Ltd.
12. Boratav, Korkut (2001), “*2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri*”, Mülkiye Dergisi, Sayı: 230
13. Cao, Ky (1995), “*The Changing Capital Markets of East Asia*”, London: Routledge
14. Celasun, Oya (1998), “*The 1994 Currency Crisis in Turkey*”, World Bank Working Papers, No.1913
15. Chang, Robert (1998), “*The Asian Liquidity Crisis*”, NBER Working Paper No.6796
16. Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo, Roubini, Nouriel (1998), “*What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 1: A Macroeconomic Overview*”, NBER Working Paper No.6833
17. Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo, Roubini, Nouriel (1998b), “*What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 2: The Policy Debate*”, NBER Working Paper No.6834
18. Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo, Roubini, Nouriel (1998c), “*Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis*”, NBER Working Paper No.6783
19. Cole, David C. ve B.F. Slade, (1991), “*Reforms of Financial Systems*”, D. H. Perkins ve M. Roemer (ed.), *Reforming Economic Systems in Developing Countries*, Harvard Institute for International Development, 313-341

20. Demirci, Nedret (2002), “*Finansal Liberalizasyon ve Kriz İlişkisi: Gelişmekte olan Ülkeler ve 1980 Sonrası Türkiye Deneyimi*”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi
21. Diamond, D. (1984), “*Financial Intermediation and Delegated Monitoring*”, Review of Economic Studies, Vol.51
22. Edwards, Sebastian, (1997), “*The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It*”, NBER Working Paper No:6334
23. Edwards, Sebastian, (2001), “*Does The Current Account Matter?*”, NBER Working Paper No:8275
24. Eichengreen, Barry ve Portes, Richard (2000), “*The Anatomy of Financial Crisis*”, Financial Crises Vol:2 Ed. Michael Bordo.
25. Erdem, Nilgün (2002), “*Üç Finansal Krizin Karşılaştırılmalı bir analizi : Türkiye, Meksika ve Güney Kore*”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi
26. Erdönmez, Pelin Ataman (2005), “*Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Fiyatları ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler*”, Bankacılar Dergisi, Sayı 54
27. Ersel, Hasan (1996), “*Timing the Capital Account Liberalization: The Turkish Experience*”, New Perspectives on Turkey, 15: 45-64
28. Friedman, Milton ve A.J. Schwartz (1963), “*A Monetary History of the United States 1867-1960*”, Princeton University Press
29. Fischer, I. (1932), “Booms and Depressions”, New York: Delphi
30. Gertler, M (1988), “*Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An overview*”, Journal of Money Credit and Banking no:20

31. Griffith-Jones, Stephany (1998), *“Global Capital Flows: Should They be Regulated?”* New York: ST. Martin’ s Press
32. Greenwald, B., Stiglitz, J.E (1988), *“Information, Finance Constrains, and Business Fluctuations”*, in Kahn, M., and Tsiang, S.C (eds), Oxford University Pres
33. Isard, Peter, Hamid Faruquee, G. Russell Kincaid and Martin Fetherston, 2001. *“Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessments.”*, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 209.
34. Jaffe, D.M. and T. Russel (1976), *“Imperfect Informatio, Unceartinity and Credit Rationing”*, Quarterly Journal of Economics
35. Kaminsky, Graciela L. and Sergio L. Schmukler (1999), *“What Triggers Market Jitters: A Cronicle of the Asian Crisis”*, Board of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No.634
36. Kazgan, Gülten (1994), *“Yeni Ekonomik Düzen’de Türkiye’nin Yeri”*, Altın Kitaplar Yayınevi
37. Keeton, W. (1969), *“Equibilirium Credit Rationing”*, Galand Pres
38. Krueger, A. and Tornell, A. (1999), *“The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-98”*, NBER Working Paper No:7042
39. Kibritçioğlu, Bengi(2000), *“Parasal Krizler”*, Hazine Müsteşarlığı yayınlanmamış uzmanlık tezi,
40. Kindelberger, C.P. (1978), *“Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis”*, New York, Basic Books
41. Kindelberger, C.P. (1996), *“Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis”* , John Wiley & Sons Inc.

42. Krugman, Paul (1994), "*The Myth of Asia's Miracle*", Foreign Affairs, November/December
43. Krugman, Paul (1998 a), "*What Happened to Asia*", Mimeo, MIT
44. Krugman, Paul (1998 b), "*Saving Asia: it's time to get radical*", Fortune Investor, September 7
45. Kopits, George (1987), "*Turkey's Adjustment Experience, 1980-1985*", Finance and Development, Vol:24, No:3, September 8-11.
46. Krueger, Anne O. ve O.H. Aktan (1992), "*Swimming Against the Tide*", San Francisco: ICS Press
47. Lustig, Nora and Jaime Ros (1993), "Mexico", Lance Taylor (ed.), *The Rocky Road to Reform: Adjustment, Income Distribution and Growth in the Developing World*, Cambridge, London: MIT Press
48. Lustig, Nora and Jaime Ros (1999), "Economic Reforms, Stabilization Policies, and Mexican Disease, edited: Lance Taylor, *After Neoliberalism What next for Latin America*, The University of Michigan Press
49. McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution
50. McKinnon, R. I. (1981) "Financial Repression and the Liberalization Problem within Less-Developed Economies" in Grassman S. & Lundberg E. (Eds.) *The World Economic Order: Past and Prospects*, London: Macmillan
51. McKinnon, R. I. (1993) 2nd Ed. *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: John Hopkins University Press
52. Minsky, Hyman (1982), "*The Financial – Instability Hypothesis: Capitalist Processes*

and the Behavior of the Economy”, C. P. Kindleberger ve J. P. Laffargue (edit), “*Financial Crises: Theory, History and Policy*”, Cambridge University Press

53. Minsky, Hyman (1992), “*The Financial – Instability Hypothesis*”, NBER Working Paper NO:74

54. Mishkin, Frederic. S. (1990), “*Asymetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective*”, NBER Working Papers Series, Working Paper No:4636

55. Mishkin, Frederic. S. (1994), “*Preventing Financial Crisis: An International Perspective*”, NBER Working Papers Series, Working Paper No: 4636

56. Mishkin, Frederic. S. (1996), “*Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*”, NBER Working Papers Series, Working Paper No:5600

57. Mishkin, Frederic. S. (1998), “*Internatioanal Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*”, Working Papers Series, Working Paper No:6390

58. Mishkin, Frederic. S. (1999), “Lessons From the Asian Crisis”, NBER Working Paper, No: 7102

59. Miles-Ferreti, Gian Maria ve Assaf Razin, 1996, “*Current Account Sustainability*”, Princeton Studies in International Finance, No:81

60. Miles-Ferreti, Gian Maria ve Assaf Razin, 1997, “*Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis*”, IMF Working Paper no: 97/168

61. Miles-Ferreti, Gian Maria ve Assaf Razin, 1997, “*Current Account Reversals and Currency Crisis: Empirical Regularities*”, IMF Working Paper no: 98/168

62. Motamen-Samadian, Sima (2000), “*Mexican banking Crises: Causes and Consequences*”, Sima Motamen-Samadian and Celso Garrido (edit), *Emerging Markets: Past and Present Experiences, and Future Prospects*, London Macmillian Press

Ltd; New York: ST Martin' s Pres

63. Morissey, O., Lloyd, T. ve Opoku-Afari, M. (2004), “*Real Exchange Rate Response to Capital Inflows*”, School of Economics, University of Nottingham

64. Özer, Halil G. (2004), “*Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)*”, İstanbul Üni. SBE Doktora Tezi

65. Obstfeld, Maurice and Kenneth, Rogoff (1996), “*Foundations of International Macroeconomics*”, Cambridge, MA: MIT Press

66. Pekkaya, Semra, 2005, Kuramsal Gelişmeler Işığında Finansal Serbestleşme “1980-2000 Dönemi Türkiye Örneği”, Gazi Üniversitesi SBE İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi

67. Ponzio, Carlos Alejandro (2004), “*Essay on the History of Economic Growth in Mexico*”, Harvard University Thesis, Cambridge-Massachusetts

68. Robison, Richard, R.Higgott ve K. Hewison (1987), “*Crisis in Economic Strategy in 1980s: The Factors At Work*”, Robison, Richard, R.Higgott ve K. Hewison(ed.), Southeast Asia in The 1980s: The Politics of Economic Crisis, London: Allen &Unwin

69. Ros, Jaime(1992), “*Free Trade Area or Common Capital Market? Notes on Mexico-US Economic Integration and Current NAFTA Negotiations*”, Journal of Interamerican Studies and World Affairs, vol.34, no.2, Summer

70. Rigobon, Roberto (1998), “*Informational Speculative Attacks: Good News is No News*”, Mimeo, MIT

71. Roubini, Nouriel ve Watchel Paul (1997), “*Current Account Sustainability in Transition Economies*”, NBER Working Paper No. 6468

72. Reisen, Helmut, 1998, “*Sustainable and Excessive Current Account Deficits*”, OECD Development Centre, Technical Paper No:132

73. Savastano, M.A, Roldos, J. ve Santaella, J. (1995), “*Factors Behind the Financial Crisis in Mexico*”, IMF World Economic Outlook, Annex 1, Washington:IMF, 90-97
74. Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1981), “*Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*”, The American Economic Review, Vol.71
75. Schaan, Desire ve T. Cogley (1998), “*Financial Fragility and The Lender of Last Resort*”, J.W. Eaton ve F.S. Mishkin (Ed.), “*The Economics of Money, Banking and Financial Markets*”, Addison Wesley Longman Inc.
76. Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press
77. Somel, Cem (1993), “*Az gelişmiş ülkelerde Finans Politikaları*”, Taner Berksoy Ve Korkut Boratav (edit),
78. Şen, Ali (2006), “*Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi*”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, sayı:14
79. TCMB, (2001), “Türkiye’ nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf
80. Tiryaki, S. Tolga, 2002, “*Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği*”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:8
81. Tseng, Wanda ve R. Corker (1991), “*Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries*”, Washington DC: IMF Occasional Paper
82. Türel, Oktar (1993), “*1980-1992 Döneminde Türkiye’ de Finansal Yapı ve Politikalar*”, Taner Berksoy ve Korkut Boratav (ed.), Türkiye’ de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları
83. United States, General Accounting Office (1996), “*Mexico’ s Financial Crisis: Origins,*

Awareness, Assistance, and Initial Efforts to Recover”, Report the Chairman, Committee on Banking and Financial Services House of Representatives

84. Uygur, Ercan (1993), *“Liberalization and Economic Performance in Turkey”*, Washington D.C.: UNCTAD Discussion Papers, No:65

85. Uygur, Ercan (1994), *“Türkiye’ de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği”*, İşletme ve Finans, 100. Sayı, Temmuz 42-54

86. Uygur, Ercan (2001), *“Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”*, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No. 2001-1

87. Wolfston, Martin H. (1986), *“Financial Crises: Understanding the Postwar U.S Experience”*, M.E. Sharp Inc.

88. Wolfston, Martin H. (1988), *“Theories of Financial Crisis”*, W.Semmler (edit), *“Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives”*, London: M.E. Sharpe Inc.

89. Yeldan, Erinç, Boratav, Korkut (2001), *“Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution”*, www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF, Erişim: 30/10/2008, 11:51

90. Yeldan, Erinç (2001), *“Türkiye Ekonomisi: Krizin Yapısal Dayanakları”*, Birikim Yayınları, Birikim Sayı:44

91. Yılmaz, Şiir (1992), *“Dış Ticaret Kuramlarının Evrimi”*, Gazi Üniversitesi Yayını No:178

ÖZET

Cari açık, 1980 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkeleri krize sürükleyen temel etkidir. Bu çalışma, 2002-2007 döneminde Türkiye Ekonomisinin cari açık sürdürülebilirliğinin, 1994 Meksika, 1997 Kore ve 2001 Türkiye krizlerinde sürdürülemez hale gelen cari açıklarla, karşılaştırmalı bir analizini yapmayı amaçlamıştır. Bu analiz, cari açık sürdürülebilirliği ile ilgili olan bazı makroekonomik göstergelerin belirtilen ülkeler için değerlendirilmesi yoluyla yapılmıştır. Çalışma finansal krizler ve cari açık sürdürülebilirliği üzerine teorik tartışmaların incelenmesi ile başlar. İkinci bölümde Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri genel bir biçimde çalışılmıştır. Nihayet üçüncü bölümde 2002-2007 dönemi Türkiye'sinin cari açık sürdürülebilirliği, daha önceki 3 deneyimle karşılaştırmalı olarak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucuna göre; 2002-2007 döneminde cari açık sürdürülebilirliğine etki eden faktörlerin bir çoğunda kriz öncesi döneme göre olumlu gelişmeler gözlemlenmiştir. Bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir yapıda olması, doğrudan yabancı yatırım miktarı payının artmış olması, dış borç yükünün hafiflemesi, rezerv yeterliliğin iyileşmesi, kamu bütçe açıklarının makul düzeye çekilmesi gibi. Buna karşın, cari açık miktarı kriz öncesi döneme göre daha büyüktür ve hala ticaret açıkları cari açığın asıl kaynağıdır ki bu da rekabet eksikliği problemine işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler

: Finansal Krizler, Cari Açık Sürdürülebilirliği,
Meksika Krizi, Asya Krizi, Türkiye Krizi,
Türkiye 2002–2007 Dönemi

ABSTRACT

Current account deficit, which has been the basic factor that caused developing countries to undergo crisis after 1980 period. This survey aimed to make a comparative analysis of the current account sustainability in Turkey 2002-2007, in Mexico 1994, in Korea 1997 and in Turkey 2001. Survey begins with a theoretical discussion of financial crisis and current account sustainability. Chapter two presents a general overview of the financial crisis of Turkey, Asia and Turkey. Finally in the third chapter, we examined the current account sustainability of Turkey's 2002-2007 period by comparing with three crises experience. Conclusions of survey suggest that the so many indicators of sustainability progressed positively for Turkey 2002-2007 period. Observed positive factors are; less fragile banking system, increasing percentage of foreign direct investment, decreasing debt burden, increasing foreign exchange reserves and more reasonable budget deficits. On the other hand, large current account imbalance is still exist in Turkey. Also current account derived from large trade deficits and this indicated the competitiveness problem.

Keywords

: Financial Crisis, Current Account Sustainability,
Mexican Crisis, Asian Crisis, Turkey Crisis,
Turkey 2002-2007 Period