

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

**FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN
EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Doktora Tezi

AYHAN UÇAK

İstanbul, 2006

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı Doktora öğrencisi
AYHAN UÇAK'ın FINANSAL SERBESTLEŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun tarih ve sayılı
kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliğiyle onaylanarak Doktora Tezi olarak kabul
edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 28.12.2006

- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. AHMET ÇAKMAK
2) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. GÜLSÜM AKALIN
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. SUDİ APAK
4) Jüri Üyesi : PROF. DR. SUAT OKTAR
5) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. EMEL YURT



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

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Doktora Tezi

AYHAN UÇAK

Danışman: PROF.DR. AHMET ÇAKMAK

İstanbul, 2006

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLOLAR LİSTESİ	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ	v
KISALTMALAR	vi
1. GİRİŞ	1
2. EKONOMİK BÜYÜME, FİNANSAL SERBESTLEŞME VE İKTİSAT TEORİSİNDEKİ YERİ	3
2.1. Ekonomik Büyüme ve Gelişmişlik	3
2.2. Finansal Serbestleşme	6
2.3. Finansal Serbestleşmenin İktisat Teorisindeki Yeri	8
2.3.1. Baskı Altında Tutulan Finans Piyasaları	9
2.3.2. McKinnon –Shaw Yaklaşımı	11
2.3.3. Yapısalcı Okulun Finansal Serbestleşme Yaklaşımı	13
2.3.4. Stiglitz ve Piyasa Başarısızlığı	15
2.3.5. Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Çalışmalar	18
3. ULUSLARARASI EKONOMİDE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE IMF’NİN ROLÜ	23
3.1. Uluslararası Finans Piyasalarının Gelişimi	23
3.2. Serbestleşmede Baş Aktör: Uluslararası Para Fonu (IMF)	29
3.2.1. IMF’nin Kuruluşu, Kuruluş Amaçları, Bretton Woods Sistemi	29
3.2.2. Bretton Woods Sisteminin Yıkılışı ve IMF’nin Değişen Fonksiyonları	38
3.2.3. IMF Destekli İstikrar Programlarının Özellikleri	42
3.3. Finansal Krizler ve IMF’nin Tavrı	48
3.3.1. Finans Piyasalarında Kriz Oluşumu	48
3.3.2. Meksika Krizleri	50
3.3.3. Güneydoğu Asya Krizi	54
3.3.4. Arjantin Krizi	65
4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL SERBESTLEŞME	70
4.1. Türkiye Ekonomisinin Temel Yapısı ve 1980 Dönüşümü	70
4.2. Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme	75
4.3. Serbestleşme Sonrası Ekonomik Gelişmeler	78
4.3.1. 1990-1993 Dönemi	78
4.3.2. 1994 Krizi	82
4.3.3. 1995-1999 Dönemi	84
4.3.4. 2000 Kasım Krizi	87
4.3.5. 2001 Şubat Krizi	93
4.3.6. Kriz Sonrası Ekonomide Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Makroekonomik Göstergeler Arasındaki Etkileşim	95

5. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL SERBESTLEŞMEYİ SORGULAYAN EKONOMETRİK ANALİZ	Sayfa No. 105
5.1. Değişkenler İçin Durağanlık Analizi	105
5.1.1. Sıcak Para Değişkeni İçin Durağanlık Analizi	110
5.1.2. Faiz Değişkeni İçin Durağanlık Analizi	115
5.1.3. GSYİH Değişkeni İçin Durağanlık Analizi	117
5.1.4. Yatırım Değişkeni İçin Durağanlık Analizi	119
5.1.5. Reel Kur Değişkeni İçin Durağanlık Analizi	121
5.1.6. Özel Tüketim Harcamaları Değişkeni İçin Durağanlık Analizi	123
5.2. Değişkenlerin Eşbütünleşme (Kointegrasyon) Analizi	125
5.3. Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Analizi	132
5.4. Değişkenler İçin Var Modeli Analizi	137
5.4.1. Etki-Tepki Analizi	142
5.4.2. Değişkenlerin Varyans Ayrıştırması Analizi	146
5.5. Ekonometrik Analiz Sonuçları	148
 6. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	 150
 KAYNAKÇA	 153
EKLER	163

TABLÖLER LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1: Farklı Ülke Gruplarına Ait İşsizlik ve GSYİH Büyüme Oranları	6
Tablo 2: Petrol İthalatçısı Ülkelerin ve OPEC Ülkelerinin Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)	40
Tablo 3: Asya Ülkelerinin Makroekonomik Göstergeleri	59
Tablo 4: 1984-1989 Döneminde Dış Borç Stokunun Gelişimi –Türkiye, (Milyon Dolar)	73
Tablo 5: 1980-1989 Döneminde Türkiye Ekonomisi’nin Büyüme ve Enflasyon Rakamları	74
Tablo 6: Ödemeler Dengesi Özet Sunum- Türkiye, 1989-1993 (Milyon Dolar)	80
Tablo 7: TL’deki Aşınma, Enflasyon ve Hazine Bonosu Faiz Oranları	80
Tablo 8: 1997-2005 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinin Büyüme Kaynakları	97
Tablo 9: Sıcak Para Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu	112
Tablo 10: Sıcak Para Serisi için Correlogram Sonucu	113
Tablo 11: Sıcak Para Fark Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu	114
Tablo 12: Faiz Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu	116
Tablo 13: GSYİH Serisi İçin ADF Birimkök Testi Sonucu	118
Tablo 14: Yatırım Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu	120
Tablo 15: Reel Kur Serisi İçin ADF Birimkök Testi Sonucu	122
Tablo 16: Özel Tüketim Serisi İçin ADF Birimkök Testi Sonucu	124
Tablo 17: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Johansen Eşbütünleşme Analizi Sonuçları	129
Tablo 18: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Eşbütünleşme Denklemi Sonuçları	130
Tablo 19: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Vektör Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları	130
Tablo 20: Sıcak Para, Faiz ve Reel Kur için Johansen Eşbütünleşme Analizi Sonuçları	131
Tablo 21: Sıcak Para, Reel Kur ve Faiz Değişkenleri için Eşbütünleşme Denklemi Sonuçları	131
Tablo 22: Sıcak Para, Reel Kur ve Faiz Değişkenleri için Vektör Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları	132
Tablo 23a-b Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları	135-136
Tablo 24: Sıcak Para ve Reel Kur için VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları	137
Tablo 25a-b Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH için Varyans Ayırıştırması Analizi	146-147

ŞEKİLLER LİSTESİ

		Sayfa No
Şekil 1:	McKinnon-Shaw Yaklaşımı	12
Şekil 2:	Az gelişmiş Ülkelere Sermaye Girişlerinin Bileşimi	27
Şekil 3:	Az gelişmiş Ülkelerin Dış Borçları (Milyar Dolar)	28
Şekil 4:	2000 Yılı API Gerçekleşmeleri	91
Şekil 5:	GSYİH ve Sıcak Para değişkenlerine ait Grafikler (1991-2005, Üç aylık)	96
Şekil 6:	Türkiye Ekonomisinde Büyüme ve İstihdam	98
Şekil 7:	Mal Gruplarına Göre Dış Ticaret Dengeleri (1969-2003), (Milyar Dolar)	100
Şekil 8:	Dış Ticaret Fiyat Endeksleri ve Dış Ticaret Hadleri	101
Şekil 9:	Cari Denge/GSYİH Oranı	102
Şekil 10:	Özel Sektörün Kısa Vadeli Dış Borçları (Milyar Dolar)	103
Şekil 11:	Sıcak Para Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serileri	111
Şekil 12:	Faiz Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği	115
Şekil 13:	GSYİH Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği	117
Şekil 14:	Yatırım Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği	119
Şekil 15:	Reel Kur Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği	121
Şekil 16:	Özel Tüketim Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği	123
Şekil 17:	Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH değişkenlerinin Etki-Tepki Fonksiyonlarının Grafikleri	144
Şekil 18:	Sıcak Para ve Reel Kur Değişkenleri için Etki Tepki Grafikleri	145

KISALTMALAR

BSB:Bağımsız Sosyal Bilimciler

FED:ABD Merkez Bankası

GSMH:Gayrisafi Milli Hasıla

GSYİH:Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

ILO:Uluslararası Çalışma Örgütü

IMF:Uluslararası Para Fonu

OECD:Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı

OPEC:Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

SDR:Özel Çekme Hakkı

TCMB:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

WB:Dünya Bankası

1. GİRİŞ

Finansal serbestleşme ve onun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, günümüzde iktisat biliminin çeşitli alanlarında tartışma konusu olmaktadır. Konuyla ilgili literatür, kapsam yönüyle geniş bir biçimde neoklasik görüşe dayanmaktadır. Neoklasik ve onun günümüz uzantısı olan neoliberal görüş, finansal serbestleşmenin tasarrufları harekete geçirdiğini ve böylelikle sermayenin daha üretken kullanımlara taşındığını, fiziki sermayenin miktar ve nitelik olarak da ileriye gideceğini savunur. Bununla finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği iddia edilir. Bu görüş doğrultusunda, sanayileşme aşamasını henüz gerçekleştirememiş günümüz azgelişmiş ekonomilerine finansal serbestleşme bir reçete olarak sunulmuştur. Öyle ki, geniş halk kesimlerini ilgilendiren ekonomik sorunlarla uğraşan tüm azgelişmiş ülkeler, kurtuluş reçetesi olarak IMF tarafından “finansal serbestleşme” yaptırımını ile karşılaşmışlardır.

Fakat günümüzde birçok iktisatçı, azgelişmiş ülkelerde gerçekleştirilen finansal reform olarak ifade edilen pek çok girişimin hayal kırıklığı yarattığı ve beklentileri karşılamada başarısız olduğunda hemfikirdir. Zira, uluslararası sermaye hareketlerinin önünü açmak için yapılan her serbestleşme hareketi, global finans sermayesinin büyümesini sağlarken, söz konusu ülkelerin sürdürülebilir bir büyüme sürecine girmesini sağlayamamıştır. En azından bu ülkelerde yaşanan finansal krizler istikrarlı bir büyümenin gerçekleşmediğini göstermektedir. Yaşanan krizler, birkaç yılda alınan yolun birkaç ayda geri verildiğini; başka bir anlatımla ekonomilerin büyüme evresinden sonra derin bir resesyon ile karşı karşıya kaldığına işaret etmektedir. Dolayısıyla serbest sermaye hareketlerinin azgelişmiş ülke ekonomileri için uzun dönemli etkisinin ne olduğu tartışmaya açıktır.

Bu çalışmanın amacı, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisini ve büyüme kanallarını ortaya koymaya çalışmaktır. Bunun için kullanılacak yöntem ve çalışmanın bölümleri şöyle özetlenebilir: Öncelikle kavramların tanıtılması gereğinden yola çıkarak, ikinci bölümde ekonomik büyüme ve finansal serbestleşme kavramları üzerinde durulacaktır. Ele alınan konunun iktisat teorisinde değişik görüş ve yaklaşımları içinde barındırması nedeniyle, bu yaklaşımlar karşılaştırmalı olarak yine

Çalışmanın ikinci bölümünde yer almaktadır. Çeşitli lke örnekleri üzerinde yapılan ampirik çalışmaların sonuçları da bu bölümün kapsamı içindedir.

Teorik yaklaşımlar ve ampirik bulguların ardından nc bölümde uluslararası alanda finansal serbestleşme hareketlerinin ortaya çıkışı, finans piyasalarının gelişimi, serbestleşme girişimlerinde hakim rol üstlendiği tartışma götürmeyen IMF'nin pozisyonu, fonksiyonları ele alınacaktır. Adı sıklıkla finansal krizlerle beraber anılan IMF'nin, 1980'lerdeki serbestleşme hareketleriyle birlikte kendini gösteren Meksika, Güneydoğu Asya ve Arjantin krizlerindeki tutumu, krizlerde finansal serbestleşme hareketlerinin nedensellik boyutu incelenerek yine bu bölüm içinde yer alacaktır.

Drdnc bölüm özel bir ülke rneği olarak Türkiye ekonomisine ayrılmıştır. Türkiye ekonomisini finansal serbestleşmeye götüren süreç, serbestleşme sonrası ekonomide yaşanan gelişmeler dönemler itibariyle bu bölümün konusudur. Serbestleşme sonrası yaşanan  ekonomik kriz, bu krizlerde finansal serbestleşmenin etkisi ve IMF'nin rolü, kriz sonrasında günümüze değin ülkenin makroekonomik göstergeleri ve bunların sermaye hareketleri ile etkileşimi, drdnc bölümün takip eden konularıdır.

Çalışmanın beşinci bölümünde, Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme sonrası büyüme üzerinde kısa vadeli spekülatif sermaye hareketlerinin etkisi ekonometrik analiz ile sorgulanmaktadır. Özel tüketim harcamaları, yatırımlar, reel kur, faiz, sıcak para ve GSYİH değişkenlerinin zaman serileri arasında durağanlık, kointegrasyon, nedensellik, varyans ayırıştırması ve etki tepki analizleri yapılarak finansal serbestleşmenin Türkiye ekonomisinin büyümesi üzerindeki etkisi ve etki kanalları belirlenecektir.

Altıncı ve son bölüm, ele alınan çalışmanın bulgularının ortaya konulup, hem Türkiye hem de diğer azgelişmiş ekonomiler için sonuç ve politika önerilerinin değerlendirileceği kısımdır.

2. EKONOMİK BÜYÜME, FİNANSAL SERBESTLEŞME VE İKTİSAT TEORİSİNDEKİ YERİ

2.1. Ekonomik Büyüme ve Gelişmişlik

Ekonomik büyüme, genel anlamı ile bir ekonominin üretim kapasitesindeki artıştır. Üretim kapasitesindeki artış GSMH (Gayrisafi Milli Hasıla) , GSYİH (Gayrisafi Yurtiçi Hasıla) ya da kişi başı GSMH veya GSYİH'daki artış ile ölçülür. GSMH, bir ülke vatandaşları tarafından ekonomide bir yıl içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değerlerinin toplamıdır. GSYİH ise sadece ülke sınırları içinde üretilen mal ve hizmet toplamını kapsamaktadır. Yerleşiklerin yurtdışında gerçekleştirdikleri mal ve hizmet üretimi GSYİH'nın dışındadır.

Büyüme kuramcıları, ekonomik büyüme için sermaye birikiminin ve teknolojik ilerlemenin merkezi rolünü tartışmasız kabul etmektedirler. Bir ülkenin üretim kapasitesindeki artış ile ekonominin sermaye stokuna yapılan ilaveler olarak tanımlanan yatırımlardaki artış arasında yakın bir ilişki vardır. Tarımsal orijinli büyümeden endüstri orijinli büyümeye geçişi teknolojik ilerlemeler ve yatırımlardaki artışlar olmadan gerçekleştiren bir ülke yoktur (Unctad, 2006, s.31). Kaldor (1963), ekonomik büyüme sürecinin karakteristikleri olarak, kişi başına çıktı düzeyinin ve çalışan kişi başına fiziki sermayenin zamanla büyümesini, sermaye verimliliğinin neredeyse sabit kalmasını, fiziki sermaye hasıla oranının değişmemesini gösterir. Bunlar kuşkusuz her büyüyen ekonomi için nitelendirilebilecek özellikler değildir. GSYİH hesaplamalarında, toplam harcamalar içinde yer alan kamu ve özel sektörün fiziki yatırım harcamalarını (altyapı, makine, teçhizat vs.) yansıtan gayrisafi sabit sermaye oluşumu ekonomik büyüme bakımından oldukça önemli iken; örneğin Türkiye gibi ülkelerde diğer harcamaların ve özellikle tüketim harcamalarının payı ve büyüme hızı oldukça yüksektir.

Ekonomik büyüme ile gelişme anlamca yakın olmakla birlikte, farklı kavramlardır. Büyüme yalnızca gelirdeki artışı içermesine karşılık, gelişme gelir artışı yanında ekonomik, sosyal ve kurumsal yapının da değişmesini kapsar. Azgelişmiş ülkelerde refah artışı için yalnızca büyüme yeterli olmayıp, ekonomik gelişmeye de gerek vardır. Fakat, gelişmiş bir ekonomi olabilmek için tatminkâr ve sürdürülebilir bir

büyüme hızını yakalamak gerekir. Örneğin, ABD ekonomisinin -1985 fiyatları ile ölçüldüğünde- kişi başına reel GSYİH'sı 1870'de 2244 dolardan 1990'da 18258 dolara yükselerek 8.1 kat artmıştır. Bu, yıllık ortalama yüzde 1.75'lik bir büyüme oranına karşılık gelmektedir. Bu performansı söz konusu ülkeyi gelişmişlik sırasında ilk sıralara taşımaktadır. Eğer ABD ekonomisi 1870'den 1990'a bunun yüzde 1 altında yani yüzde 0.75'lik bir ortalama büyüme oranı ile ulaşıyorsa, kişi başına reel GSYİH'sı -1985 fiyatları ile- 2244 dolardan sadece 5519 dolara yükselecekti. Bu durumda, 1990 verilerine göre gelişmişlik sıralamasında 127 ülke içinde 37'inci olabilecekti. Aynı zaman dönemi içinde yüzde 0.75'lik orana yakın bir ortalama hızda büyüyen sözcüğümleri Pakistan (yüzde 0.88) ve Filipinler (yüzde 0.86) azgelişmişler kategorisindedir (Barro ve Sala-i-Martin, 1999, s.1). Bu rakamlar da göstermektedir ki, ekonomik büyüme ülke gelişmesinin vazgeçilmez bir unsurudur.

Arzulanan gelişmeyi gösterememiş ya da azgelişmiş olarak ifade edilen ülkelerin genel ekonomik ve yapısal özellikleri olarak; kişi başına düşük gelir, halkın geniş bir kesiminin tüketim bileşiminde zorunlu ihtiyaçları gideren malların yüksek payı, yurtiçi tasarrufların ve yatırımların düşüklüğü, sermaye birikiminin yetersizliği, teknoloji üretememek, eğitim düzeyinin düşük olması, hızlı nüfus artışı vd. sıralanabilir. Bu özelliklerin tamamen tersini taşıyan ülkeler de gelişmiş ekonomiler olarak nitelendirilebilirler.

Geleneksel makroekonomik teörinin içeriğinde gelişmiş ve azgelişmiş ekonomiler ayrımı yok iken, günümüz makro yaklaşımları bu ayrımı özellikle göz önünde tutmaktadır. Bunun da en önemli nedenlerinden biri; önceleri kişi başına gelir düzeylerinden başka fark gözetilmeyen ve sınıflandırmaya tabi tutulmayan bu ülke grupları arasındaki farkın 1970'lerdeki tarihsel dönüşümle iyice belirginleşmesidir. Petrol şoklarının birbiri ardınca yaşandığı bu yıllarda gelişmiş ve azgelişmiş ülkeler benzer petrol faturaları ile karşılaşırken, gelişmişler bu şokları çeşitli nedenlerle bertaraf edebildiler. İlkın, petrol ihracatçısı ülkelerin (OPEC) ihtiyaç duyduğu nihai malları üretilip, petrol fiyatlarındaki artışı bu malların fiyatlarına yansıtabildiler. İkincisi, OPEC ülkelerinin artan petrol kazançları gelişmiş ülkelerdeki bankalara mevduat olarak yatırıldı. Ve nihayet, gelişmiş ülkeler petrolü ikame edebilen üretim süreçlerini devreye sokacak teknolojik kapasiteye sahiptiler. Azgelişmiş ülkeler, bu avantajların hiçbirini

yakalayamadılar. Bu ülkelerin ihracat gelirlerinde bir artış olmadı; hatta ihraç ettikleri pek çok ilksel malların fiyatlarında durgunluk yaşandığı için ödemeler dengesinde negatif etkiler yarattı. Bu ülkelerin teknoloji üretme kabiliyetleri de yetersizdi. Bu nedenlerle azgelişmiş ülkeler dış ticarete büyük dezavantajlarla karşılaştılar ve gelişmiş ülkelerle aralarındaki ayırım iyice keskinleşti (Raghebendra, 2003, ss. 3-4).

Günümüzde ise hem ülkelerin kendi içinde hem de ülkelerarasında fırsat eşitsizliğinin olağanüstü boyutlara ulaştığı bir dünyada yaşamaktayız. Dünya nüfusunun yarıya yakını günde 2 dolarlık bir gelirle yaşamını sürdürürken, beşte biri günde 1 dolarla yaşamak durumundadır (Azariadis ve Stachurski, 2004). Hatta en basit anlamda yaşamak için sahip olunan fırsat, yani hayatta kalma şansı bile dengesizdir. Örneğin İsveç'te 1 yaş altı çocuk ölümleri oranı yüzde 0,5'in altında iken, Mozambik'te bu oran yüzde 15'e ulaşmaktadır. El Salvador, kendi içinde bu dengesizliği yaşayan tipik örneklerden biridir. Bu ülkede eğitilmiş annelerin bebeklerinde ölüm oranı yüzde 2 iken, eğitim almamış annelerin bebeklerinde yüzde 10'a yükselmektedir (World Bank, 2006, s.vii).

Fırsat eşitsizliklerinin giderilmesi için ekonomik büyümenin kendi içinde de anlamlı olması şarttır. Örneğin, Dünya ekonomileri için 2005 yılı büyüme ortalaması yüzde 4.3 olarak gerçekleşirken istihdam verileri bu sonucu desteklememektedir (ILO, 2006). Tablo 1, farklı ülke grupları için 2004 ve 2005 yılı GSYİH reel büyüme oranları ve aynı ülkeler için 1995, 2004 ve 2005 yılları işsizlik oranlarını vermektedir. Söz konusu tablodan da görüldüğü gibi, 2005 yılı büyüme ortalaması en yüksek ülke grubu Doğu Asya ülkeleridir (yüzde 8.0). Bu grubu yüzde 7.1'lik GSYİH büyüme hızı ile Güney Asya, daha sonra da yüzde 5.7 ile AB-dışı Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri takip etmektedir. Oysa, işsizlik oranlarına dikkat edildiğinde; 1995'de yüzde 7.8 düzeyinden 2004'deki yüzde 7.1'lik düzeyine ve sonra 2005'de yüzde 6.7 düzeyine gerileyen gelişmiş ülkeler ve AB ülkeleri hariç, diğerlerinde artış gösterdiği görülmektedir. Hemen hemen tüm azgelişmiş ekonomileri kapsayan bu durum iktisat literatüründe "*istihdamsız büyüme*" olarak nitelendirilmektedir (BSB, 2006, s.21). Kısacası, ekonomik büyümenin anlamlı olabilmesi, işsiz, işgücüne yeni katılan insanlara istihdam sağlayabilmesi ile gerçekleşir.

Tablo 1: Farklı Ülke Gruplarına Ait İşsizlik ve GSYİH Büyüme Oranları

Bölge	İşsizlik Oranı (%)			GSYİH Reel Büyüme Oranı (%)	
	1995	2004	2005	2004	2005
Dünya	6.0	6.3	6.3	5.1	4.3
Gelişmiş Ülkeler ve AB Ülkeleri	7.8	7.1	6.7	3.3	2.5
Orta ve AB-Dışı Doğu Avrupa	9.4	9.5	9.7	8.2	5.7
Doğu Asya	3.7	3.7	3.8	8.7	8.0
Güney Asya	4.0	4.7	4.7	7.1	7.1
Latin Amerika ve Karayibler	7.6	7.4	7.7	5.5	4.0
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	14.3	13.1	13.2	5.4	5.0
Sahraaltı Afrika	9.2	9.9	9.7	5.4	4.5

Kaynak: ILO, *Global Employment Trends 2005*.

2.2. Finansal Serbestleşme

Bireysel girişimciler nadiren yatırımlarını kendi sermayeleri ile gerçekleştirirken çoğunlukla finansal kuruluşlara başvururlar. Bireysel tasarruf sahipleri de tasarruflarını mevduat vb. olarak yatırmadıkları sürece birikimlerinin ölçeğe göre artan olası getirisinden yararlanamayıp, büyük risklerle karşılaşır. Bankaları, diğer finansal kuruluşları, hisse senedi piyasalarını ve diğer borçlanma piyasalarını kapsayan finans sistemi bu sorunları, pek çok küçük tasarruf sahibinin tasarruflarını toplayıp, bunları çok önemli kullanımlara tahsis ederek ve iyi kullanıldığını takip ederek çözer. Ayrıca finans sistemi, riski transfer eder, azaltır, likiditeyi çoğaltır ve bilgi taşır (Stiglitz, 1998a, s.1).

Finansal serbestleşme ise genel anlamı ile, böyle önemli fonksiyonları olan ülke finans sisteminin uluslararasılaştırılması ya da yabancılara açılmasıdır. Kaminsky ve Schmukler (2003) tarafından finansal serbestleşme şöyle tarif edilmektedir: “Finansal serbestleşme, bir ülkenin ödemeler dengesi sermaye hesabının, yurtiçi bankacılık (finans) sektörünün ve menkul kıymetler borsasının deregule edilmesi yani kuralsızlaştırılmasıdır”.

Sermaye hesabının serbestleşmesi girişimleri, sermaye giriş ve çıkışları üzerinde yapılan kontrollerin kaldırılmasını kapsar. Tamamen serbestleştirilmiş bir sermaye hesabı rejiminde faizler üzerinde herhangi bir kontrol olmadığı gibi, bankalar

ve özel sektör firmalarının yurtdışından borçlanmasına da limitsiz izin verilir. Keza, ekonomide aktörler yabancı para cinsinden mevduat tutabilir ve yabancı yatırımcılar da ulusal menkul kıymet borsasına kota olmuş şirketlerin hisse senetlerini alıp satabilir, kâr paylarını elde edebilir ve ülke dışına transfer edebilirler.

Egemen iktisata (neoklasik iktisatın günümüz neoliberal yansımasına) göre, azgelişmiş ülkelerde tasarruf-yatırım açığı ekonomik büyümenin gerçekleşmesi önündeki engellerden biridir. Bir başka ifadeyle, ekonomide yatırım yapma isteği olsa bile, yurtiçi tasarrufların bunu karşılayacak düzeyde olmaması, yurtdışı tasarrufların ülkeye çekilmesini gerektirir ki, böylece arzulanan yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme gerçekleşsin. Egemen iktisat, bunun gerçekleşmesi için finansal serbestleşmeyi savunur. Bu mantığa göre, serbestleşen finansal piyasalar hem yurtiçi tasarrufları hem de yabancı sermaye girişlerini uyarırken, fiziki sermaye oluşumunu ve ekonomik büyümeyi sağlayacaktır.

Finansal serbestleşme sonrası ülkeler, uluslararası sermaye hareketlerinin ister istemez etkisine girerler. Çoğu kısa vadeli spekülasyon amaçla hareket eden bu sermaye hareketlerine kısaca sıcak para hareketleri de denir. Sıcak para olarak adlandırılmasının sebebi; riski sevip, kısa sürede yüksek getiri peşinde koşması ve ani olarak ülkelere girip çıkması ile ilgilidir. Sermaye hareketlerinin serbest olmasının getirdiği riskler günümüzde gelişmiş ülkeler için artık pek tartışılmamaktadır. Onlar büyük ölçüde sermaye ihraç eden ülkeler de olsalar, aynı zamanda, büyük ölçüde uluslararası sermaye de ithal etmektedirler. Risk daha çok azgelişmiş ülkeler için gündeme gelmektedir. Bu da doğal görünmektedir; çünkü bu ülkelere akan mali sermaye risk iştahı fazla olan yatırımcılara aittir ve spekülasyondur. Finansal anlamda açık olan azgelişmiş ekonomilerin spekülasyona da açık olması iktisat literatüründe konu ile ilgili değişik yaklaşımları da beraberinde getirmiştir. Çalışmanın bu aşamasında teorik iktisatta azgelişmiş ekonomiler için finansal serbestleşmenin nasıl bir yer edindiği üzerinde durulacaktır.

2.3. Finansal Serbestleşmenin İktisat Teorisindeki Yeri

Finans sistemleri ülkelerin ekonomik gelişme sürecinde kuşkusuz önemli rol oynarlar; tasarrufları harekete geçirip, yatırımlara dönüştürürler; ticareti kolaylaştırır, risk dağıtımını sağlarlar. Finansal gelişmenin azgelişmiş ülkelerin büyüme sürecine etkisi hususunda literatürde farklı görüşler vardır. Bazı iktisatçılar, ekonomik büyümenin tasarruflar, yatırımlar ve teknolojik gelişme gibi ekonominin reel büyüklük ve olaylarınca belirlendiğini; bu nedenle finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında nedensellik olmadığını düşünürler. Bazıları ise, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiğini savunurlar. Yani önce ekonomi büyür; büyüme, finans kuruluşlarının ve işlemlerin olumlu yönde değişmesine neden olur.

Egemen iktisatın bu konudaki görüşü, finansal gelişmenin ekonomik büyümenin bir belirleyicisi olduğu yönündedir. Bu görüşe göre finansal gelişme ekonomik büyümenin önemli unsurlarındandır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) öncülüğündeki bu hipoteze göre, büyüme önünde herhangi bir engel bulunmamak şartıyla, gelişmiş finansal sistemler hızlı ekonomik büyüme için uygun ortamı sağlarlar (Raghbendra, 2003, s.388). King ve Levine (1993), girişimcilerin yatırım kararlarını değerlendirmelerinde ve en ümit verici olanların finanse edilmesinde finansal kurumların anahtar bir rol oynadığını ileri sürerler. “Daha iyi finansal sistemler başarılı teknolojik yeniliklerin ortaya çıkma şansını artırır ve bu nedenle ekonomik büyümeyi hızlandırır” görüşünü savunurlar (King ve Levine, 1993, s.513). Öte yandan Keynes (1936), Diamond ve Dybyig (1983), Singh (1997) ve Krugman (1998) gibi bazı iktisatçılar finansal gelişmenin ekonomik büyümeye tam aksine bir engel teşkil ettiğini vurgulamaktadırlar. Bunu da finansal sistemin doğasında bulunan istikrarsızlığa dayandırır. Bu nedenle finans piyasalarının işleyişine devlet müdahale etmelidir. Bu görüş, finans piyasalarına devlet müdahalesinin baskıya yol açacağını ve ekonomik büyümeye engel olacağını ileri süren McKinnon (1973) ve Shaw (1973) ’un tam karşısında yer alır (Raghbendra, 2003, s.388).

Stiglitz (1998a)’e göre iyi işleyen finans sistemleri kaynakları en verimli kullanacak alıcıları seçip çok önemli bir işlev görürken, bu kaynakların yüksek getirili yatırımlarda kullanılmasını da sağlarlar. Buna karşın, kötü işleyen finans sistemleri

kaynakları genelde düşük getirili yatırımlara tahsis ederler. Böylece finans sistemlerinin işleyiş farkı, büyüme ve toplam faktör verimliliklerinde ciddi farklılıklar ortaya çıkarır.

Bu noktada, finans piyasalarına müdahale edilmesi gerektiğini düşünen Keynes'in görüşlerine daha ayrıntılı bir bakıştan sonra, bunun tam karşısında yer alan serbestliği savunan McKinnon- Shaw yaklaşımını, Yapısalcı okulun bu yaklaşıma eleştirisini ve son olarak da Stiglitz'in "piyasa başarısızlığı" olarak adlandırdığı günümüz müdahale yanlısı görüşüne değinilecektir.

2.3.1. Baskı Altında Tutulan Finans Piyasaları

Paranın yönetimi ile ekonominin performansı arasındaki ilişkiyi analiz eden Keynes'in (1936) "likidite tercihi" yaklaşımına göre para, bireyler ve işletmeler tarafından işlem, ihtiyat ve spekülasyon motivleriyle (güdüleriyle) talep edilir*. Bireyler günlük ihtiyaçları için işlem; beklenmedik ödemeleri karşılamak için ihtiyat; faiz oranlarındaki değişimlerden yararlanmak içinse spekülasyon motivleriyle ellerinde para tutarlar. Faiz oranı ile spekülatif para talebi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranı düştükçe (yükseldikçe) spekülatif para talebi artar (azalır). Keynes'in likidite tercihi yaklaşımında faizlerin daha aşağı inemeyeceği bir seviye bulunmakta ve bu seviye "likidite tuzağı" (liquidity trap) olarak adlandırılmaktadır.

Keynes faiz oranlarının likidite tuzağı seviyesinde bulunması durumunda para politikalarının faizler ve ekonominin genel gidişatı üzerinde etkisinin bulunmayacağını ileri sürmektedir. Böyle bir durumda, insanlar muhtemel bir faiz artışı karşısında refah kaybına uğramamak için paralarını borç olarak vermek yerine nakit olarak tutarlar. Bunun sonunda da tam istihdam planlı tasarrufları, planlı yatırımlarından fazla olacaktır. Likidite tuzağı durumunda faizleri daha da düşürerek tasarruf-yatırım dengesini sağlamak mümkün olmayacağından; tasarruf-yatırım dengesi gelirin - dolayısıyla tasarrufların- azalmasıyla gerçekleşecektir.** Tam istihdam seviyesindeki tasarruf-yatırım dengesinin sağlanması için Keynes düzeltme mekanizmasının gelir (tasarruf) azalışı ile sağlanması yerine; faiz oranlarının devlet tarafından kontrol edilmesiyle (sınırlandırılmasıyla) sağlanmasını önermektedir. Böylece, tasarruf-yatırım

* Genel Teori'den kısa bir süre sonra Keynes finans motivisiyle para talebini ortaya koymuştur.

** Keynesyen teoride tasarruflar sadece gelirin bir fonksiyonudur..

dengesine düşük faiz oranlarında yatırımlar uyarılarak ulaşılabacak ve tam istihdam gelir seviyesi elde edilecektir (Fry, 1995, ss. 9-12).

Faiz oranlarına sınırlama getirme politikası, Keynes'in likidite tercihi yaklaşımına ilaveten başka iktisadi gerekçelere de dayanmaktadır. Örneğin, sabit katsayılı input-output matrisine dayalı kalkınma planları, düşük faiz politikası için diğer bir gerekçeyi oluşturmaktadır. Azgelişmiş ülkelerin çoğu input-output matrisinden elde edilen planlı sektörel yatırım programlarını uygulamak için "seçici" ve "doğrudan" kredi politikalarını kullanmıştır. Doğrudan kredi politikalarının kurumsal enstrümanı ise kredi faiz oranlarına getirilen tavadır. Faiz tavanı genellikle denge fiyat seviyesinin altında olduğundan, kullanılabilir kredi fiyat dışı kriterlere göre tahsis edilmektedir (Fry, 1995, s. 18).

Geçmişte, azgelişmiş ülkelerde devletin finansal piyasaları baskı altında tutmasının önemli bir başka gerekçesi de mali sebeplerden kaynaklanıyordu. Serbestleşme politikaları öncesinde devletler, kalkınmaya doğrudan ya da dolaylı bir şekilde müdahalede bulunabilirlerdi. Mali yetersizlik durumunda ortaya çıkan dolaylı müdahalelerinde, kalkınmanın finansmanı için devlet, finansal sistemi kullanırdı. Bankaların karşılık oranları yüksek tutularak, piyasaya sürdüğü tahvil ve bonolara zorunlu talep yaratılırdı. Sağlanan bu kaynaklarla devlet harcamalarının finansmanını sağlardı. Gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında bu tip ülkelerde bir hayli yüksek olan zorunlu karşılık uygulamasıyla elde edilen dolaylı gelir, bir çok azgelişmiş ülkede GSMH'nın yüzde 2'sine ulaşırken; 1980-1991 yılları arasında bu oran Peru'da yüzde 4,1, Şili'de yüzde 10 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, kredi faizlerinin üzerine konulan sınırlama ile faiz oranlarının düşük tutulması sonucunda kredi talebi fazlası yaratılmaktaydı. Devlet, bankaların düşük faizli bu kullanılabilir kredi hacminin bir kısmını, öncelikli tayin ettiği sektörlerle tahsis etmesini istemekteydi. (Agenor ve Montiel, 1996, s.152). Fakat finansal serbestleşme politikaları sonucunda bu tip uygulamalara artık yer verilmemektedir.

2.3.2. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

İktisat literatüründe McKinnon-Shaw hipotezi* olarak bilinen ortodoks yaklaşıma göre, azgelişmiş ülkelerde Keynesyen görüş çerçevesinde yatırımları arttırmak için faiz oranları ve mali piyasaların baskı altında tutulması bu ülkeler için olması gereken gerçekçi mali piyasa göstergelerinin oluşmasını engelleyerek gerek yurtiçi tasarrufları gerekse de yatırımları yanlış yönlendirip ekonomide kaynak dağılımını olumsuz etkilemekte, ekonomik gelişmeyi yavaşlatmaktadır.

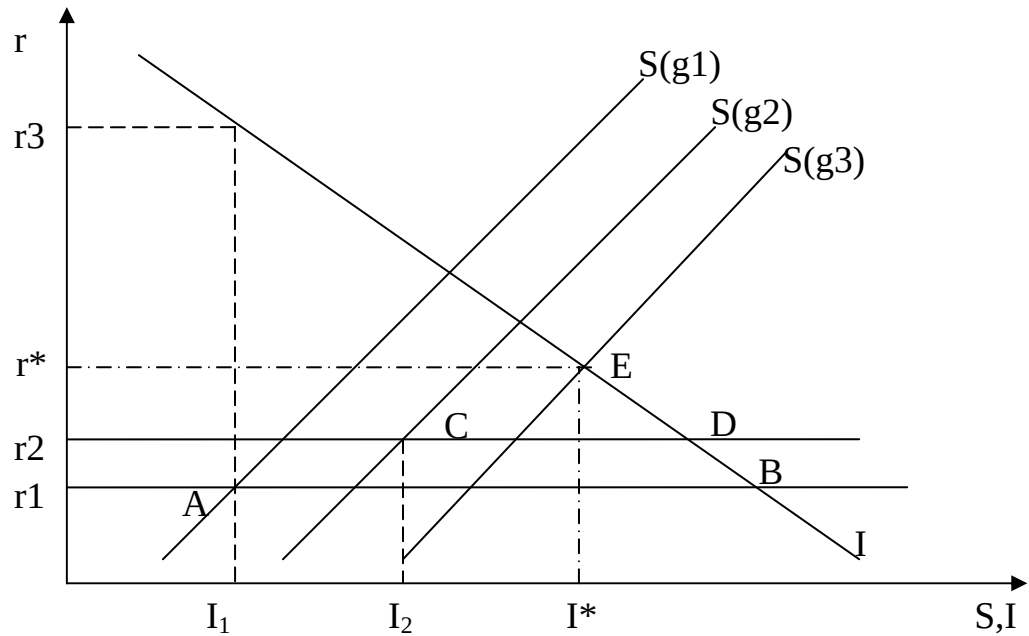
McKinnon (1973)'a göre, azgelişmiş pek çok ülkede, finansal serbestleşme öncesinde özel sektöre ya da kamuya ait aktiflerin işlem gördüğü finans piyasaları ya yoktur ya da oldukça sınırlıdır. Tutulan tasarruflar, gelişmiş ülkelerdeki gibi finans piyasalarına yönelmek yerine, mevcut etkin bir piyasadan bahsedilemeyeceğinden altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırım alanlarına kaymaktadır. Bu tip ülkelerde bankacılık sektörü, kaynakların toplanması sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle hükümetler bankacılık sektörünü genellikle stratejik bir sektör olarak benimserler. Dolayısıyla, dolaylı veya dolaysız bir şekilde bu sektörü denetim altına alma arayışındadırlar. Denetim, sektörün ulusallaştırılması, faiz oranlarının piyasa dengesinin altında bir düzeyde sabitlenmesi ya da devletin bütçe açığını düşük bir maliyetle finanse etmesini sağlayacak zorunlu karşılıkların tutulması gibi uygulamaları içermektedir.

McKinnon (1973)'a göre, organize finans piyasalarının bulunmadığı azgelişmiş ülkelerde, faiz oranlarının sınırlandırılması neticesinde oluşan finansal baskı (financial repression) tasarruf piyasalarının ortaya çıkmasını engellemektedir. Firmalar ve tasarruf sahipleri arasında ayırım olmaksızın, tüm ekonomik birimler otofinansman yoluyla ayakta kalmak durumundadır. Ekonomik birimler arasında borçlanma işlemi yapılmamaktadır. Dolayısıyla yapılacak yatırımlar tümüyle otofinansman yoluyla karşılanmakta ve bir ön birikim gerektirmektedir. McKinnon, faiz oranları üzerindeki baskı kaldırıldığında ortaya çıkacak tasarruf piyasası ile ekonominin parasallaşması sürecinin tetikleneceğini savunur. Böylelikle geleneksel mantık tersine dönmekte, artık fiyatı belirleyen piyasa değil, piyasayı ortaya çıkaran fiyattır. Başka bir anlatımla, paranın gerçek fiyatı, yani gerçekçi faiz, ekonomide tasarrufları ortaya çıkaracaktır.

* Bu hipoteze eleştirel bir yaklaşım için bakınız Venet, 1997.

Shaw (1973) da, borcun aracılendirilmesi modelinde benzer bir mantıkla, faiz oranlarındaki yükselişle uyarılan mevduat artışının bankacılık kesiminin kredi yaratma kapasitesini arttıracağını ifade etmektedir. Finans piyasalarında faiz oranlarının serbest bırakılması gerektiğini savunan bu iki benzer görüş literatürde “McKinnon-Shaw yaklaşımı” olarak adlandırılmaktadır.

McKinnon-Shaw yaklaşımında, faiz oranlarının piyasa düzeyinin altında sabitlenmesinin etkileri aşağıdaki Şekil 1’de görülebilmektedir. Yatırımların (I) reel faiz oranının azalan bir fonksiyonu olduğu, tasarrufların (S), milli gelir ve reel faiz oranının artan bir fonksiyonu olduğu varsayılır. Şekilde, her bir tasarruf fonksiyonu, ekonomik büyümenin (g) belirli bir düzeyine bağlı olarak tanımlanmış ve $g1 < g2 < g3$ olduğu kabul edilmiştir.



Şekil 1: McKinnon-Shaw Yaklaşımı

İlk aşamada ekonominin büyüme oranının $g1$ olduğu varsayılmakta ve $r1$ oranında tasarruflar $I1$ ’e eşit olmaktadır. Bu faiz düzeyinde yatırımların AB kadarlık kısmı gerçekleşmemektedir. Başka bir deyişle, kredi sınırlandırılmış ve girişimcilerin

bir kısmı kârlı olabilecek yatırımlarını finanse edememiştir. Sonrasında faizlerde r_1 den r_2 ye geçiş, finans kesimi üzerindeki devlet baskısının gevşediğini göstermektedir. r_2 düzeyi finansal piyasalarda devlet kontrolünün halen sürdüğü bir durumu göstermekle birlikte, karşılanmamış yatırım talebi AB düzeyinden CD düzeyine düşmektedir. Faizler denge düzeyi olan r^* ye geldiğinde karşılanmamış yatırım talebi ortadan kalkmaktadır. McKinnon-Shaw modeline göre, finansal serbestleşme ile birlikte, ekonomide büyüme oranı da g_3 'e yükselmektedir.

Özetlemek gerekirse, McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, ekonominin etkin işleyebilmesi için devlet finansal piyasalara müdahale etmemeli; mevduat ve kredi faizleri piyasa koşullarında oluşmalıdır. Diğer bir ifadeyle faizler, finans piyasalarındaki arz ve talebi dengeleyen rekabetçi bir fiyat şeklinde oluşmalıdır. Baskı altında düşük tutulan faizler nedeniyle, yurtiçi finans piyasalarına girmeyen tasarrufların serbestleşme sonrası finansal sisteme girmesiyle, toplam tasarruflar artacaktır. Bu durumda bu modele göre, ülkenin yatırım hacmi de yükselecektir. Modelin varsayımına göre, yurtiçi kredi dağıtımı da devlet müdahalesi yerine rekabetçi piyasa fiyatlandırmasıyla yapıldığında yatırımların iç kârlılık oranı -dolayısıyla verimliliği- artacak ve bu iki etki ise ekonominin büyüme hızını yükseltecektir.

2.3.3. Yapısalcı Okulun Finansal Serbestleşme Yaklaşımı

Yapısalcı Taylor (1983), McKinnon-Shaw modelinin aksine, faiz oranlarındaki bir artışın ekonomide daralmaya neden olacağını ileri sürmektedir. Buna göre, McKinnon-Shaw modelini uygulayarak, nominal faiz oranlarını yükseltmek sadece enflasyonu artırır. Çünkü enflasyonu belirleyen maliyetlerdir. Aynı şekilde finansal serbestleşme ile birlikte devalüasyon yapmak ithalatın maliyetini arttıracak ve dolayısıyla büyümeyi yavaşlatacaktır. Yapısalcılara göre finansal serbestleşme stagflasyona sebep olacaktır.

McKinnon-Shaw modeli, altın ya da gayrimenkul gibi tasarrufu enflasyona karşı koruyan varlıklar ve para üzerine çalışırken; Taylor'un modelinde hane halkları varlıklarını mevduat, enformel (gayri resmi) piyasalarda ve verimsiz varlık olarak düşünülen altın ve gayrimenkul şeklinde tutmaktadır. Bu modelde, firmalar bankalardan kredi alabileceği gibi, enformel piyasalarda doğrudan banker gibi tasarruf sahiplerinden

de kredi alabilmektedir. Dolayısıyla, Taylor'un modelinde banka mevduatının ikamesi hem altın ve gayrimenkul gibi verimli olmayan yatırımlar hem de enformel piyasalardır. Taylor'a göre enformel piyasalar azgelişmiş ülkelerde yaygın olan bir uygulamadır ve oldukça rekabetçi bir yapıya sahiptir. Bu nedenle enformel piyasalar çok önemli makroekonomik role sahiptir (Taylor, 1983, s. 92).

McKinnon-Shaw finansal baskı modelinde belirtildiğinin aksine, mevduat faizlerinde bir yükseliş, yatırımlarda -kullanılabilir kredide- genel bir artışa neden olmayabilir. Taylor'a göre, finansal serbestleşme ve tasarruf hacmi arasındaki ilişki incelenirken; faiz artışları neticesinde artan mevduatın kaynağını iyi belirlemek gerekmektedir. Yani mevduatın hane halklarının enformel piyasalarda firmalara sağladığı verimli kredilerden ya da altın gibi verimsiz yatırımlardan gelmesi yapılan iktisadi analizin sonucunu önemli derecede farklılaştıracaktır. Mevduat artışı altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırımlardan geliyorsa; banka kredilerinin artması ve yatırım talebinin uyarılabilmesi mümkün olacaktır.

Yüksek oranlı mevduat faizleri, tasarruf sahiplerinin enformel piyasalarda firmalara sağladıkları kredileri kesip; bu kaynakları bankalara yatırımlarına neden oluyorsa, ekonomide genelde bir kredi daralması yaşanacaktır. Yasal bankacılık sistemi ile enformel piyasalar arasındaki temel fark; birincilerin topladıkları mevduat karşılığında belirli bir karşılık ayırmak zorunda olmalarıdır. Taylor (1983)'a göre, enformel piyasalarda zorunlu karşılık ayırmak mecburiyeti olmadığı için tüm kaynaklar etkin bir biçimde firmalara kredi olarak gitmektedir. Oysa, bankalarda toplanan mevduatın zorunlu karşılık olarak ayrılan kısmı kredi olarak kullanılamayacaktır. Artan faiz neticesinde bankaların topladığı mevduatın büyük bir kısmı altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırımlardan gelmediği sürece finansal reformun genel etkisi kredi ve yatırım daralması şeklinde olacaktır. Bu da kuşkusuz ekonomik büyüme yerine durgunluk ve/veya daralmaya neden olacaktır (Taylor, 1983, s.100).

Finansal serbestleşme sonucunda tasarruflar ve kullanılabilir kredi hacmi yükselse bile Taylor'a göre, yine de ekonomik daralma meydana gelebilir. Tasarruflar gibi yatırım talebi de faize duyarlıdır. Burada sorgulanması gerekli nokta, yatırım talebinin hangi faize duyarlı olduğudur. Taylor'un modelinde azgelişmiş ülkelerin çoğunda ilgili faiz oranı, enformel piyasalarda oluşan oranlardır. Büyük firmalar

haricinde, bu ülkelerde hem sanayi üretimi hem de tarımsal üretim yapan firmalar finansman temini için bankacılık sistemi yerine enformel piyasalara gitmektedir. Enformel ve kırsal kredi piyasaları küçük işletmelerin ihtiyaçlarına daha iyi cevap verebilmekte ve daha etkin çalışabilmektedir. Ayrıca, bu piyasalarda hüküm süren faiz oranları da bir hayli yüksektir (Taylor, 1983, s. 197).

2.3.4. Stiglitz ve Piyasa Başarısızlığı

Stiglitz, finans piyasalarının, “piyasa başarısızlığı”na meyilli olmasından dolayı serbestleşmeyi eleştirmektedir. Sadece finans piyasalarının fonksiyonlarını iyileştirmek için değil, aynı zamanda ekonominin performansını da arttıracaklarını düşündüğü devlet müdahalesini önermektedir (Stiglitz, 1994, s.20). Stiglitz özellikle, faiz oranlarını piyasa denge seviyesinden aşağıda tutacak devlet müdahalesinin yararlı olacağı görüşündedir.

Finans piyasalarının önemli bir fonksiyonu, kullanılacak fonların tahsisi ve kullanımının takibi için bilgi toplanması, işlenmesi ve iletilmesidir. Stiglitz, maliyetli bilginin piyasa başarısızlıklarına yol açacağını düşünür. O’na göre, maliyetli bilginin yol açtığı herhangi bir piyasa başarısızlığı, bilginin bir kamu malı (public good) olmasından kaynaklanır. Herhangi bir tasarruf sahibinin, parasını yatırmayı düşündüğü finans kurumunun ödeme gücü hakkında araştırma yapıp bilgi edinmesi ve buna göre tavır alması durumunda, piyasadaki diğer aktörler de bu kişinin davranışlarını örnek alıp, aynı tavrı alacak ama maliyete katılmayacaktır. Zira, finans kuruluşlarının yönetim ve ödeme gücüne ait bilgi kamu malıdır; belli bir maliyeti vardır ve herkes bu bilgiyi paylaşmak ister; fakat kimse bu maliyete katlanmak istemez. Dolayısıyla tasarruf sahiplerinin finans kuruluşları, bu kuruluşların da kredi verecekleri girişimciler hakkında hiç araştırma yapmadan işlem yapmaları piyasa başarısızlığına (market failure) yol açacaktır. Çünkü, örneğin finans kuruluşları mevduat sahiplerince yeterince kontrol edilmediklerini bildiklerinde, bu mevduatları krediye dönüştürürken daha yüksek riskler alma dürtüleri olacaktır.

Stiglitz’e göre, maliyetli bilgi aynı zamanda dışsallıklar da ortaya çıkarır. Örneğin, bilginin maliyetine katlanmaktan herkes kaçınıp, birçok banka battığında,

tasarruf sahipleri öteki bankaların da batma ihtimalinin arttığını düşünebilirler. Mevduatların geri çekilmesi şeklindeki davranışlar birbiri ardına gelince piyasa başarısızlığı kendini gösterir. Dışsallıklar aynı zamanda diğer piyasalara da taşınabilir. Örneğin, bankadan alınacak bir kredi firma için sermaye arttırımını kolaylaştırır. Banka kredisi bu firmanın sağlam olduğuna dair bir sinyal anlamı taşır. Borsada bu firmanın hisse senetlerini satın almak isteyenler yatırım yapacakları bu firmanın banka tarafından kontrol altında olduğunu düşünürler. Doğal olarak finans kuruluşları dışsallık etkisini pek dikkate almazlar. Bu nedenle özel yarar kamu yararından ayrışır (1994, ss.31-36).

Bu bilgi eksikliği sebebiyle Stiglitz (1994, ss.39-40), faiz oranlarına getirilecek üst sınırlamalarla kredi dağıtım etkinliğinin artacağını düşünür. Stiglitz burada, McKinnon-Shaw'un kullandığı "finansal baskı" (financial repression) deyimini yerine "finansal sınırlama" (financial restraint) deyimini kullanmaktadır. Stiglitz bu deyimle finansal piyasalara devletin müdahale edip etmemesi tartışmasından öte; ne kadar müdahale edeceğini, yani rolünün ne olması gerektiğini tartışmaya açmaktadır. Diğer bir deyişle, finansal piyasalarda fiyat rekabetine bir müdahale söz konusudur. Bu kısıtın amacı, devletin kendisi için rant yaratması yerine, bizzat özel sektörün kendisi için rant yaratmaktır. Finansal piyasalarda böylece yaratılacak rant hem sosyal açıdan faydalı projelerin fon bulmasına yardımcı olacak hem de finansal kuruluşları daha etkin ve güvenli hizmet sunmak için rekabete itecektir.

Eksik bilginin veri olduğu piyasalarda Stiglitz, finansal sınırlamanın dört kanaldan ekonomik etkinliği daha da arttıracağını ileri sürmektedir. İlk olarak, finansal kısıtlama ile düşük tutulan faiz oranları, kredi taleplerinin ortalama kalitesini yükseltecektir. İkincisi, finansal kısıtlama sermaye maliyetini (faiz oranını) düşüreceğinden borçlu firmanın piyasa değerini yükseltecektir. Üçüncüsü, finansal kısıtlama ekonomik büyümeyi hızlandırmak için ihracata yönelik sektörlerde, örneğin performans kriterlerine bağlı olarak kaynak tahsisatında kullanılabilir. Dördüncüsü de, doğrudan kredi programları ile teknolojinin hızla geliştiği sektörlerle borç verilmesi sağlanabilecektir (Stiglitz, 1994, ss.41-42).

Hemen belirtelim ki, bazı iktisatçılar örneğin Fry, bilgi eksikliğinin önemini kabul etmekle birlikte Stiglitz'in finansal sınırlama önerisine karşı çıkarlar. Fry'a göre, sınırlama getirilen faiz oranları yatırımların ortalama etkinliğini arttırmaz. Çünkü

Stiglitz'in vurguladığının aksine, düşük tutulan faizler, düşük getirili yatırım planları olan girişimcileri fon kullanmaya teşvik edecektir. Ayrıca, fon yetersizliği girişimcileri ikincil piyasalara iterse sermayenin marjinal maliyeti de düşmeyecektir. Fry, kredi tahsisatında ihracatçı sektörler ayrıcılık tanınması durumunda geçmişte tecrübe edilen monopolcü güçlerin artması sorunu ile karşılaşılabilirliğini belirtmektedir. Ayrıca Fry'a göre doğrudan kredi programları, suiistimalleri ve hata oranlarını arttırmakta ve böylelikle finans kuruluşlarını telafi edilemez risklerle karşı karşıya bırakıp, finansal sistemin kırılganlığını arttırmaktadır (Fry, 1997, s.760).

Öte yandan Stiglitz, finansal piyasaların mal piyasalarından farklı olduğunu ve farklı işlediğini ortaya koyup, devlet müdahalesi için bir başka kapıyı aralamaktadır. Reel piyasalarda arz ve talebin belirlediği rekabetçi fiyat etkinliğinin finans piyasalarında geçerli olamayacağını savunmaktadır. Böylelikle, refah iktisadının önemli teorilerinden biri olan, tüm rekabetçi dengelerin Pareto etkinliğine sahip olduğu tezi finans piyasalarına uygulanamayacaktır. Stiglitz, finans piyasalarında fon arz ve fon talebince belirlenen denge fiyatını (faizi), piyasaları temizleyen (market clearing) fiyat olarak kabul ederek, piyasaları devlet müdahalesinden soyutlayan tamamen serbestleşmenin yanlış olacağı görüşündedir. Zira, bu piyasalardaki sürekli belirsizlik ve kusursuz future piyasalarının eksikliği, özellikle bu dönemlerarası (intertemporal) işlemlerde büyük riskler doğurmakta ve banka iflaslarını gündeme getirmektedir. Çünkü, borçluların borçlanma işleminden sonra girdikleri ekonomik işlemlerde üstlendikleri riskler piyasayı başarısızlığa götürmektedir (Stiglitz, 1998a).

Stiglitz'e göre, sürekli belirsizlik nedeniyle bilginin eksik olduğu piyasalarda rekabet de eksiktir ve rekabetin eksik olduğu piyasalar ise genellikle Pareto etkin değildir. Ekonomide çok sayıda banka olsa da, kredi dağıtımında rekabetin oldukça sınırlı kaldığı ikincil piyasalar (submarkets) bulunabilecektir. Stiglitz, bilgi ya da enformasyon piyasalarının yeterince gelişmediği azgelişmiş ülkelerde rekabet kısıtının daha yaygın olduğunu ileri sürmektedir. Rekabet kısıtının hüküm sürdüğü bu şartlar altında yapılan finansal serbestleşme girişimleri, mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı (spread) küçülteceği yerde umulanın aksine daha da büyütebilecektir (Stiglitz, 1998b, s.31). Sonuçta eksik bilgi rekabet kısıtını, bu da serbestleşen finans piyasalarında başarısızlığı doğuracaktır.

Belirsizlikten kaynaklanan yetersiz bilginin neden olduğu piyasa başarısızlığının önüne geçmek ve Pareto etkinliği anlamında bireyleri daha iyi bir refah seviyesine getirmek için bazı alanlarda devletin finansal piyasalara müdahale etmesi gerekmektedir. Akademik detayları standart olmasa da başarılı finansal piyasaların çoğunda devlet müdahalesi bulunmaktadır. Uluslararası serbest finans piyasalarının sembolü olan Wall Street ABD'nin en çok regüle edilen piyasasıdır (Stiglitz, 1998a).

Finans piyasalarının dışa açılması konusunda da Stiglitz aykırı görüşlere sahiptir. Finans piyasalarının serbestleşmesine yönelik görüşlerin şu ideolojik temele dayandığını vurgulamaktadır: “Serbest ve rekabetçi piyasalar kapitalist ekonominin temelini oluşturur ve bunu benimseyen ülkelere muazzam nimetler sunar. Ekonomide, dış ticaretin veya başka bir piyasanın serbestleşmesinin faydaları nasıl şüphe götürmezse, finans piyasalarının serbestleşmesi de sorgulanmamalıdır.” Stiglitz bu görüşe şöyle karşı çıkmaktadır:

“.... Maalesef bilimsel bulgular bu ideolojik görüşü desteklememektedir. Finansal piyasalar ile diğer piyasalar arasında önemli farklılıklar vardır. Bu farklılıklar ticari serbestleşmenin refah artırdığı düşünülen etkisinin finansal piyasalar için etkisinin de aynı yönde olduğunu ortaya koymaz. Güneydoğu Asya ve Afrika tecrübeleri göstermektedir ki, finans piyasaları bazen çok küçük düzenlemelerden (regulasyon) sıkıntıya düştüğü gibi, çok büyük veya yanlış düzenlemelerden dolayı da kötüye gidebilmektedir...” (Stiglitz, 1998b, s.35).

2.3.5. Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisini İnceleyen Çalışmalar

Tornell vd. (2004)' nin de belirttiği gibi, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi ne yönde etkilediği üzerine literatürde bir uzlaşma yoktur. Finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğunu belirten çalışmalarda, finansal serbestleşmenin teknolojik ilerlemelerle ortaya çıkan finansal gelişmenin doğal bir sonucu olduğu ve Endojen Büyüme teorileri ile bağlantılı bir şekilde ekonomiyi büyümeye götürdüğü ortak görüşü vardır. Finansal serbestleşmenin, fakir ülkelerin, zengin ülkelerin seviyesine yaklaşmasını ima eden “koşullu yakınsama” (conditional convergence) etkisi için bir unsur olduğu kabul edilmektedir.

King ve Levine (1993), 1960-1989 periyodunda 80 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir korelasyon saptamışlardır. Buna göre, gelişmiş finansal sistemler girişimcilerin yatırım kararlarını olumlu etkilerken, tasarrufların kullanımını en verimli alanlara yönlendirmektedir. Bu çalışmada, serbestleşen finans piyasalarının gelişen teknolojik buluşlarla birlikte ekonomik büyümeye katkı yapacağı savunulmaktadır. Yine, açık sermaye piyasalarının diğerlerine göre daha etkin çalıştığını savunan Greenwood ve Jovanovic (1990)' e göre, finansal serbestlik ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir. Bu iki çalışmanın da tarih olarak Güneydoğu Asya, Rusya, Türkiye ve Arjantin krizlerinden önce yapıldığını vurgulamak gerekir. Zira yaşanan krizler ile birlikte ekonomik göstergeler çok farklılaşmaktadır.

Bekaert ve Harvey (2000), finansal serbestleşme ile birlikte yabancılara açılan sermaye piyasalarında portföy çeşitliliğinin ortaya çıkmasının sermayenin maliyetini düşüreceğini ve bunun da ekonomik büyümeye pozitif etkisinin olacağını ileri sürmektedir. Bu çalışmada, hisse senedi piyasalarına akan yabancı fonların, hisse senedi fiyatları üzerinde uzun dönemde artan etkide bulunduğu ve fiyat etkisi yoluyla firmaların yatırım isteklerinin arttığı vurgulanmaktadır. 30 küçük azgelişmiş ülke örneğiyle ele alınan bu çalışmanın bulgularına göre; finansal serbestleşme ülkelerin kişi başı GSYİH büyümesine ortalama yüzde 1,5 ile 2,3 arasında katkı yapmıştır. Bekaert ve Harvey (2000)'e göre, bu sonuçlara etki ettiği düşünülebilecek diğer olumlu etkenlerin ayrıştırılması ile finansal serbestleşmenin etkisi yüzde 0,7 ile 1,4 arasında değişmektedir. Ele alınan ülkelerde finansal serbestleşme sonrası harcamaları ile “küçülen bir devlet” sonucu yer almaktadır.

Henry (2003), 18 azgelişmiş ülke üzerine yaptığı çalışmada, finansal serbestleşme sonrasında bu ülkelerde sermayenin maliyetinin düştüğü ve böylelikle yatırımların arttığı sonucuna ulaşmıştır. Sermaye stokunun serbestleşme öncesi yüzde 5,4 olan ortalama büyüme hızının serbestleşme sonrası yüzde 6,5'e yükseldiği, böylece yüzde 1,1'lik artış gerçekleştiği hesaplanmıştır. Çalışan başına çıktı büyümesinin serbestleşme öncesi periyotta yüzde 2,3 olan seviyesinin serbestleşme sonrası dönemlerde ortalama yüzde 3,7'ye yükseldiği belirtilmektedir. Başka bir çalışmada

Hausmann vd. (2005), finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme artış olasılığını yükselten bir unsur olduğu ve bunun olası etkisinin yüzde 7 olduğu sonucuna varmıştır.

Eichengreen ve Leblang (2002), finansal serbestleşmeyi, ekonomik büyümeyi sağladığı için savunan bu tip çalışmaları yetersiz ve eksik bulmaktadır. Eksikliği, yaşanan finansal krizlerin büyüme üzerindeki etkilerini özel olarak dikkate almamaları ve yetersizliği de sermaye kontrollerinin bu krizlerin yıkıcı etkilerini azaltma kapasitesinin söz konusu çalışmalarda dikkate alınmayışdır. Eichengreen ve Leblang (2002)'a göre, bu etkiler dikkate alındığında, sermaye kontrolleri makroekonomik performansı doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yolla etkilemektedir. Doğrudan etkisi, ekonomide kaynak dağılımı ve etkinliğine pozitif katkısı ve dolaylı etkisi de krizin tahripkâr sonuçlarını hem ülke içinde hem de dışında sınırlandırması şeklindedir. Dolayısıyla, finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelendiğinde bu ülkelerarası etkileşim dikkate alınmamaktadır. Ülkelerin krizler karşısında kırılganlıkları ve uluslararası sermaye hareketleri içindeki payı farklı olduğu için finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisi ülkeden ülkeye farklılık gösteren, ülkenin koşullarına bağlı (contingent) ve ülkelerin tek tek özel olarak ele alınmasını gerektirir.

Bandiera vd. (2000) tarafından Şili, Gana, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Türkiye ve Zimbamve ülkelerinin her biri için yapılan 25 yıllık zaman serisi ekonometrik analizi sonuçları, finansal serbestleşmenin özel kesim tasarruflarını harekete geçirerek yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi etkileyeceği şeklindeki McKinnon-Shaw hipotezini doğrulamamaktadır. Finansal serbestleşme sonrası yükselen faizlerin bu ülkelerde tasarruflar üzerindeki etkisi çok zayıf bulunmuştur. Böylelikle serbestleşme sonrası az gelişmiş ülkelere giren fonlar toplam tasarrufları arttıramadığından üretken yatırımlarda kullanılamamaktadır. Bu çalışmada, serbestleşmenin sermaye akımlarını arttırdığı gibi, bu akımların büyük miktarlardaki sermaye çıkışlarını da içinde taşıdığı özellikle vurgulanmaktadır.

Calvo ve Vegh (1999), finansal serbestleşme sonrası spekülâtif sermayenin hızla girdiği ülkelerde gözlenen en karakteristik özelliğin ekonominin önce hızla büyümesi fakat bunun özellikle özel tüketim harcamalarındaki artışlarla gerçekleşmesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Latin Amerika ülkelerine akan sıcak paranın rezervlere

yansımayan kısmı cari açıkların finansmanında kullanılmakta ve ithal tüketim malları talebinde ve dolayısıyla toplam tüketimde artış meydana gelmektedir. Bu durum yurtiçi tasarrufları düşürerek yatırımları ve ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir (Calvo ve Vegh, 1999).

Öte yandan Stiglitz (2001), ülkelere girip çıkan sıcak paranın ülke içi koşullardan çok dış koşullardan etkilendiğini ve uzun vadede ekonomik büyüme ile sermaye hareketlerinin serbestleşmesi arasında en küçük bir bağlantı olmadığını ifade etmektedir.

Tornell vd. (2004), ticari serbestleşmeyi takip eden finansal serbestleşmenin az gelişmiş ülkelerde finansal kırılganlığa yol açtığını ve krizlerin tekrarlanma sıklığını arttırdığını belirtmektedir. Finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi arttırdığı, çünkü finansal sınırlamaların ortadan kalktığı ve böylece ekonomide karar alıcıların ekonomiyi kırılgan ve krize meyilli yapan kredi riskini üstlendikleri vurgulanmaktadır. Fakat böyle en hızlı büyüyen az gelişmiş ülkeler en hızlı canlanma ve çöküş yaşayanlardır. Uluslararası bankalardan ülkelere akan kısa vadeli kredilerin hızlı büyümenin en önemli unsuru olduğu bu çalışmada yer almaktadır. 1980-99 dönemini ve 52 ülkeyi kapsayan çalışmalarında Tornell vd. (2004), dış ticarete serbestleşmenin ülke GSYİH büyümesine ortalama yüzde 1,8’lik katkı yaptığını; izleyen yıllardaki finansal serbestleşme girişimi ile dış ticaretin büyümeye etkisinin 1,6 puana düştüğünü fakat finans piyasalarının serbestleşmesi ile ekonomik büyümeye 2,8 puanlık bir etkisi olduğunu bulmuşlardır.

Rodrik (2006), finansal serbestleşmeyle birlikte az gelişmiş ülkelerce tutulan uluslararası rezervlerde büyük yükselişler yaşandığını ve bunun hem ekonomik hem de sosyal maliyetleri olduğunu belirtmektedir. Tutulan bu rezervlerin toplamı, az gelişmiş ülkelerin toplam GSYİH’larının neredeyse yüzde 30’una veya 8 aylık ithalatlarına karşılık gelmektedir. Tutulan döviz rezervlerinden elde edilen gelir ile dış borçlanmanın maliyeti karşılaştırıldığında, Rodrik’e göre bu ülkeler yıllık GSYİH’larının yaklaşık yüzde 1’ini heba etmektedirler. Bu sonuç çarpıcıdır zira, eğer finansal serbestleşme ekonomik büyümeye olumlu etki yapıyorsa, ortaya çıkan krizler ve finansal kırılganlıkların yanında büyümeye bu büyüklükteki bir negatif etki, bu girişimin enine boyuna sorgulanması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Türkiye ekonomisi için 1989-99 dönemini ele alan çalışmalarıda İnel ve Sungur (2001), 1989-93 döneminde ekonomik büyümenin kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilendiği; 1994-99 döneminde sadece diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinden etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları arttırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve istikrarsızlığın artmasında önemli rol oynadığı ortaya konmuştur. Bu çalışmaya göre, sermaye akımlarının reel sektör üzerindeki en belirgin etkisi özel sektöre verilen kredileri arttırarak harcamaların genişlemesine neden olmasıdır.

Yentürk (2003)'ün Türkiye ekonomisinde finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisini konu alan çalışmasının sonuçlarına göre; yabancı sermaye akımları yüksek faiz oranı, aşırı değerli ulusal para, aşırı dış borç yükü, kamu yatırımlarındaki azalma, bankacılık sektöründe ve firmalarda ortaya çıkan kırılganlıklar nedeniyle yatırımları olumsuz etkilemektedir. Bu durum sürdürülebilir ekonomik büyüme önünde engel olarak görülmektedir.

Utkulu ve Kahyaoglu (2005), Türkiye ekonomisinde finansal açıklık ya da serbestlik ile ekonomik büyümeden çok GSYİH'daki küçülmeler arasında güçlü ilişkiler saptamıştır. Yani ülkeden sermaye çıkışlarının GSYİH üzerindeki etkisi daha belirgin olmaktadır.

Sarıdoğan (2006); Türkiye, Arjantin, Brezilya, Meksika ve Şili'nin 1950-2004 dönemindeki GSYİH, tasarruf ve yatırım verilerini dikkate alarak, Şili dışındaki söz konusu ülkelerin büyüme aşamalarında tasarrufların etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. McKinnon-Shaw hipotezinin bu tip ülkeler için öngördüğü, finansal serbestleşmenin tasarruflardaki artış kanalı ile ekonomik büyümeyi etkileyeceği iddiası böylece geçersiz kalmaktadır.

3. ULUSLARARASI EKONOMİDE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE IMF'NİN ROLÜ

3.1. Uluslararası Finans Piyasalarının Gelişimi

Kaminsky ve Schmukler (2003)'in de vurguladığı gibi, gelişmiş ekonomilerin finansal serbestliğe geçişi 1970'li ve 1980'li yıllarda olmak üzere iki aşamada gerçekleşmiştir. Menkul kıymet borsaları gelişmiş ekonomilerde 1970'lerin başında serbestleştirilirken, yurtiçi finans sektörü ve sermaye hareketleri 1980'li yıllara kadar baskı altında tutulmuştur. Söz konusu baskıların 1980'lerin sonunda tamamen son bulmak üzere, aşama aşama kaldırıldığı söylenebilir. Azgelişmiş ekonomilerin ise bu yolu daha hızlı kat ettiği görülmektedir. Bir genelleme yapılacak olursa, söz konusu ülkelerde 1970'lerde yurtiçi finans sektörü ve sermaye hareketlerine serbestlik getirilmeye başlanmış, fakat borsalarda yabancı yatırımcılara genelde izin verilmemiştir. Bu serbestlik süreci 1982 yılında Meksika'da başlayan borç krizine kadar sürmüştür; krizle birlikte devam eden kontrollü süreç 80'li yılların sonuna gelindiğinde tekrar serbestleşmeye dönmüştür. 90'lı yıllara gelindiğinde azgelişmiş ekonomilerin finans piyasalarının menkul kıymet borsalarıyla birlikte tamamen serbestleştiği görülmektedir.

Uluslararası sermayenin dolaşımı yıllar içinde serbestleşirken finansal piyasalardaki gelişim bu süreçten daha kısa bir zaman içerisinde çok yol katetmiştir. Hızla gelişen uluslararası finansal işlemlerin bir bölümü ulusal piyasalarda gerçekleştirilirken bir bölümü de ulusal nitelikleri tamamen kaybolmuş, Euro-para, Euro-tahvil ve döviz piyasaları gibi uluslararası finans piyasalarında gerçekleştirilir.

Uluslararası güvenilirliği olan güçlü paralar, ait oldukları ülke sınırları dışında da talep edilirler ya da işlem görürler. Bir ülke parasının mevduat olarak başka bir ülkedeki banka hesaplarına yatırılması ile bu para, Euro-paraya dönüşmektedir. Örneğin bir İngiliz bankasına yatırılan dolar mevduatı Euro-dolar olarak tanımlanır. Euro-paralar, edinilmesine gereksinim duyulduğunda önemli uluslararası bankalar ve şirketler tarafından borçlanılır ya da ödünç olarak verilirler. Bu borçlanma ve ödünç verme işleminin gerçekleştiği piyasalara, Euro-para piyasası denilmektedir (Salvatore, 2000, s.453).

Euro-para piyasaları, hükümetlerin kontrollerinden ve vergilendirmeden muaf oldukları için oldukça hızlı gelişme göstermiş; bu muafiyetlerinden dolayı son derece kısa vadeli akışkanlıklar sergilemeye başlamışlardır. Interbank (bankalararası) piyasası, Euro-para piyasalarının çok önemli ve aktif bir parçası olmaya başladığından beri, bu piyasadaki işlem hacimleri inanılmaz boyutlara ulaşmıştır. Bretton Woods sisteminin çöktüğü 1973 yılında 132 milyar dolarlık işlem yapılan bu piyasalarda, 1995 yılında işlem hacmi Salvatore'un da ifade ettiği gibi, 3 trilyon 264 milyar dolara yükselmişti (2000, s.454).

Euro-para piyasalarının varlığı ve bu hızdaki gelişimi ekonomiler için ciddi problemler yaratmaktadır. Bunlardan en önemlisi, ulusal hükümetlerin istikrar çabalarının etkisini azaltmasıdır. Örneğin, iç kredilere getirilen sınırlamalar nedeniyle yurtiçinden borçlanamayan pekçok firma, Euro-para piyasalarından borçlanabilmektedir. Böylece enflasyonist baskılarla mücadele etmek için hükümetlerin kredileri sınırlama gayretleri boşa gitmektedir. Yine Euro-para fonlarının, uluslararası bir finans merkezinden bir diğerine hacimli hareketleri döviz kurlarında ve faiz oranlarında büyük istikrarsızlık üretmektedir. Her zaman için muhtemel bir diğer problem de, bu piyasaların kontrol dışı olmasından kaynaklanmaktadır. Derinleşen global bir durgunlukta bu piyasalarda ortaya çıkan spekülasyon hareketleri pek çok banka iflaslarına yol açabilmektedir.

Uluslararası finans piyasalarında işlem gören başka bir enstrüman da Euro-tahvillerdir. Euro-tahviller, borçlanan ülkenin dışında satışa sunulmak üzere ihraç edilen borçlanma senetleridir. Bu senetler tüm vergilerden muaftırlar. Euro-tahviller ulusal para birimine göre çıkarılmış, ulusal piyasalarda işlem gören ve yabancıların da satın almasına izin verilen tahvillerden farklıdır. Euro-tahviller bir bankalar konsorsiyumu aracılığı ile çıkarılırlar. Banka konsorsiyumu, borç almak isteyen alıcılara belirlenen koşullarda fon sağlamak ve kredi riskini dağıtmak için çeşitli ülke bankalarından oluşturulan bir mali oluşumdur. Bu oluşumlar borçlanacak ülke ya da özel kuruluşlara, bunların çıkardıkları tahviller karşılığında kredi açarlar; bu kredilere sendikasyon kredileri denir. Konsorsiyum tarafından alınan tahviller, Euro-tahvil piyasası adı verilen ikincil piyasalarda işlem görmeye başlarlar. 1980'li yılların ortasından itibaren uluslararası finansal serbestleşme girişimleri ile birlikte Euro-tahvil

piyasalarındaki işlemlerde keskin yükselişler yaşanmaya başlamıştır. (Salvatore, 2000, ss.456-457). Özellikle gelişmekte olan finansal piyasalardaki (emerging markets) ulusal bankaların sendikasyon kredileri yoluyla döviz cinsinden aşırı borçlanmalara gitmeleri, her zaman için açık pozisyon riskini arttırmaktadır (Rodrik ve Velasco, 1999).

Uluslararası sermaye hareketlerindeki artış ve ulusal finans piyasalarının entegrasyonu sürecinde, döviz piyasaları da önemli gelişmelerin yaşandığı piyasalar olmuştur. Uluslararası döviz piyasalarında yapılan işlemler teslim süreleri açısından iki gruba ayrılırlar. İlki, alımsatıma konu olan dövizin ödeme ve tesliminin, işlemin yapıldığından sonraki ilk iki iş günü içinde yapıldığı spot işlemlerdir. Diğeri de geleceğe yönelik olarak yapılan işlemlerdir. Geleceğe yönelik işlemlerin başlıcaları; forward işlemi, döviz swapları, future işlemleri ve opsiyonlardır.

Bir forward işlemi, gelecekteki bir tarihte, belirlenen bir kurdan, belirli bir miktar yabancı paranın alımsatımının bugünden yapılan sözleşmesini içerir. Bu sözleşmeler genel olarak gelecekte döviz cinsinden bir ödeme yapacak ya da gelir elde edecek kişilerin olası kur değişimlerinden korunması amacıyla yapılırlar.

Uluslararası finans piyasalarında en çok başvurulanan bir diğer korunma (hedging) işlemi ‘swap’ denilen finans tekniğidir. Bir döviz swapı, bir paranın cari pazarlardaki bir alımına karşılık, vadeli pazarlarda satışı ya da bunun tam tersini içeren işlemdir. Satılan bir dövizin sonradan geri alınması ya da satın alınan dövizin ileride satılması, hep ilk işlemle ona bağlı işlemin dengelenmesi görünümündedir. Bretton Woods sisteminin sona erişiyile birlikte ortaya çıkan döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların yarattığı riske karşılık olarak swap tekniği yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Future işlemleri, borsalar gibi organize piyasalarda, belirli yabancı paraların standart nitelikteki miktar ve vadelere bağlı sözleşmelerle alınıp satılması şeklinde yapılmaktadır. Tarafların alım ve satım sözleşmelerini yerine getirememesi durumunda, işlemin yapıldığı borsa bunu kendisi sağlar. Taşıdıkları standart özellikler ve sözleşme süresi dolmadan yapılan sözleşmelerin borsada satılarak paraya çevrilebilmesi gibi nedenlerle uluslararası spekülâtörler açısından oldukça caziptir.

Geleceğe yönelik döviz piyasası işlemlerinden bir diğeri de opsiyon işlemleridir. Bir opsiyon, satınalan tarafa, herhangi bir ürünün* fiyatının bugünden sabitlenmesi koşuluyla, bu ürünü ileri bir vadede satma ya da satın alma hakkını veren bir sözleşmedir. Opsiyon işleminde, herhangi bir metayı satın alan taraf belirli bir fiyat üzerinden söz konusu ürünü satın alma veya almama hakkını elde eder. Öte yandan bu metayı satan taraf, karşı taraf talep ettiğinde bu ürünü başta anlaşılmış fiyat üzerinden teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir. Döviz opsiyonları interbank piyasasında işlem görmektedir. Döviz riskine karşı korunma amacıyla günümüzde oldukça başvurulan bir finans tekniğidir. Böylece, küresel dünyanın finans piyasalarında kullanılan yeni yatırım araçları kısaca tanımlanmış olmaktadır.

“...Türev araçları da denen bu yeni finansal araçların sayısı 15 Haziran 1994 tarihli The Wall Street Journal’ın Avrupa baskısında 1200’e yakın olarak verilmiştir. Sayının veya çeşitin bu kadar yüksek olmasının nedeni aslında basit; çünkü bu finans araçları değerden değer kazanmak, getiriden getiri elde etmek üzerine kuruludur. Dolayısıyla değerden türemiş oluyorlar. Böyle olunca da herşey yeni ve ek bir getiri aracı olabiliyor, hatta türev aracının kendisi bile....Temel ve türev tüm finans araçları birarada hesaplandığında ise toplam tutarlar gerçekten çok çarpıcı: 1980’de 11 trilyon dolar olarak hesaplanan dünya finansal araç stoku, 1994’de 41 trilyon dolara ulaşmıştır**” (Güvenç, 1998, s.67).

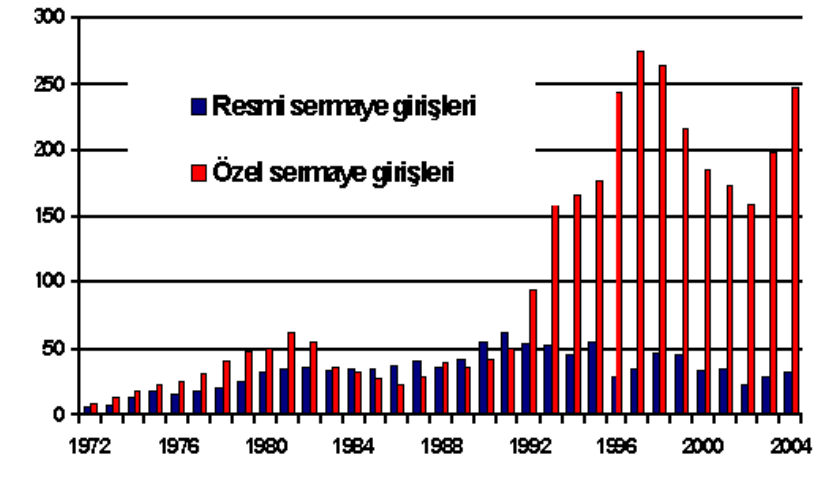
Finansal araç stokunun olağanüstü büyümesinin kuşkusuz en önemli nedenlerinden biri, yıkılan Bretton Woods sisteminden sonra ulusal paraların mübadele değerlerinin altın ya da benzeri bir meta tarafından desteklenmediği, böylece ulusal paraların değişim hadlerinde büyük belirsizliklerin yaşandığı bir döneme girilmesidir. Bu belirsizlik ortamı, spekülative nitelikli kazançları özendirirken aynı zamanda sermaye hareketlerini reel üretim dünyasından kopartarak uyarmaktadır. 1980’lerin sonunda günde yaklaşık 190 milyar dolar hacmi olan dünya döviz piyasası işlemleri 2000 yılında günlük 1.7 trilyon dolara ulaşmış durumdadır (Yeldan, 2001a, s.19). 1970’li yıllarda dünya ekonomilerinin petrol şokları ile durgunluk dönemine girdiği, ileri kapitalist ülkelerdeki kâr oranlarının düştüğü zaman dilimi, finans piyasalarını gelişme yönünde uyarıcı ikinci bir nedendir. Ağır borçlardan bir türlü kurtulamayan azgelişmiş ülkelere mal satamadıkları için reel ekonomideki verimli alanları kaybetmeye başlayan gelişmiş ülkeler için finans sermayesinin gelişimi umut yaratmıştı. Olağanüstü bir rant piyasası

* Bu ürün; döviz, hisse senedi, tahvil ya da herhangi bir mal olabilir.

** 2000 yılında da 83 trilyon dolara yükselmiştir.

ve muazzam boyutlara varan mali spekülasyon fırsatları doğdu. Finans piyasalarının gelişmesi tüm kapitalistler ve bunların içinde özellikle spekülâtörler açısından büyük menfaat sağladı ve halen de sağlamaktadır. Adeta uyuşturucu bağımlılığına benzeyen bir finans bağımlılığı ortaya çıktı. Bu bağımlılık öyle büyüdü ki, borçlarını ödeyemez duruma düşen azgelişmiş ülkeler, uluslararası baskılar karşısında, finans piyasalarını kuralsızlaştırmak zorunda kaldılar. Böylece sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması yoluyla yabancı spekülâtörlerin ulusal piyasalara giriş ve çıkışları tamamen serbestleştirildi. Böylelikle, uzun vadeli dış kredilerin içinde bulunduğu resmi sermaye girişleri, kısa vadeli ve spekülâtif nitelikteki hareketler ile doğrudan yabancı yatırım girişlerini kapsayan özel sermaye girişlerinin oldukça altında kalmaya başladı. Şekil 2’de görüldüğü gibi, azgelişmiş ülkelere giren yabancı sermayenin içinde özel sermaye girişlerinin payının özellikle 1990’lardan itibaren oldukça yüksek boyutlara ulaştığı görülmektedir.

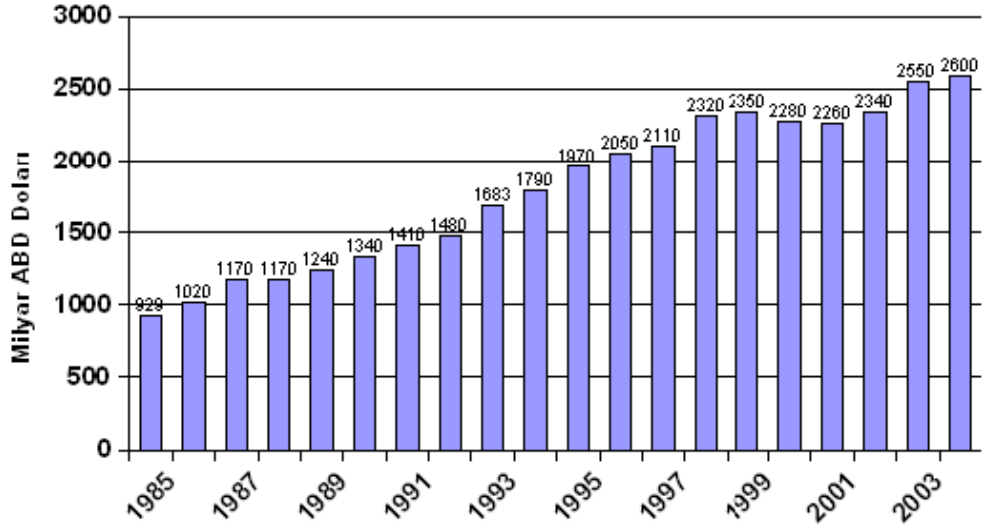
Şekil 2: Azgelişmiş Ükelere Sermaye Girişlerinin Bileşimi
(Milyar dolar)



Kaynak: Dünya Bankası

Azgelişmiş ülkelerin finansal serbestleşme sonrası özel sermaye hareketlerinin etkisi altında kalarak dış borçlarının sürekli artış göstermesi çarpıcıdır. Bu ülkeleri dış borçlarının izlediği trend Şekil 3’de yer almaktadır. 1980’lerde yaşanan Latin Amerika borç krizi sonrasında devam eden borç artışı, 1997 yılı sonrasında biraz hız kaybetmiş görünse de, 2000’li yıllarda da yükselmeye devam etmektedir.

Şekil 3: Azgelişmiş Ülkelerin Dış Borçları (milyar\$)



Kaynak : Dünya Bankası

Dış borçların sürekli artış göstermesi ülkelerin faiz yükünü sürekli arttırarak kamu açıklarını yükseltmektedir. Artan kamu açıklarının makroekonomik dengeleri bozan sonuçlarını engellemek için faiz dışı bütçe fazlası* verilmesi gerekli hale gelmektedir. Faiz dışı fazla kamu yatırımlarının azalmasına yol açarken ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır.

Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin inanılmaz boyutlara ulaştığı günümüz dünyasında elbette bu saadet zinciri sonsuza dek işleyemeyecektir; hatta bugün bile işleyememektedir. Finans cambazlıkları yoluyla reel ekonomiden tamamen kopuk bir hale bürünerek astronomik rakamlara ulaşan finans sermayesi ya da sanal sermaye -yani bilgisayar dünyasında hayali olarak yaratılmış, gerçekte varolmayan sermaye- çok hızlı hareket ettiğinden, aniden çıkış yaptığı ekonomileri finansal krizlere sürükleyebilmektedir. Dahası, küresel ekonomilerde finans bağımlılığı olgusu yerleştiği için, uluslararası alanda bir yazgı birliği oluşmaktadır. Böylece, dünyanın bir ucunda patlak veren kriz, eğer zamanında bastırılıp yayılması önlenemezse sistemin tamamını krize sokma potansiyelini de içinde barındırmaktadır. Bu noktada finansal

* Faiz Dışı Fazla = Bütçe Gelirleri – Faiz Dışı Harcamalar

serbestleşmenin kurumsal savunucusu IMF' nin fonksiyonlarına, finansal krizlere ve IMF'nin bu krizlerdeki tutumuna değinilecektir.

3.2. Serbestleşmede Baş Aktör: Uluslararası Para Fonu (IMF)

3.2.1. IMF'nin Kuruluşu, Kuruluş Amaçları, Bretton Woods Sistemi

İkinci Dünya Savaşı henüz sona ermeden, Savaş sonrasında döviz kurlarının istikrarını sağlamak, uluslararası serbest ticareti geliştirmek ve gerekli kurumları oluşturmak amacıyla, 1944 yılının Haziran ayında, ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin katıldığı bir toplantı düzenlendi. Aylarca süren görüşmelerin sonunda, 1946 yılının Mayıs ayında 39 ülke, yeni uluslararası para sistemini ve onu kollayacak örgütü, yani Uluslararası Para Fonu'nu, IMF'yi kurmayı kabul etiler (Driscoll, 1998, s.3). Bretton Woods'da kurulması kararlaştırılan bir diğer kurum ise Dünya Bankası'dır. Bu iki kurum fonksiyonları itibariyle birbirlerinin tamamlayıcısıdır.

IMF Kuruluş Sözleşmesi*'nin birinci maddesi, örgütün amaçlarını altı fıkrada şöyle özetlemektedir:

i) Uluslararası parasal konularda üyelerarası dayanışma ve birlikte hareket etmenin gerektirdiği mekanizmayı kurarak uluslararası işbirliğini teşvik etmek.

ii) Uluslararası ticaretin yayılmasını ve dengeli büyümesini kolaylaştırmak ve bu amaçla tüm ortakların ekonomi politikalarının temel hedefleri olan yüksek düzeyde istihdam ve reel gelirin yaratılmasına ve üretim kaynaklarının sürdürülmesine katkıda bulunmak.

iii) Döviz kurlarında istikrarı sağlamak, rekabete dönük karşılıklı devalüasyonları önlemek.

iv) Çok taraflı ödemeler sisteminin kurulmasına ve dünya ticaretini engelleyen kambiyo kısıtlamalarının giderilmesine yardımcı olmak.

v) Fon kaynaklarını ortaklara geçici süreyle ve yeterli garantiler altında tahsis etmek suretiyle onlara güvence vermek, böylece ortakların dış ödemeler dengelerindeki

* Bu sözleşmenin maddeleri; 1969,1978 ve 1992 yıllarında üç kez değişikliğe uğrayarak yeniden düzenlenmiştir (IMF-d, s.1).

aksaklıkları ulusal ya da uluslararası refaha zarar vermeden düzeltmelerine fırsat tanımak.

vi) Bu yolla üyelerin uluslararası dış ödemeler dengesizliklerinin süresini ve etkisini azaltmak (IMF-a).

Döviz Kurları:

Yeni uluslararası ödeme sistemi, ABD'nin 1934 yılındaki Altın Rezervi Yasasının* üzerine oturtuldu. Bretton Woods veya IMF sistemi, ayarlanabilir sabit kur modeline dayanmaktaydı. Bu sisteme göre, ABD dışındaki tüm IMF üyeleri, paralarının değerini dolar cinsinden tanımlamışlardı. Bir paranın resmi dolar karşılığına onun dolar paritesi adı veriliyordu. ABD ise doları, başka bir ülkenin parasına değil, 1 ons altın : 35 dolar fiyatından daha 1934 yılında altına bağlamıştı. Her ulusal paranın bir dolar paritesi olduğu ve dolar da sabit fiyattan altına bağlandığı için ulusal paraların dolaylı olarak bir de altın paritesi bulunmaktaydı. ABD, sadece yabancı merkez bankalarına arz edecekleri dolarlar karşılığında, bu sabit fiyattan altın satma taahhüdü altına girmişti (Chandler, 1964, s.194). Yani ABD Hazinesi'nin, yabancı işletme ve tüketicilerin ellerindeki dolarları altınla değiştirme gibi bir sorumluluğu yoktu.

Bretton Woods sisteminde, ulusal paraların dolar paritesi etrafında dalgalanma marjı alt ve üst yönde, %1 olarak sınırlandırıldı. Üye ülkelerin merkez bankaları, döviz piyasasına müdahale ederek ulusal paraların değerinin bu sınırlar dışına çıkmasına engel olacaklardı. Sistem, dış ödeme dengesizliklerini gidermek için üye ülkelere paritelerde değişiklik yapma olanağı tanıyordu. Ancak bu temelde bir sabit kur sistemi olduğu için devalüasyon ve revalüasyon gibi kur değişiklikleri en son başvurulacak çarelerdi. Dış açıkla karşılaşan ülkeler, önce döviz rezervlerini kullanacaklar ve para-maliye politikaları gibi yurtiçi önlemlerle toplam harcamalarını kısma çalışacaklardı. Gerekirse IMF devreye girecek ve dış açık veren ülkelere kısa vadeli krediler sağlayacaktı. Kullanılan finansman ve alınan iç önlemler dış açığın giderilmesinde

* Chandler'ın ifade ettiği gibi, bu yasayla, ABD Merkez Bankalarının (12 banka) varlıklarını da içeren tüm altın ve altın sertifikaları, saf altının ons başına eski resmi fiyatı 20.67 dolardan millileştirildi. Bunun yerine, Merkez Bankalarına yeni bir altın sertifikası, diğerlerine de çekle kullanılabilen mevduatlar verildi. Altın tutma veya altınla işlem yapma izni Hazine düzenlemelerine bağlandı. Yüksek miktarlardaki altın tutumuna sadece endüstriyel, bilimsel ve sanatsal alanlardaki ihtiyaçlar için izin verildi. Sadece Merkez Bankaları altın sertifikaları tutabilirdi. Yine bu yasayla altının onsu yaklaşık 35 dolar olarak saptandı (Chandler, 1964, s.194).

etkili olamamışsa ancak bu durumda devalüasyona gidilebilecekti. Bu da IMF'nin izni ile gerçekleşebiliyordu. Fon'un izni ise ödemeler bilançosunda köklü bir dengesizlik bulunması koşuluna bağlanmıştı. Böylece, döviz kurlarında istikrar ve dış açığı bulunan ülkelere kısa vadeli finansman sağlanması IMF'nin öncelikli hedefleri sayılmaktaydı (Barro ve Lee, 2002, s.6). Özetle Bretton Woods sistemi, temelde bir "ayarlanabilir sabit kur sistemiydi" (adjustable peg). Bu yönüyle, ulusal paraları istikrarlı ve değer değişmelerini öngörülebilir kıldığı için, uluslararası yatırımcılara ve tüccarlara büyük kolaylıklar sağlıyordu (Driscoll, 1998, s.6).

Kotalar:

Kotalar, IMF olanaklarının öncelikli kaynağıdır. IMF'nin her üyesine SDR* ile tanımlanan ve üyelerin Fon'a karşı en üst finansal taahhüdünü belirleyen bir kota tahsis edilir. Temmuz 2006 itibarıyla toplam kotalar 213,5 milyar SDR (yaklaşık 317,5 milyar dolar) dır (IMF-b, 2006).

Üye bir ülkenin kotası, bu ülkenin ekonomisinin diğer ekonomilerle karşılaştırılması ile belirlenir. Üye ülkenin kotasının saptanmasında GSYİH'sı, cari işlemler dengesi ve resmi rezervleri gibi ekonomik faktörler göz önüne alınır.

IMF İcra Kurulu, beş yıldan fazla olmayan düzenli aralıklarla kotaların gözden geçirilmesi yönünde hareket eder ve gerekirse üyelerin kotalarının yeniden ayarlanmasına karar verebilir. Kota arttırımı IMF'nin tercih edebileceği, gelişmekte olan ülkelerde iyileştirici bir orta vade stratejisi (Medium-Term Strategy) ile sağlanır. Çin, Kore, Meksika ve Türkiye örneklerinde olduğu gibi, bir ülke kotasının gözden geçirilmesini talep edebilir.

Kotaların fonksiyonları incelendiğinde denilebilir ki; bir ülkenin kotası, o ülkenin, IMF ile olan finansal ve örgütsel ilişkisinin temel yönlerini belirler. Bir üyenin IMF kaynaklarından yararlanması o ülkenin kotasına bağlıdır ve IMF'nin üye ülkeye sağlamak zorunda olduğu finansal kaynakların en üst düzeyini belirler. Bir üye kendisine tahsis edilen kotanın tamamını öder. Yüzde 25' lik kısmı IMF tarafından belirlenen rezerv varlıklar (SDR veya geçerli para birimleri) , kalan kısmı ise, üyenin kendi para birimi ile ödenir.

* Tanım için Özel Çekme Hakları kısmına bakınız.

Üyelerin, Fon'un sağladığı finansal kaynaklara erişimi ise şöyledir: Bir üye ülkenin, IMF'den elde edebileceği finansman miktarı, kotasına bağlıdır. Stand-by ve genişletilmiş düzenlemeler altında, bir üye yıllık olarak kotasının yüzde 100'üne kadar, birikimli olarak ise yüzde 300'üne kadar borç alabilir. Elde edilebilecek kaynak düzeyi, istisnai şartlar ve belirli özel problemleri aşmak için daha yüksek olabilir. (IMF-b, 2006). Ek Rezerv Kolaylığı ve Olağanüstü Durum Kredisi gibi istisnai durumlarda sağlanan özel kredi kolaylıkları hakkında ayrıntılı bilgiler ilerleyen aşamalarda verilecektir.

IMF'ye katılım payları ve oy gücü:

Sistemin düzenleyici örgütü IMF'nin kuruluşu sırasında üye ülkelerin oy güçlerinin, Fon'un sermayesine katılma payları olan kotaları ölçüsünde belirlenmesi uygun görülmüştü. Her IMF üyesi, 250 temel oya ilave olarak, Her 100 000 SDR'lik kota miktarı için ek bir oya sahiptir. Böylece, kota miktarı, IMF kararlarında oy gücünü belirler. Kotalar, önceden de belirtildiği gibi, ülkelerin milli gelirleri, toplam rezervleri ve dış ticaret hacimleri itibarıyla saptanmaktadır. IMF'nin kurucu otuzdokuz üye ülkesinin kotalarının toplamı 7.472 milyar dolar iken, ABD bunun 2.750 milyar dolarına, bir başka deyişle yüzde 36.8'ine sahiptir. 2006 Haziran itibarıyla Fon'un 184 üyesi vardır. Günümüzde ABD, IMF kotalarının yüzde 17.08'ine, Japonya yüzde 6.3'üne, Almanya yüzde 6.1'ine, İngiltere ve Fransa da yüzde 5.1'ine sahiptir (IMF-b, 2006). IMF toplantılarında önemli kararların alınabilmesi için yüzde 85'lik bir oy çoğunluğuna gereksinim vardır. Dolayısıyla, karar alma mekanizmasında ABD'nin tek başına veto gücü bulunmaktadır. (Barro ve Lee, 2002, ss.5-6).

Koşulluluk (conditionality) ilkesi*:

IMF'nin başlıca işlevlerinden biri, (kuruluş sözleşmesinin beşinci maddesine bağlı olarak) üye ülkelere geçici dış ödeme açıklarının giderilmesi amacıyla kredi sağlamaktır. IMF'nin kredi mekanizması geleneksel borç verme işlemlerinden farklıdır. Bir ülkenin Fon'dan borçlanması, o ülkenin kendi ulusal parasının, Fon'dan sağlanan diğer bir ülke parasıyla değiştirilmesi biçiminde olur. Borçlanmak isteyen ülkeler IMF'den, istedikleri bir yabancı para veya SDR satın alabilirler. SDR, aşağıda daha

* Bu kısım IMF Conditionality, 2005'den derlenmiştir (IMF-c).

ayrıntılı bir şekilde belirtileceği gibi, mevcut Fon rezervlerine ek olarak uluslararası likidite ihtiyaçlarını karşılamak üzere 1969'da Fon tarafından yaratılmış bir kaynaktır.

Fon'dan borçlanacak ülkenin, stand-by veya benzer anlaşmalarla dış açığını gidermek için bu kaynakları kullanacağını ve bir istikrar programı izleyeceğini taahhüt etmesi gerekir. Buna koşulluluk (conditionality) ilkesi denir. Koşulluluk kavramı IMF'ye, verilen kredilerin borçlunun ekonomik sorunlarını aşmak için kullanılacağı ve borçlunun bunu zamanında ödeyebileceği; sonuçta krediye gereksinim duyan diğer ülkeler için de kullanılabilir fonlar bulunabileceği yönünde bir güvence verir. Para Fonu'nun koşulluluk ilkesi aynı zamanda borçlanan ülke için de, IMF'nin finansal kaynaklarını kullandırmayı hangi koşullarda sürdüreceğini aydınlatması açısından bir güvence sağlamaktadır. IMF'den borçlanacak ülke sadece ödemeler dengesi sorunlarını çözeceğine dair değil, bunun yanında fiyat istikrarının sağlanması ve kamu borç yükünün düşürülmesi için bütçe açığının düşürülmesi, parasal genişleme hızının düşürülmesi vb gibi ekonomi politikası tedbirlerini alacağı hususunda teminat verir. Bu politika taahhütleri, hükümet tarafından IMF'ye verilen niyet mektubuna yazılır.

Koşulluluk ilkesi, IMF kaynaklarının dilimler halinde ve hükümetin niyet mektubunda taahhüt ettiği politikaları izlemesi koşulu ile serbest bırakılması şeklinde çalışmaktadır. Program taahhütlerinin yerine getirilip getirilmediği; performans kriterleri, yapısal kriterler ve program gözden geçirmesi gibi çeşitli göstergelerle ölçülür.

Performans kriterleri: Programın öngörüldüğü gibi işlediğine dair en önemli göstergelerdir. Performans kriterleri, nicel ve yapısal olmak üzere ikiye ayrılırlar. Nicel kriterler; uluslararası rezervler, parasal ve kredi büyüklükleri, mali dengeler ve dış borç göstergeleri gibi makroekonomik değişkenleri kapsamaktadır. Örneğin IMF ile anlaşmaya varılan bir istikrar programı, net uluslararası rezervlere minimum bir düzey, merkez bankası iç varlıklarına bir tavan ya da kamu borçlanmasına bir limit belirleyebilir. Yapısal reformların, uygulanacak ekonomik programın önemli bir parçası olması durumunda, yapısal performans kriterleri devreye sokulur. Örneğin, enerji gibi anahtar sektörlerin yeniden yapılandırılmasına ya da sosyal güvenlik sistemi ve finans sektörü operasyonlarının gerçekleştirilmesine yönelik özel ölçüler getirmek yoluyla yapısal performans kriterleri geliştirilebilmektedir. Uygulanan programın ilk ayları boyunca ekonomik trendler hakkında önemli belirsizlikler olduğunda, koşullar, gösterge

hedefler olarak da saptanabilmektedir. Belirsizlikler giderildiğinde, bu hedefler performans kriterlerine dönüştürülürler. Herhangi bir performans kriterine uyulmaması durumunda, programın devamı ve ileriki kredi dilimlerinin kullanımı için IMF İcra Kurulu'nun onayına ihtiyaç duyulacaktır. Genel olarak İcra Kurulu, yalnızca eğer sapma çok küçük ise ve hükümet, programı tekrar yoluna koymak için iyileştirici tedbirleri alabileceğini gösterebilirse onay vermektedir.

Yapısal hedefler: Yapısal performans kriterleri ile benzer olmakla birlikte, yapısal hedeflerin, program amaçlarına ulaşmada daha az kritik önem taşıdığı söylenebilir. Bu nedenle yapısal hedefler, Fon'un, ilgili ülkenin yapısal reformlar üzerindeki ilerleyişi hakkında görüş bildirmesine yardımcı olur. Fakat bu hedeflere ulaşmadaki bir yetersizlik Para Fonu'nun finansal desteğini çekmesini gerektirmez.

Program gözden geçirmeleri: IMF için bir başka önemli izleme aracıdır ve IMF'ye programın performansının geniş anlamda değerlendirilmesi için bir fırsat verir. Gözden geçirme aracı, yeni gelişmeler ışığı altında programa konulabilecek değişiklikler oluşturmak ve politikaların tartışılması için kullanılır. (IMF -c, 2005).

Sonuç olarak; performans kriterleri, yapısal hedefler ve gözden geçirmeler uygulanan programın başarısının değerlendirilmesinde ve gerektiğinde iyileştirici tedbirlerin alınmasında birer araçlardır.

Kredi türleri ve sınırlamaları* :

Dış ödeme gücüyle karşılaşan üye ülkeler, kotalarının altın ya da konvertibl paralarla ödedikleri yüzde 25'lik kısmını ve aşağıda açıklanacak Özel Çekme Haklarını serbestçe kullanabilirler. Bu miktarın yetersiz olması durumunda belirli koşullar ve sınırlamalarla Fon'dan kredi alabilirler. Söz konusu sınırlamalar, kullanılan kredi türüne göre değişir. Yukarıda belirtildiği gibi, istisnai durumlarda daha yüksek miktarda kredi verilebilmesine karşın, stand-by ve genişletilmiş düzenlemeleri altında ödünç alınabilecek miktarı, ilkesel olarak yıllık, ülke kotasının yüzde 100'üne kadar ve birikimli olarak yüzde 300'üne kadardır.(IMF-k, 2001).

Stand-by düzenlemeleri : IMF, fonlarının çoğunu stand-by düzenlemeleri şeklinde kullanır. Stand-by düzenlemeleri, kısa vadeli ödemeler dengesi problemleri

* Bu kısım IMF Lending, 2006'dan derlenmiştir (IMF-d).

yaşayan ülkelere bunu gidermeye yönelik, süresi 1-3 yıl arasında değişen makroekonomik politika uygulamalarını kapsar. Sözü edilen makro politikalar para, maliye ve döviz kuru politikaları olabilir. Kredilerin geri ödemesi 39 ay ile 5 yıl içinde yapılırken, ülkenin olanakları uygun olduğu takdirde, geri ödeme süresi 27 ay ile 4 yıl arasına kısaltılabilmektedir. Stand-by sözlük anlamıyla ihtiyaç duyulduğunda kullanılmak üzere saklanan, beklemede, destek ve yardım anlamına gelmektedir. IMF stand-by düzenlemesi ise, bir üyenin Fon'un Genel Kaynaklar hesabından, belirli bir zaman süresince ve belirli miktarlarda çekmelerde bulunabilmesini güvence altına alan bir Fon kararıdır. Stand-by düzenlemeleri, belirli hukuki şartlar içeren stand-by düzenlemesi metni ve niyet mektubu olmak üzere temel iki belgeden oluşmaktadır. Niyet mektubu, üyenin istikrar programında belirtmiş bulunduğu iktisadi ve mali nitelikteki taahhütleriyle ilgili olup, genellikle ilgili bakan ve Merkez Bankası Başkanı tarafından imzalanan bir metindir. Stand-by düzenlemesi ise, niyet mektubunda belirtilen taahhütler karşılığında üyenin, Fon'un kaynaklarından yararlanmasına olanak tanıyan bir IMF Yönetim Kurulu Kararıdır (IMF-e, 2006).

IMF, uluslararası piyasaları da etkileyebilecek ekonomik sıkıntı yaşayan üye ülkelere problemin yapısına bağlı olarak çeşitli maliyet ve vadelerde başka krediler de sağlamaktadır. Bunlar:

Genişletilmiş Fon Kolaylığı (Extended Fund Facility) : 1974 yılından itibaren IMF tarafından uygulanmakta olan bu kredi türü, ülkelerin uzun dönemli ödemeler dengesi problemi yaşadığı, problemlerin ciddi ve yapısal sorunlardan kaynaklandığı durumlarda uygulanmaktadır. Genişletilmiş fon kolaylığı, süresi üç yıl olan orta vadeli programlara finansman sağlar. Dolayısıyla, bu hesabın kullanılmasında da Fon'un koşulluluk ilkesi geçerlidir. Sorunların yapısal olması nedeniyle çözüm için reformların hayata geçirilmesi ve sonuçların görülmesi uzun zaman alacağı düşünülerek, bu tip kredilerin ödeme süresi 4,5-10 yıl arasında değişmektedir.

Acil Finansman Mekanizması (EFM: Emergency Financing Mechanism) : Fon tarafından, ani olarak ve öngörülemeyen bir biçimde ortaya çıkan ödemeler dengesi problemlerinde üye ülkelere yardımcı olmak için 1962 yılında uygulamaya konmuştur. Bu mekanizma, 1995 yılında kapsam olarak genişletilmiştir. Genişletilmiş şekli ile bu yardımı Fon, bir ülkedeki ekonomik sorunların diğer ülkelere de sıçrama tehlikesi

olduğunda yürürlüğe koymaktadır. Standart bir stand-by'dan farkı, hızlı hareket edilmesi ve yardım miktarının özellikle programın başında yüklü olmasıdır. Bu mekanizma Asya krizi sırasında Tayland, Endonezya ve Kore'de kullanılmıştır. Daha sonra Rusya, Türkiye ve Arjantin de bu yardımdan yararlandırılmıştır.

Ek Rezerv Kolaylığı (SRF: Supplemental Reserve Facility) : IMF'nin 1997 yılında başlattığı bir uygulamadır. Stand-by ve genişletilmiş fon kolaylığı anlaşmaları kapsamında bulunan ülkelere tanınan bir fondur. Ek rezerv kolaylığı, piyasaya olan güvenin kaybolması sonucunda, ülkenin kısa dönemli sermaye çıkışları karşısında düştüğü ödemeler dengesi sorunlarında duyduğu büyük fon ihtiyacını karşılamak için tasarlanmıştır. Hızla azalan döviz rezervlerinin takviyesi için Fon tarafından ek rezerv kolaylığına gidilmektedir. IMF bu kolaylığı, üye ülkelerin finansal piyasalarında güven artırıcı politikaların alınması koşuluyla sağlamaktadır. Bu fonlama türü 1997 yılında Arjantin'de ve Kasım 2000 krizinde de Türkiye'de kullanılmıştır. Bu tip kredilerin geri ödemesinin 1-1,5 yıl içerisinde yapılması beklenmektedir. Ancak bu süre 2-2,5 yıla kadar uzatılabilmektedir.

Olağanüstü Durum Kredisi (CCF: Contingent Credit Lines) : Fon tarafından 1999 yılında geliştirilen bu kredi türü henüz hiç bir üye ülke tarafından kullanılmamıştır. Bu fonlama, güçlü ekonomi politikaları uygulayan üye ülkelerin kısa vadeli olarak IMF finansmanı almalarına olanak sağlayarak, devam etmekte olan uluslararası mali krizin yayılmasını önlemek amacıyla planlanmıştır.

IMF, yukarıda sayılan mali yardımları, ekonomik problemler yaşayan ülkelere kredi olarak verir ve karşılığında bir faiz talep eder. Uygulanan faiz oranı, gelişmiş ülke piyasalarındaki kısa vadeli araçların faizlerinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. IMF bu olanakların dışında, gelir seviyesi düşük ülkelere koşullu ve düşük maliyetli krediler de sağlamaktadır. Özellikle ağır borç yükü altındaki ülkeler için 1987'de Arttırılmış Yapısal Uyum Kolaylığı (ESAF) geliştirilmiştir. Bu yardım mekanizması 1999 yılında, Fakirliği Azaltma ve Büyüme Kolaylığı (PRGF) adı ile yeniden yapılandırılmıştır (Barro ve Lee, 2002, s.8). Öte yandan IMF, bazı ülkelere dış borçlarını ödemeleri için hibe yoluyla destek vermektedir. Fon'un kullandığı bu kredilerin tümü koşulluluk ilkesi çerçevesinde işlemektedir.

Özel Çekme Hakları:

IMF'nin yukarıda değinilen mali operasyonları, ABD doları üzerinden gerçekleşse de bunların hesabı Fon tarafından SDR (Special Drawing Right) -özel çekme hakkı- cinsinden tutulmaktadır. SDR, IMF tarafından 1969 yılında uluslararası likidite talebindeki artışı karşılamak üzere geliştirilen bir uluslararası rezervdir. SDR, hiçbir fiziksel biçimi olmasa da bazen 'kağıt altın' olarak nitelendirilen; Euro, Japon yeni, İngiliz sterlini ve ABD dolarını içeren bir para sepetinin günlük değerine dayanan bir hesap birimidir. 1 Aralık 2006 itibarıyla 1 SDR = 1.51 ABD dolarıdır (IMF-f, 2006).

Özel Çekme Hakları kanalıyla üye ülkelere, IMF'deki normal çekme haklarından ayrı bir dış rezerv sağlanır. Oluşturulan SDR'ler, SDR hesabına giren üyelere, Fon'daki kotaları baz alınarak dağıtılır. SDR'lerin yaratılması en fazla beş yıla kadar uzanan periyotlar içinde yapılır.

SDR'lerin kullanımı kısaca şöyledir: Örneğin Türkiye'nin dolar rezervine ihtiyacı olsun ve bu amaçla SDR'lerini kullanmak istesin. Bunun için elindeki SDR'leri ABD Merkez Bankası'na devretmesi gerekir. Türkiye'nin verdiği SDR'leri alan ABD Merkez Bankası, bunların karşılığı olan dolar tutarını Türkiye'ye transfer etmekle yükümlüdür. Bu işlem dolayısıyla Türkiye, dolar elde ederken aynı zamanda karşı ülkeye IMF aracılığıyla bir faiz ödemesinde bulunur (Seyidoğlu, 2001, ss.577-578).

Normal çekmeler, çeşitli krediler ve Özel Çekme Hakları dışında IMF'nin ana sorumluluklarından bir diğeri, üye ülkelerle, onların ekonomik ve finansal politikalarının ulusal ve uluslararası etkileri üzerine diyalogları sürdürmektir. Bu izleme ve danışma süreci gizli kapaklı olmasa da, gözetim (surveillance) olarak adlandırılır (IMF-g, 2006). Bu gözetim görevini IMF, kuruluş anlaşmasının dördüncü maddesi (Article IV Consultation) gereğince üye ülkelerin ekonomilerini belli aralıklarla (genelde yılda bir) inceleme altına alıp, sorunları belirleyerek yapar. Bu incelemeler üye ülkenin döviz kuru, maliye ve para politikaları ile ödemeler dengesi ve dış borç gelişmeleri üzerine odaklanmaktadır.

Geri satın alma (repurchase) ilkesi :

IMF, borç alacak bir üye ülkeye, diğer ülkelerden elde edilen (en çok kabul edildiği biçimde konvertibl paralar ve SDR'ler gibi) rezerv varlıkları ödünç verir. Borç alan ülke, kendisine tahsis edilen kotalar karşılığında IMF'den rezerv varlıklar satın almak için kendi ulusal parasını kullanır. Borç, ödünç alan tarafından, uluslararası rezerv varlıklar verip, kendi parasını IMF'den geri-satın almak suretiyle ödenir. Muhasebe açısından, bu satınalma ve geri-satınalma mekanizması, IMF'nin finansal yardımcılığının bir sonucu olarak, neden IMF'nin toplam kaynaklarının değil de sadece varlıklarının kompozisyonunun değiştiğini açıklar (IMF-h, 2005).

3.2.2. Bretton Woods Sisteminin Yıkılışı ve IMF'nin Değişen Fonksiyonları:

Bretton Woods sistemi ile IMF'nin kuruluş amaçları ve mali yardım mekanizmasına ilişkin yukarıdaki açıklamalardan sonra bu noktada kısaca sistemin yıkılışına varıncaya kadarki olayların gelişmesi izlenecektir * :

1950'li yıllara kadar ABD, Avrupa ile olan ticaretinde büyük ölçüde fazla vermiş ve Avrupa'nın bunları ödeyebilmesi için almakta olduğu Marshall yardımını genişletmişti. 1950'de Avrupa'nın kendini toparlamaya başlamasıyla, ABD ticaret fazlası azaldı ve ödemeler bilançosu açık vermeye başladı. 1957'ye kadar bu açıklar küçüktü ve Avrupa ülkelerinin kendi rezervlerini oluşturmalarını sağladı. Bu döneme, dolar kıtlığı dönemi adı verilir. 1958'den sonra gittikçe büyüyen ABD dış açıklarının nedenleri, ülkeden sermaye kaçışlarının olağanüstü boyutlardaki artışı, ardından Vietnam savaşı ve dış ticaret fazlasının 1968'de fiilen ortadan kalkışydı.

Olağanüstü ölçüde ve sürekli hale gelen açıklar karşısında ABD dolarının devalüe edileceği beklentisi 1971 yılında dolardan büyük kaçısa neden oldu. Ardından üç Avrupa ülkesinin merkez bankası, dolar rezervlerinin bir bölümünü ABD Merkez Bankası'nda altına çevirmeye kalktığında, ABD 15 Ağustos 1971'de doların altına konvertibilitesini erteledi ve ithalata yüzde 10'luk bir gümrük vergisi koydu.

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Salvatore, 1986, ss.170-173

Bu gelişmeler üzerine Aralık 1971’de Washington’da toplanan Onlar Grubu^{**} üyeleri doların devalüasyonuyla mark ve yenin revalüasyonunu kabul ettiler (Smithsonian Anlaşması). Altının resmi fiyatı ons başına 35 dolardan 38 dolara çıkartıldı ve doların altına konvertibilitesi sürekli olarak kaldırılmış oldu. Smithsonian anlaşmasından sonra ulusal paralar, değişen kurlardan yine dolara bağlandı. Doların devalüasyonuna rağmen ABD’nin dış ödeme açıkları artmaya devam ediyordu. Nihayet 1973 Şubat’ında dolar bir kez daha spekülâtif baskı altına girdi. ABD ve diğer gelişmiş ülkeler doların yeni bir devalüasyonuna razı oldular. Böylece, altının resmi fiyatı ons başına 38 dolardan 42.2 dolara yükseldi. Ancak bu ikinci devalüasyon da dolardan kaçışı durduramadı. Mart ayında dolar spekülasyonu yeniden alevlenince, Avrupa ülkeleri paralarını dolara karşı dalgalanmaya bıraktılar. Böylece 1944’de kurulan Bretton Woods’un sabit kur sistemi 1973 Mart’ında fiilen sona erdi.

ABD’nin güçlü olduğu, doların rezerv para olarak kullanıldığı II. Dünya Savaşı sonrası yıllarda IMF’nin görevi gerçekten yalnızca uluslararası likidite sorunlarını aşmak üzere kısa vadeli destekleme kredileri sağlamak olmuştı. Bretton Woods sisteminin yıkılışından sonra IMF politikaları dünya ekonomisindeki gelişmeler çerçevesinde yeniden şekillenmeye başladı. Bu noktada, Bretton Woods sisteminden sonra dünya ekonomisinde ortaya çıkan gelişmeler ve bunun IMF’nin fonksiyonlarına yansımaları kısaca şöyledir:

1970’li yılların ortalarına kadar en ileri ve en liberal sayılan kapitalist ekonomilerde bile dışa kapalı kapılar, dışa açık kapılardan fazlaydı. Bu koşullar esas olarak 1974’den sonra ve 1981’den itibaren daha da ivme kazanan bir tempoda değişikliğe uğradı. 1973 Ocak ve 1980 Aralık döneminde petrolün varil^{*} fiyatının yaklaşık 3 dolardan 41 dolara kadar fırlaması kaçınılmaz olarak dünya çapında bir ekonomik deprem yarattı. Çünkü petrol her ulusal ekonomi için vazgeçilemez stratejik bir önem taşımaktaydı. Dolayısıyla şok fiyatlar, zaten Bretton Woods sisteminin yıkılması ile zayıflayan dünya çapındaki mali yapıyı daha da bozdu. Öyle ki, bir tarafta büyük bir petrol geliri yığılması, öbür tarafta büyük bir sermaye açığı meydana geldi. Petro-dolar adı verilen, petrol ihraç eden ülkelerin (OPEC) satışlarından elde edilmiş

^{**} ABD, İngiltere, Belçika, Kanada, Fransa, İtalya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Japonya’dan oluşmaktaydı.

^{*} 1 varil=159 litre

gelirler hızla arttı ve bu ülkelerin cari işlem fazlaları yükseldi. Öte yandan, petrol ithal eden ülkelerin cari açıkları da aynı hızda artış göstermiştir. Tablo 2’de yer alan rakamlar bu durumu yansıtmaktadır.

Tablo 2

Petrol İthalatçısı Ülkelerin ve OPEC Ülkelerinin Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)

	1973	1974-1978	1979-1981
Cari İşlemler Dengesi			
OECD ülkeleri	+9.5	-54	-126
Az gelişmiş ülkeler	-7.0	-130	-182
OPEC ülkeleri	-8.0	+137.1	+236

Kaynak:*Güvenç,1998*

1974 ve 1979 yıllarında yaşanan iki petrol şoku ile birlikte dünya ekonomileri enflasyon ve işsizliğin birlikte görüldüğü bir durgunluk dönemine girdiler. Sanayileşmiş ülkeler bu durgunluk döneminde az gelişmiş ülkelere sattıkları ürünlerin fiyatlarını arttırarak bir şekilde enflasyonu bu ülkelere ihraç ettiler. Az gelişmiş ülkeler ise, zorunlu ithalatlarını gerçekleştirmek için, artan petrol fiyatları nedeniyle yüksek miktarlarda dolara ihtiyaç duymaya başladılar. İhtiyaç duyulan parayı bulamayınca gelişmiş ülkelerden satın aldıkları son ve ara malların ülkelerine girişi durma noktasına geldi.

Bu çıkmazdan kurtulabilmek için çözüm şu şekilde bulunmuştur: OPEC ülkelerinin çoğu az gelişmiş ülkeler olduğu için ellerinde biriken muazzam sermaye fazlasını rantabl biçimde değerlendiremiyorlardı. Bunun için en uygun yol batılı ülkelere finansal yatırım yapmaktı. Öte yandan, o yıllarda Üçüncü Dünya denen az gelişmiş ülkelerin sermayeye, gelişmiş ülkelerin de ihracata acil gereksinimleri vardı. O halde, ellerinde sermaye fazlası olan petrol ihracatçısı ülkeler ileri ülkelerin bankalarına paralarını transfer ederek faiz gelirleri elde edecekler; bu bankalar topladıkları sermayeyi Üçüncü Dünya ülkelerine borç olarak verecekler; onlar da bu borçla

ithalatlarını karşılayacaklardı. Tek sorun, uluslararası mali sistemin iletişim kanallarının mevzuatlar yüzünden tıkalı oluşuydu. Bankacılık sistemi ileri kapitalist ülkelerde bile günümüz ölçütlerine göre geri bir düzeydeydi. Sermayenin dolaşımının önündeki engellerin kaldırılması için öncelikle ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya’da, daha sonra da ağır petrol faturaları ve ciddi sermaye kıtlığı karşısında dış borç alma gereksinimi duyan pek çok azgelişmiş ülkede bankacılık sisteminin, para ve kambiyo sisteminin serbestleştirilmesine (liberalizasyon) ve mevzuatın ayıklanmasına (deregülasyon) başlandı. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başladığı ve bunun bilgi-işlem ve iletişim teknolojisinde yapılan büyük gelişmelerle desteklendiği bu süreçte globalleşme ya da küreselleşme adı verildi*. Küreselleşen dünyada bilgisayarların birkaç tuşuna basarak dünyanın bir ucundaki banka şubesinden öbür ucundaki şubesine fonlar saniyelerle ifade edilebilecek sürelerde transfer edilmeye başladı.

Bu süreçte, Batılı bankaların elde ettiği petro-dolarlar, büyük bir sermaye darlığına düşen azgelişmiş ülkelere özel bankalar kanalıyla borç olarak akıtılıyordu. IMF de bu süreçte etkin bir rol üstleniyordu. Çünkü, azgelişmiş ülkeler borçlarını ödeyemez duruma düştüklerinde, bunlara IMF tarafından uygulanılacak programlar, borç verenler açısından bir güvence yaratıyordu. IMF’nin azgelişmiş ülkeler için öngördüğü yeni programlar, sermayenin uluslararasılaşmasının gereklerine uygun bir biçimde, konvertibiliteye geçiş ve finansal serbestleşme unsurlarını içeriyordu (Meltzer, 2004, s.108).

Bu aşamada, IMF’nin bu yeni ve geçmişteki fonksiyonları arasında şöyle bir karşılaştırma yapılabilir: Bretton Woods sistemi işlerken IMF, gelişmiş ülkelerin kendi aralarındaki parasal mekanizmanın koordinasyonu ve danışmanlığını yürütmüştü. IMF’nin parasal konularda yarattığı geniş sayılabilecek forum, söz konusu ilişkileri ikili görüşmelerle çözmeye çalışmaktan daha başarılı olmuştu. Özellikle 1970’li yılların ikinci yarısından itibaren artan spekülasyon sermaye hareketleri ile birlikte paritelerin piyasalar tarafından belirlenmesi, IMF’nin en önemli danışma işlevini yitirmesine yolaçmıştır. Sanayileşmiş ülkeler arasında IMF destekli istikrar programı uygulayan son ülkeler; 1977 yılında İtalya ve İngiltere’dir. Her iki ülke, ilk petrol şokundan sonra

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Güvenç, 1998, ss. 54-59

ödemeler dengesi sorunları ile ve bunun sonucunda da ulusal paralarına karşı çeşitli baskılarla karşılaşmıştı. IMF'nin sanayileşmiş ülkelerin ödemeler dengesi sorunları ile ilgisi bu tarihten sonra genelde kesildi. Fon'un finansal desteğinin odağı bundan sonra azgelişmiş ülkelerin üzerine kaydı (IMF-d, 2006, s.8). Böylece IMF, gelişmiş ülkelerin de içinde bulunduğu uluslararası parasal danışmanlık görevini bırakıp azgelişmiş ülkeler için kriz yöneticisi ve finansör rolüne geçmiş oldu (Barro ve Lee, 2002, s.7).

Öte yandan, değişen bu rolle birlikte Fon'un uygulattığı programların içeriği de değişti. 1980'li yıllara kadar IMF, kredilerini kullanırmak için ağırlıklı olarak kısa vadeli geleneksel talep kısıcı makroekonomik düzenlemelerin uygulanması koşulunu ileri sürmekteydi. Genel olarak ödemeler dengesizliklerini giderici döviz kuru ayarlamaları ile harcamaları daraltıcı sıkı para ve maliye politikalarını içeren programlar küreselleşme süreci ile birlikte kapsamca genişledi. 1980'lerle beraber, ABD'de Reagan ve İngiltere'de Thatcher iktidarları tarafından takip edilen neoliberal politikalar bu iki kuruluşun da ideolojisini aynı yönde etkilemiştir. Bu tarihten itibaren, dış ticaret ve finansal serbestleşmede mevzuata yönelik, özelleştirme ile yabancı sermaye akışını teşvik eden yapısal uyum programları ile tüketime yönelik politikalar gözdedir.

3.2.3. IMF Destekli İstikrar Programlarının Özellikleri

IMF sürdürülemeyen dış açıkların sürdürülebilir hale gelmesi için dış destek sağlamaktadır. Dış desteği sağlarken de bazı politikaların uygulanmasını istemektedir. Uygulanan politikaların esası, “ülkelerin bozulan makroekonomik dengelerini yeniden kurmak” ilkesine dayanmaktadır.

IMF'nin stand-by düzenlemelerinde yer alan performans kriterleri ülkeden ülkeye değişiklik gösterse de, hemen hemen bütün program düzenlemeleri Eshag'ın da belirttiği gibi iki önemli özellik taşımaktadır: Toplam talebin kısılması ve piyasa mekanizmasının geliştirilmesi (1989, s.298). Toplam talepteki düşüşlerin sağlanması için daraltıcı mali ve parasal ölçütler getirilirken, piyasa mekanizmasının geliştirilmesi içinse ülke içinde ve ülke dışındaki ekonomik işlemlerde hükümet engellemelerinin en aza indirgenmesi yoluyla piyasa güçlerinin serbest hareketleri sağlanmaya çalışılmaktadır. Düzenlenen istikrar programlarında, tüketici ve üretici teşvikleri gibi piyasa ekonomisinin özüne ters fiyat kontrolleri caydırılmaktadır. Uluslararası işlemler

için de IMF, kota uygulamaları gibi ticareti sınırlayan düzenlemeleri yürürlükten kaldırmaktadır. Bu yönüyle Fon'un uygulattığı istikrar programları 19. yüzyılın laissez-faire felsefesinin kalıntılarını taşımaktadır. (Eshag, 1989, s. 301).

Böylece genel bir karakteristiği çizilen IMF destekli istikrar programları sorunlu ülkelere genelde* ortodoks çözümler önermektedir. Temel hedef, açığa neden olduğu düşünülen talebi düşürmektir. Bu yaklaşım doğrultusundaki istikrar tedbirlerinin içerisinde yer alan dört standart politika, IMF programlarını uygulayan ülkelere sunulmaktadır. Bu standart politikalar şunlardır:

i) Enflasyonun düşürülmesi için para arzının artış hızı yavaşlatılmalı, Merkez Bankasının hükümete ve kamu kurumlarına açtığı krediler kısıtlanmalıdır. Diğer bir deyişle sıkı para politikası uygulanmalıdır.

ii) Dış ödemeler açığının kapatılması için ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değeri bir defada veya yavaş yavaş kaybettirilmelidir; yani devalüasyon yapılmalıdır.

iii) Dış ticaret, sermaye hareketleri ve iç fiyatlar üzerindeki kontroller kaldırılmak suretiyle ekonomik serbestleşmeye gidilmelidir.

iv) Kamu kesimi açıkları ve borç stokunun azaltılması için kamu harcamaları azaltılırken, gelirler yani vergiler arttırılmalı ve faiz dışı fazla verilmelidir; yani daraltıcı maliye politikası uygulanmalıdır.

IMF programlarının en çok tartışmaya neden olan noktalarından biri, dış dengenin her zaman iç kredi genişlemesi sonucu bozulduğu görüşüdür. IMF'ye göre tek çözüm iç kredilerin kısıtlanması ve böylelikle toplam talebin baskı altına alınmasıdır. IMF'nin bu görüşü, sabit kur sistemi altında ödemeler dengesine parasalcı (monetarist) yaklaşımın izlerini taşımaktadır. Parasalcı görüş bu analizde, para piyasasındaki gelişmeler ile ödemeler dengesi gelişmeleri arasında bir ilişki kurmaktadır. Parasalcı

* Hiperenflasyonun yaşandığı ülkelerde IMF, ücret ve fiyat kontrollerini içeren heteredoks çözümlere de başvurabilmektedir.

yaklaşımına göre, bir dış ödemeler açığı ya da fazlası para arzı ile para talebi arasındaki dengesizliklerin sonucudur*.

Nominal para talebini M_d , nominal para arzını M_s , fiyatlar genel düzeyini P , ekonomideki reel gelir düzeyini y ve geçerli faiz oranını da r ile göstererek; başlangıçta para piyasasında reel para arzının reel para talebine eşit olduğu, yani para piyasasının dengede olduğunu belirten eşitlik şöyle ifade edilir.

$$M_s / P = M_d / P = L(r, y) \quad (i)$$

Bu eşitliğe göre elde tutulmak istenen reel para miktarının belirleyicileri; faiz oranı ve reel gelir düzeyidir. Ekonomideki para arzı ise merkez bankası tarafından belirlenir. Merkez Bankası Bilançosunda pasifte yer alan ve bankanın yükümlülüğü olan emisyon, aktifte yer alan altın ve döviz rezervleri, menkul değerler ile kamu ve bankacılık kesimine açılan krediler karşılığında değişmektedir.* Bu analizde, merkez bankasının parasal tabanının yurtdışı ögesi, yani ödemeler dengesi fazlası ya da açığına göre artan ya da azalan döviz rezervleri F^* ile, yine parasal tabanın yurtiçi ögesi yani yurtiçinde kullandırılan krediler de A ile gösterildiğinde (merkez bankasının menkul değer alışları karşılığı piyasaya sürdüğü parayı da bunun içine katıyoruz) ve μ de para çarpanını temsil ettiğinde, ülkedeki para arzı;

$$M_s = \mu (F^* + A) \quad (ii)$$

eşitliğine dayanacaktır.

(i) ve (ii) numaralı eşitlikler birleştirilerek, para arzının yurtdışı ögesi yani merkez bankasının döviz rezervleri şöyle yazılabilir:

$$F^* = (1/\mu) P \cdot L(r, y) - A \quad (iii)$$

Eğer para çarpanı μ nün sabit olduğu varsayılırsa, merkez bankasının döviz rezervlerindeki yani ödemeler dengesindeki değişim;

$$\Delta F^* = (1/\mu) \cdot \Delta [P \cdot L(r, y)] - \Delta A \quad (iv)$$

ile gösterilebilir.

* Ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım analizinin açıklanmasında, Krugman ve Obstfeld, 1997, ss.527-528'den yararlanılmıştır.

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Ertop, 2006, ss.201-219.

Son eşitlik ödemeler dengesine parasalcı yaklaşımı özetlemektedir. Eşitliğin sağ tarafındaki ilk terim, nominal para talebindeki değişikliği yansıtmaktadır. Buna göre, para talebinde ortaya çıkacak bir artış ülkenin döviz rezervlerinde, dolayısıyla ödemeler dengesinde bir fazlalığa neden olacaktır. ($\Delta F^* > 0$ durumu). Sonuçta para piyasasındaki denge koşulundan hareketle, para talebindeki artışa eşlik eden bir para arzı artışını gündeme getirecektir.

(iv) numaralı eşitliğin sağ tarafındaki son terim de para piyasasındaki arz unsurlarını yansıtmaktadır. Yurtiçi kredilerdeki bir artış (ii) numaralı eşitliğe dayanarak, elde tutulmak istenen para miktarına göre para arzının artmasına yol açar. Böylece ödemeler dengesi açık vermek zorunda kalır. ($\Delta F^* < 0$ durumu). Zira, talep edilen paranın üzerindeki bu paralarla ya mal ve hizmet satın alınacak ya da finansal varlıklara yatırım yapılacaktır. Mal ve hizmetlere yapılan harcamaların artması ithalatın da artmasına, yabancı menkul değerlere yapılacak olası finansal yatırımlar da sermaye çıkışına neden olacaktır. Bu durum, ülkenin döviz kaybına uğramasına yol açacak; eğer çıkış noktasında ödemeler bilançosunun dengede olduğu varsayılırsa, cari işlemlerden ve sermaye hareketlerinden gelen bu etkilerle bir dış ödeme açığı ortaya çıkacaktır.

Sonuç olarak, parasalcı yaklaşıma göre, ödemeler dengesi problemleri doğrudan para piyasasındaki dengesizliklerden kaynaklanmaktadır ve bunların para politikası yoluyla çözümlenmesi daha uygundur. Ancak, parasalcı yaklaşıma dayanan ödemeler dengesi analizinin olası yanlış politikalar izlenmesine yol açacağını gösteren pek çok gerçekçi durum vardır. Örneğin, yurtiçi ürünlerin yurtdışı talebinde geçici bir düşüş olsun. Bu değişim cari işlemlerde ve dolayısıyla ödemeler dengesinde bir olumsuzluğa neden olacak; büyük bir olasılıkla ekonominin istihdam düzeyini de negatif yönde etkileyecektir. Geçici bir genişletici maliye politikası ile -örneğin ihracata yönelik üretime uygulanan vergi oranlarında bir düşüş yoluyla- bu etkiler giderilebilecek iken; parasalcı yaklaşımın bu analizi kullanılarak, dış açığın ülkedeki çıktı ve dolayısıyla para talebinin düşmesi sonucu oluştuğu ve bu durumdan çıkış için de iç kredilerde bir küçültme operasyonunun en iyi tepki olacağı düşünülecektir. Bu düşünce yanlıştır; çünkü merkez bankası, dış ödeme açığını kapatmak üzere yurtiçi kredileri sınırlamaya mecbur edilirse, ihracattaki düşüş yüzünden artan işsizlik, böyle bir uygulamayla daha da artacaktır.

Sonuç olarak bu analiz, IMF'nin, dış ödemeler sorunu olan ülkelere parasalci perspektifle uygulattığı istikrar programlarının makro dengeleri dip noktalarda kurmayı amaçladığına işaret etmektedir. Talep kısma ve dolayısıyla büyümeyi düşürmeye yönelik, sıkı para ve maliye politikalarından oluşan istikrar programları IMF tarafından ülkelere standart olarak sunulmaktadır. Günümüzde IMF'nin, ülkelerin yapısal ve sosyo-ekonomik özelliklerini yeterince dikkate almadığı artık açıkça dile getirilmektedir. Dikkate değer bir nokta, özellikle ekonomisini IMF ile bütünleştiren ABD gibi ülkelerde uygulanan ekonomi politikalarının IMF'nin az gelişmiş ülkelere uygulattıklarının tam tersi yönde olduğudur. Princeton Üniversitesi profesörlerinden Paul Krugman, The New York Times gazetesinde 18 Temmuz 2001 tarihinde 'Other People's Money' başlığı ile yayımlanan yazısında bu konuya şöyle yaklaşmaktadır:

“... ABD her krizden talebi kamçılıyarak, üretimi ve istihdamı artırarak çıkmaktadır. Halbuki başka ülkeler krize girdiğinde ABD çevreleri, ABD ile ilişkili uluslararası kuruluşlar (burada özellikle IMF'ye vurgu yapılıyor), bankalar tam ters yönde politikalar tavsiye etmektedirler. Kamu harcamalarının azaltılması, vergilerin artırılması, tüketimin kısılması için faizlerin yükseltilmesi gibi.... Bu açıdan bakıldığında ABD tam anlamıyla Keynesçi politikalar izlemektedir; işler yavaşladığında FED (ABD Merkez Bankası) tüketici talebi artırılsın, yatırımlar ve istihdam genişlesin diye faizleri düşürüyor, hükümet de harcamalarını genişletiyor. Kimse bunun karşıtı bir politikayı savunmuyor. Ancak, Japonya'daki, Arjantin'deki ve diğer ülkelerdeki krizleri önlemek için ABD, harcamaların kısılmasını, ekonominin küçülerek dengeye getirilmesini öneriyor. Neden ABD ekonomisi için yararlı görülenler, Japonya gibi büyük, Arjantin gibi küçük ekonomiler için de iyi olmasın? Niçin onlara tam tersi politikalar içeren sıkı elbiseler giydirilme gayreti içine girilsin?...” (Krugman, 2001a).

IMF programlarını uygulayan ülkelerde ekonomik büyüme gerçekleştirmeleri de ister istemez bu daraltıcı politikalardan etkilenmektedir. Bu sebeple, bu programların yatırım ve büyüme üzerine etkileri konusunda yapılan pek çok çalışma vardır. Örneğin Little vd., (1994), IMF'nin uygulattığı istikrar programlarını, büyümeyi hiç tasarlamadığı için eleştirmektedir. Hutchison (2001), 1975-97 döneminde 461 adet IMF programı uygulamış ve toplam 160 krizle karşı karşıya kalmış 67 az gelişmiş ülke ekonomilerini içine alan çift boyutlu veri (panel data) setini kullanarak yaptığı

çalışmada, krizleri takip eden 1-2 yıl içerisinde ekonomilerin önemli küçülmeler yaşadığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, sürdürülen programlar süresince büyüme oranları önceki yıllara göre yıllık ortalama yüzde 0.7 düşüş göstermektedir. Stiglitz (2000a) ise, Güneydoğu Asya'nın beş ülkesinin milli gelirlerinin 1999'da, yani ekonomik krizden iki yıl sonra, kriz öncesi 10 yılın ortalama büyüme trendi sürdürülebilmiş olsaydı, bunun yüzde 17 altında kalmış olduğunu vurgulamaktadır. Bu ülkelerin IMF programları uygularken böyle sonuçlarla karşı karşıya kaldığı dikkate alındığında, bu politikaların resesyonları daha da derinleştirdiği ve süresini uzattığı söylenebilir. Yine Stiglitz, IMF politikalarına boyun eğen Asya'nın kriz ülkeleri, 1998 yılında ortalama yüzde 8.2 küçülürken, kriz süresince ve sonrasında IMF programı uygulamayan ve sermaye akımlarını kontrol eden Çin'in 1998 yılında yüzde 7.8 ve Hindistan'ın da yüzde 5.2 büyüdüğünü belirtmektedir (Stiglitz, 2000a). Bir başka çalışmasında Stiglitz, Dünya Bankası'nda görevli iken, Asya krizi sonrasında özellikle Endonezya'da daraltıcı politikalar uygulamanın çok yanlış sonuçlar verebileceği konusunda uyarılarda bulunduğunu, ancak bunların hiçbirinin dikkate alınmadığını vurgulamaktadır. IMF politikalarının ABD'nin öncelikleri ile saptandığını belirten Stiglitz, "global ekonomik istikrarın geliştirilmesi için Keynes tarafından yaratılan bu kuruluşun daha çok global istikrarsızlığı geliştirdiğini" savunmaktadır (Stiglitz, 2001).

Barro ve Lee (2002), 1975-99 dönemini ve 130 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, IMF kredilerinin, bu ülkelerin büyüme gibi ekonomik performansları gözönünde bulundurulmadan, sadece Fon içinde söz sahibi olan ABD, Fransa, Almanya ve İngiltere gibi ülkelere siyasi ve ekonomik yakınlıkları dikkate alınarak dağıtıldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ekonomik çıkmaz içine giren ülkelere daraltıcı politikalar öneren IMF'nin standart reçeteleri genelde başarısızlık, kaos ve sosyal patlamalarla sonuçlanmaktadır. Son yıllarda IMF adı nedense hep finansal krizlerle beraber anılmaktadır. Kriz çıkıyor ve IMF hemen devreye giriyor; ya da Türkiye'de 2000 yılında olduğu gibi kriz ortamı yok iken uygulanan IMF reçetesi krizle sonuçlanıyor. Dolayısıyla, IMF'nin azgelişmiş ülkelere dayattığı finansal serbestleşmenin uygunluğunun gerçek anlamda muhasebesini yapabilmek, krizlerin muhasebesinin yapılmasını gerektirmektedir.

3.3. Finansal Krizler ve IMF'nin Tavrı

3.3.1. Finans Piyasalarında Kriz Oluşumu*

Finansal kriz, ekonomideki banka ve şirketlerin büyük bir kısmının batmaya başladığı ya da batacağından korkulduğu andır. Bir işletme ya da banka, yükümlülükleri varlıklarını aştığı anda müflis duruma düşmüştür. Finansal kriz başladığında, bankalar mevcut işletmelere ilave borç (kredi) kullanırmaya isteksizdirler. Çünkü, belki de söz konusu işletme çoktan batmış durumdadır ve iflasını gizlemektedir. Eğer banka kredi verirse, bu para işletmenin ilk alacaklılarına gidecek ve bankaya hiçbir zaman geri dönmeyecektir. Öte yandan, mevcut işletmeler talep ettikleri kredileri yatırım projelerinde kullanmada gönülsüzdürler. Çünkü bazı bankalar aniden kredilerini geri çağırabileceklerdir.

Finansal krizlerde, banka ve işletmelerin bilançolarında oluşan uyumsuzluklar büyük önem taşımaktadır. Bilançolarda gözlenen aktif-pasif dengesizliklerinin en önemli nedeni parasal uyumsuzluk (currency mismatch) tur. Spekülatif sermaye hareketlerinin başrol oyuncularını spekülatörler için bir finansal piyasadan çıkış, bu piyasaya karşı güvensizliğin ortaya çıkması ile başlar. Para spekülatörünün güveninde çöküş, ekonominin bankaları ve çalışan firmaları geniş ölçekli bir parasal uyumsuzluktan rahatsız olduğunda bir finansal krize dönüşür.

Bir ekonomi parasal uyumsuzluğa, bankaları ve işletmeleri varlıklarını yerli para ile fakat yükümlülüklerini yabancı para cinsinden belirlediklerinde düşmektedir. Döviz kurlarında ani bir yükseliş olduğunda, eski kurda gayet sağlıklı çalışır gözükten banka ve işletmeler yeni kurda sağlıklı ve batık duruma gelmekte ve böylece geniş ölçekli bir finansal kriz başlamaktadır.

Örneğin, finansal kriz öncesinde bir bankanın bilançosu basitleştirilmiş olarak aşağıdaki gibi olsun:

* Ayrıntılı bilgi için bakınız DeLong, 2001.

Varlıklar	Yükümlülükler	
Krediler: 100 TL	Mevduat	60 TL
	Borçlar	20 \$
	Sermaye	20 TL

Bu bankanın varlıklarının tümü TL cinsinden tutulmuşken, yükümlülüklerinin bir kısmı TL, bir kısmı da dolar cinsindendir. Zira, sermaye hareketlerinin serbest olması bankaları yurtdışından kısa vadeli borçlanmaya teşvik edecektir. Bu yüzden söz konusu bankanın bilanço yapısında bir parasal uyumsuzluktan söz edilebilir. Şimdi bu yapının nasıl oluştuğu bilançodaki rakamlara dayanan bazı varsayımlarla açıklanacaktır.

1\$ = 1TL iken bu banka yurtdışından kısa vadeli, sözgelimi 3 aylık, 20\$ tutarında bir kredi almış ve bunu Merkez Bankasına satıp karşılığında 20 TL'si elde etmiş olsun. Bu banka elindeki 20 TL'yi işletme ve tüketicilere varsayalım ki ortalama 1 yıllık vade ile kredi olarak kullandırsın.

Şimdi TL'ye spekülative atakların başladığı ve Merkez Bankası'nın bu saldırılara karşı koymak için döviz rezervlerini tüketme noktasına geldiği ancak - bütün finansal krizlerde olduğu gibi - başarısız olduğu kabul edilsin. Sonuçta dolar kuru 1TL'den 2 TL'ye yükselmiş olsun. Döviz kurundaki artış, TL cinsinden varlıklarda bir değişme meydana getirmezken, yükümlülüklerin TL cinsinden değerini arttıracaktır. Yani bankanın varlıkları yine 100 TL, ancak yükümlülükleri bundan sonra 100 TL değil, $60 + 2 \cdot 20 + 20 = 120$ TL'dir. Uluslararası bankalar, ülke içindeki finansal krizin tüm banka ve işletmeler kesimine yayılması korkusuyla, verdikleri kredileri yenilemeye isteksiz davranıp, geri ödenmesi talebinde bulunacaklardır. Fakat alınan üç ay vadeli yurtdışı krediler, banka tarafından yurtiçinde ortalama 1 yıl vade ile kullanıldığından vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) sorunu kendini gösterecektir. İşletme ve tüketicilere kullandırılan krediler geri çağrılacak; ancak bunların ödenmesi mümkün

olmayacaktır. Banka, yurtiçinde başka kredi kullanırmamak için kredi faizlerini yükseltecektir. Böylece kriz, ekonomideki tüm birimleri etkisi altına almaya başlayacaktır. Söz konusu banka bir şekilde dış yükümlülüğünü yerine getirmek için her 1\$'lık borcuna karşılık 1 TL yerine bu defa 2 TL verip dolar almak zorunda kalacaktır. Sonuçta, bankanın mali kayıpları oluşacaktır. Eğer kayıplar yeteri kadar geniş ise, bu banka iflas edecektir.

İlk aşamada bir veya birkaç bankanın iflası ile başlayan süreç ardından tüm bankacılık sistemini ve işletmeleri içine alacak ve kriz yayılacaktır. Çünkü, benzeri durumlara düşen ya da düşmeyen bankalar hakkındaki spekülasyonlar nedeniyle sistemden mevduat çekişleri hızlanacaktır. Zira, böyle bankalara mevduat yatıran müşteriler ve kredi kullandıran yabancı veya yerli bankalar olmayacaktır. Bu bankalar mevduat toplayamadığından yatırım kredileri de dağıtamayacaklardır. Bu koşullarda tüm bankacılık fonksiyonlarını yitirmiş olmaktadır. Öte yandan, finansal serbestleşme hareketlerinin neden olduğu uluslararası boyuttaki finans bağımlılığından dolayı bu finansal kriz, diğer ülkelere de yayılabilecektir. Bu özellik, finansal krizlerin bulaşma ya da yayılma (contagion) etkisi* olarak adlandırılmaktadır. Aşağıda incelenecek finansal krizler de parasal uyumsuzlukların ve yayılma etkisinin izlerini taşımaktadır.

3.3.2. Meksika Krizleri

1970'lerin sonunda Meksika, ulusal para birimi pezoyu dolara karşı, 1 dolar getirene 23 pezo verecek ya da tersi biçimde sabitlemişti. 1977-80 yılları arasında bu pariteden işlem gören pezo, zamanla ülke içinde uygulanan para politikası ile kur politikası arasındaki uyumsuzluğun etkisi altında kaldı. Meksika, parasını dolara sabitlerken, uyguladığı para politikası, para stokunun ABD'ninkinden daha hızlı genişlemesine yol açtı. Meksika para arzındaki aşırı genişleme, geniş bütçe açıklarını merkez bankasının emisyon yoluyla karşılaması sonucu oluşmuştu. Bütçe açıklarının parasal genişleme ile finanse edilmesi 1979-81 yılları arasında ortalama yüzde 30'luk fiyat artışlarına neden olurken, ABD'deki fiyat artışları bunun çok gerisinde kalıyordu. Ülkeden sermaye kaçışları hızlanmış, pezonun devalüe edilmesini gerektiren şartlar çoktan oluşmuştu. 5 Şubat 1982 günü Meksika Başkanı Lopez Portillo pezoyu sonuna

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Calvo ve Mendoza, (2000)

kadar savunacağını açıkladı. 19 Şubat günü bu gayretlerin boşa gittiği ve pezonun dolara karşı %29 devalüe edildiği görüldü (Roubini, 1996).

Yine de, Temmuz 1982’de Meksika’nın ihraç ettiği hazine bonolarının getirisi, Dünya Bankası gibi güvenilir kuruluşların çıkarttığı bonoların getirisinin bile altındaydı. Bu durum, o tarihte uluslararası yatırımcılar açısından Meksika’nın ülke riskinin oldukça düşük olduğuna yorumlanabilir. Ancak bir ay sonra, 12 Ağustos 1982’de Meksika Merkez Bankası, döviz rezervlerinin tümünün tükendiğini ve dış borç yükümlülüklerini karşılayamayacağını yabancı finans kuruluşlarına duyurdu (Krugman, 2001b, s.42). Bu borç yükü 80 milyar doların üzerine çıkmış ve Meksika’yı Brezilya’dan sonra dünyanın en ağır borçlu azgelişmiş ülkesi durumuna getirmişti. Birkaç ay içinde, bankalar borç vermeyi durdurup geri ödeme talep ettikçe kriz Latin Amerika’nın çoğu yerine ve ötesine yayıldı. 88 milyar dolara ulaşan borç yükü ile Brezilya, 40 milyar dolara ulaşan dış borçları ile Arjantin gibi ülkeler de kendilerini borçlarını ödeyemez halde buldular.

1982 borç paniği, bireysel mevduat sahiplerinin bankalardan mevduatlarını çekmeye yeltenmesiyle şiddetlendi. Herbir mevduat sahibinin bankalara yüklenmesiyle bankalar kapanmaya zorlandı ve hiçkimse parasını çekme başarısını gösteremedi. Uluslararası bankalar krize giren Latin Amerika ülkelerindeki açılımlarını kapatmak istediler. Fakat, uluslararası politika yapıcılar böyle bir girişimin krizi küresel yayılmalara götürebileceği endişesiyle yeni ödünç mekanizmaları geliştirmeye çabaladılar. En büyük alacaklı bankalar ve hükümet yetkilileri arasında, en büyük alacaklı ülke olan ABD önderliğinde bir danışma kurulu oluşturuldu. Bu kurulda kredi geri ödemeleri yeni bir takvime bağlandı. Borçlar ertelenirken, Meksika aynı zamanda IMF ile bir makroekonomik istikrar programı üzerinde anlaştı. Programın finans ayağında, ulusal finans piyasasında kuralsızlaştırma (deregülasyon) adımları atıldı. Meksika dış ticaretinin radikal biçimde serbestleştirilmesi için gümrük tarifeleri indirildi. Hükümet, devletin sahip olduğu birçok işletmeyi satmaya başladı. Özel sektör borçları -bankacılık sektörünün kamulaştırılması gibi- güçlü kamu müdahaleleriyle kamulaştırıldı. Benzer uygulamalar Arjantin ve Şili gibi Latin Amerika ülkelerinde de yapıldı (Frenkel, 1998). “Meksika’da uygulanan daraltıcı politikalar sonunda 1986’ya gelindiğinde, reel ücretler erimiş, kişi başına reel gelir kriz öncesi düzeyinden yüzde 10

geriye düşmüştü.” (Krugman, 2001b, s,43). Uygulanan istikrar programına rağmen Meksika’da işler yolunda gitmemiş ve büyüyen dış ödemeler açıkları nedeniyle dış borç stoku giderek kabarmıştı.

1988 yılında, kur (dolar) çapasına dayalı ve IMF destekli yeni bir istikrar politikası devreye sokuldu. Türkiye’nin 2000 yılında uyguladığı istikrar programı ile benzerlikler gösteren bu programda pezonun dolara karşı aşınması enflasyonun altında tutuluyordu. 1991’e kadar sürdürülecek olan bu kur politikasının bu tarihten itibaren gevşetilmesi ve bant sistemine geçilmesi öngörülüyordu. Bu arada, 1989 Mart ayında aralarında Meksika’nın da bulunduğu birçok azgelişmiş ülke için ABD Hazine Bakanı Nicholas Brady yönetiminde yeni bir borç planı oluşturuldu. Bu planla, uluslararası bankalara, boçlu ülkelere krediler konusunda bazı kolaylıklar sağlamaları için baskı konmaktaydı. İleride ödenecek borçların büyük bir kısmı daha küçük bir itibari değere sahip “Brady bonoları” ile değiştirildi (Krugman ve Obstfeld, 1997, s.705).

Aynı süreçte bölgenin diğer ülkelerinde Meksika’dan az ya da çok, farklı döviz kuru sistemleri uygulanıyordu. Arjantin de sabit kur sistemini seçmişti ama daha farklı bir kurgusu olan Para Kurulunu uyguluyordu. Arjantin de Meksika gibi sermaye hesabını tamamen deregüle etmişti. Öte yandan, Kolombiya, Şili ve Brezilya (1994’e kadar) gerçekçi kur politikaları uygularken; bunlardan Kolombiya ve Şili dalgalı bant sistemini benimsemiş ve sermaye hareketleri üzerine farklı vergi düzenlemeleri koymuştu (Frenkel, 1998).

Meksika’nın dış borçları, Brady planı ile yüzde 12 oranında bir düşüş sergiledi. Borçlarda mütevazı da olsa gerçekleşen bu düşüş ve sabit kur sisteminin verdiği güvence nedeniyle Meksika’ya sıcak para girişleri artıyordu (Krugman ve Obstfeld, 1997, s.706). Aslında Latin ülkelerinin tümüne sıcak para oluk oluk akıyordu. Finans sermayesi para kazanacak liman olarak bu kez bu bölgeye demirlemişti. 1991-93 yılları arasında bölgeye 166 milyar dolara varan net sıcak para girişleri yaşandı. Bölge ülkelerinin cari açıklarının toplamı aynı süreçte 98 milyar dolardı. Böylece her Latin Amerika ülkesi için net girişler cari açıklardan yüksekti ve hepsi rezerv artışı yaşıyorlardı. Toplam girişlerin 75 milyar dolarlık kısmı Meksika’yı seçmişti. Meksika Merkez Bankası’nın döviz rezervleri 1990’da 9.4 milyar dolardan 1993’de 25.7 milyar dolara kadar yükseldi (Frenkel, 1998).

Meksika’da uygulanan programla enflasyon düşüyordu; fakat enflasyonun yavaşlaması döviz kurundaki istikrarın gerisinde kalmıştı. Böylece pezo devamlı değer kazanıyordu. Bu nedenle de ülkenin dış ticaretteki rekabet gücü sürekli olarak düşüyordu. 1990’da 7.5 milyar dolar olan cari açık, 1994’de 29.5 milyar dolara ulaşarak GSMH’nın yüzde 7’si gibi tehlikeli bir orana yükseldi. Arjantin de Meksika düzeyinde olmasa da sürekli artan cari açıklarla karşı karşıyaydı. 1991-94 döneminde Arjantin’in ihracatı yıllık ortalama yüzde 5.5 artarken, ithalatı yıllık ortalama yüzde 55.6’lık bir artış sergiliyordu. Meksika ve Arjantin’de dış borç/ ihracat oranı 1994 yılında 1993’e göre yüzde 20 oranında artmıştı (Frenkel, 1998).

Bu göstergelerden de anlaşıldığı gibi 1994 yılı itibarıyla, Meksika ve Arjantin dış kırılganlığın en yüksek olduğu Latin ülkeleriydi. Bu durum her iki ülkenin de finansal piyasalardaki görünümüne yansımaya başladı. Şubat ayında ABD’nin faiz oranlarını yükseltmesinin de etkisiyle sıcak para girişleri bu ülkelerden ABD’ye doğru yön değiştirdi. Yabancı sermaye çıkışları artmaya ve her iki ülkenin döviz rezervleri hızla azalmaya başladı. 1994 yılı içinde Meksika’yı terkeden sıcak para miktarı 20 milyar dolara ulaştı (Frenkel, 1998). Meksika hükümeti dolara endeksli “tesobono”ların itfasını gerçekleştiremeyince kritik bir sürece girildi. Piyasalar artık devalüasyonun kokusunu iyice almıştı; ama Meksika yetkilileri bunu inkar ediyor ve herşeyin yolunda gittiğini söylüyorlardı. Meksika ve Arjantin’den sıcak para çıkışları gittikçe hızlanıyor ve döviz rezervleri tükenme noktasına geliyordu. Bunun karşısında Meksika boyun eğerek devalüasyon yapmayı tercih etti; fakat işi beceriksizce yaptı. Yüzde 15 oranında devalüe edilen pezo piyasalarca hâlâ aşırı değerli görülüyordu (Krugman, 2001b, s.54). Reel faizler astronomik düzeylerde seyrediyor ve bir türlü inmiyordu. En ürkütücü şey ise krizin Meksika’yla sınırlı kalmaması oldu. “Tekila etkisi” dünyanın pek çok yerine, özellikle de zaten zor durumda olan Arjantin’e ve diğer Latin Amerika ülkelerine yayıldı. Arjantin’de bankalardan mevduat çekişleri hızlandı. Ülkede Para Kurulu yürürlükte olduğundan Arjantin Merkez Bankası’nın para arzını arttırması ancak yeni dolar kazanımı ile mümkündü. Ancak süreç tam tersine işliyor ve ülkeden dolar çıkışları arttıkça parasal taban da daralıyordu. Böylece, Arjantin bankaları yükümlülüklerini yerine getirememeye başladılar.

Meksika hükümeti ise inanılmaz faiz oranlarına daha fazla dayanamayarak Ekim 1994’de pezoyu dalgalanmaya bıraktı. Pezo kısa bir sürede kriz öncesi değerinin yarısına düştü; menkul kıymet borsası çöktü. Arjantin ise banka iflaslarına sahne olurken parasal daralma ile artan üretim maliyetleri yüzünden resesyona giriyordu. Her iki ülkenin de ihtiyaç duyduğu şey dolardı ve her ikisi de bu yüzden IMF’ye ve dolayısıyla ABD’ye muhtaçtı. Yeni programlar karşılığında direkt olarak ABD’den Meksika’ya 50 milyar dolarlık olağanüstü bir kredi açıldı. Arjantin’in kurtuluşunu ise Dünya Bankası’nın ülkedeki bankaları desteklemek için verdiği 12 milyar dolar sağladı (Krugman, 2001b, s.59).

Tekila krizinden çıkarılması gereken dersler şöyle sıralanabilir:

- Sabit kura dayalı istikrar programlarının ilk etkileri olumlu olsa da, zaman ilerledikçe aşırı değerlenen ulusal paralar cari açıkları kritik düzeylere taşımaktadır.
- Büyüyen cari açıkları spekülatif sıcak para girişleri ile finanse etmek geçici rahatlamalar sağlamakta; sermaye çıkışları her an ülkeleri krize sürükleyebilmektedir.
- Küresel alanda bir finans bağımlılığı olduğundan kriz her an başka ülkelere de yayılabilmektedir.
- IMF ve diğer finans kuruluşları krizi önceden görme konusunda başarısız kalabilmektedir.

Ancak, Tekila krizi başladıktan dört yıl sonra ortaya çıkan Asya krizi, Latin Amerika ülkelerinin başına gelenlerin pek fazla önemsenmediğini gösteriyordu.

3.3.3. Güneydoğu Asya Krizi

Güneydoğu Asya ülkeleri Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland’da 1997 yılındaki krizden önceki son on yılın GSMH büyümesi ortalama yüzde 8’e yakındı. Sergiledikleri gelişmeler “mucize” olarak nitelendiriliyor; kendilerine Asya Kaplanları deniyordu. İhracata yönelik sanayileşen Asya ülkelerinde krizden önceki otuz yıl içinde kişi başına gelir; G.Kore’de 10 katına, Tayland’da 5 katına ve Malezya’da 4 katına çıkmıştı. Dahası, Asya’nın diğer ülkeleri Hong Kong ve

Singapur’da kişi başına gelir gelişmiş ülkelerinkini bile aşmıştı. Asya Kaplanları, IMF ve Dünya Bankası tarafından “kapitalist kalkınma modeli”ne örnek gösterilen ülkelerdi. 1990’larda Asya ekonomileri, yükselen piyasalara (emerging markets) akan toplam sermayenin neredeyse yarısını kendine çekiyordu. Sadece 1996 yılında bu ülkelere giren sıcak para 100 milyar doları aşmıştı (Fischer, 1998).

Asya ülkelerinin dünya ihracatındaki payı son on yılda ikiye katlanmıştı. Asya’nın gelişen ekonomileri sadece önemli ihracatçı olmakla kalmamışlar, diğer ülkelerin ihracatı için de giderek önemli bir piyasa olmuşlardı. Örneğin bu ülkeler ABD’nin 1990 yılı ihraç mallarının yüzde 15’ini, 1996’da da yüzde 19’undan fazlasını satın aldılar. Keza, bu ülkelerin dinamizmi, 1991-93 yılları arasında gelişmiş ekonomilerde birbiri ardınca ortaya çıkan aşağı dönüşlerin dünya ekonomisindeki olumsuz etkilerini de azaltmıştı. Onlarca yıl alan “mucizevi” gelişmenin birkaç ay içinde nasıl çöktüğünü anlayabilmek için bu ülkelerin gelişme aşamalarını kısaca irdelemek yararlı olacaktır*.

1980’li yıllarda, ihracatları ilksel, ithalatları da mamul mallardan oluşan pek çok azgelişmiş ülke gibi, Tayland, Malezya ve Endonezya da sıkıntı içindeydiler. İhracatları ithalatlarını karşılayamıyor ve dış borçlarını ödemekte zorlanıyorlardı. Moratoryum ilan etmek zorunda kalacaklarından korkan Tayland ve Endonezya, IMF’den yardım istemişlerdi. Reçete klasikti: Kemer sıkma politikaları, dış borçların yenilenmesi, özelleştirme, dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması.

O yıllarda Asya Kaplanlarının imdadına Japonya yetişti ve IMF programı daha uygulanmadan rafa kalktı. Şöyle ki: 1980’li yılların başından itibaren ucuz Japon mallarının, özellikle de Japon otomobillerinin, pazarlarını işgal etmiş olmasından şikayetçi olan ABD, Japonya’ya yen’in değerini arttırması, dampinge son vermesi hususunda baskı yaptı. Japonya, 1985’de baskıya boyun eğdi; yenin değerini arttırdı. Ancak, azalan ihracattan doğacak kaybını önlemek için, üretimini dış ülkelere aktardı. Yani Japonlar, kendi ülkelerinden yapamadıkları ihracatı, dış ülkelerde kurdukları fabrikalardan yapma yoluna gittiler. Japonların doğrudan yatırım yapmak için seçtikleri ülkelerin arasında işçi ücretlerinin düşük olduğu Tayland, Malezya ve Endonezya vardı.

* Asya Kaplanlarının Yükseliş ve Çöküşleri hakkında ayrıntılı bilgi için bakınız Knut ve Jomo, 2003

Böylece, Güneydoğu Asya'nın fakir ülkeleri kısa bir zaman içinde dünyanın önde gelen mamul mal ihracatçıları konumuna geldiler.

Dıştan bakıldığında, uluslararası piyasalarda rekabet edebilecek kalitede mal üretiyor ve satıyorlardı. Fakirlik tümüyle ortadan kalkmamış olsa bile azalıyor, orta sınıf büyüyordu. Ancak önemli bir sorun vardı: Bölgenin ihracatının hemen tümünün, üretimin asıl sahibinin yani Japonların elinde olması. Örneğin, 80'li yılların sonunda Malezya'da elektronik eşya ihracatının tümünü Japonların denetimi altındaki firmalar gerçekleştiriyordu. Tekstil ve hazır giyim ihracatının da yarısından fazlası onların elindeydi. Asya Kaplanlarının sanayi hamlesinin yabancıların kontrolü altında olduğunu gösteren diğer rakamlar da şöyleydi: 1992'de Tayland, ABD'ye sattığı sanayi ürünlerinden 2 milyar dolara yakın bir ihracat fazlası sağlıyordu ama Japonya ile yaptığı ticarete 8.3 milyar dolar açık veriyordu. Bunun nedeni imalat için gerekli olan emek dışındaki herşeyin Japonya'dan gelmesiydi. Aynı şekilde 1992'de Malezya'nın ABD ile yaptığı ticarete 4.2 milyar dolarlık bir fazlası varken, Japonya'ya karşı 5.8 milyar dolarlık dış ticaret açığı veriyordu. Daha da kötüsü, 1993'den itibaren Japonya, yönünü işçi ücretleri Asya Kaplanları'ninkinden daha da ucuz olan Çin ve Vietnam'a çevirmeye başladı. Böylece, bir iki yıl içinde Güneydoğu Asya'ya gelen doğrudan yatırımlar azaldı. Japonya'nın önceliklerinin değişmesi sonucu Asya Kaplanları döviz sıkıntısına düştüler. Aynı yıllarda gelişmiş ülkelerde genel bir durgunluk hakimdi. Bu durgunluktan çıkmak için merkez bankaları faiz oranlarını oldukça düşürmüşlerdi. Uluslararası sıcak para Tekila krizinden sonra gidecek yeni bir adres arıyordu (Krugman, 2001b, s.91). Spekülatörler ve uluslararası bankalar gözlerini Güneydoğu Asya'nın gelişmekte olan pazarlarına dikmişlerdi. Asya Kaplanlarının hükümetleri, döviz ihtiyaçlarını karşılayacak bu fırsatı kaçırmamak için döviz alım satımlarının üzerindeki kısıtlamaları kaldırdılar; menkul kıymet piyasalarını yabancılara açtılar ve sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri giderdiler. Sabit kur sistemine geçip, ulusal paralarını dolara çapaladılar.

Güneydoğu Asya'daki finansal koşullar sıcak para için artık çok cazipti. Yabancı fonlar, Asya'daki ulusal menkul kıymet borsalarından ölçüyü kaçırarak boyutlarda hisse senedi ve yüksek faizli tahvil satın alıyorlardı. Çünkü Asya ülkeleri yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarını ABD ve diğer finans merkezlerindeki

faiz oranlarının üzerinde tutmuşlardı. Balon gibi şişen sadece menkul kıymet piyasaları değildi. Asya’da yurtiçi faizlerin yurtdışından yüksek olması ya da başka bir anlatımla; yerli para ile borçlanma maliyetinin daha yüksek olması, özel kesime yabancı para ile daha elverişli borçlanma olanağı tanıdı. Bu yüzden özel sektörün yurtdışından borçlanma girişimleri arttı. Tayland’ın başkenti Bangkok’ta kurulan Uluslararası Bankacılığı Kolaylaştırma Merkezi, üç yıl içinde 50 milyar dolara ulaşan dış borcu ülkesine aktardı. Böylece, 1989’da 21 milyar dolar olan ülke dış borcu 1996 sonunda 89 milyar dolara yükseldi. Artan borçlanmaların kompozisyonuna bakıldığında kısa vadeli olanların oranında çok hızlı bir yükseliş görülmüştür. 1997 başında toplam dış borçlar içindeki payı %29’a ulaşan kısa vadeli borçları ile Güneydoğu Asya bölgesi, bu yönüyle Latin Amerika bölgesinden bile iki kat daha fazla kısa vadeli borç oranına sahipti* (Rodrik ve Velasco, 1999, s.3).

Özellikle Tayland başta olmak üzere tüm Güneydoğu Asya ülkelerinde bankacılık sektöründeki gevşek ve ihmalkâr yasalar nedeniyle bu sektörün yurtiçinde kullandıkları kredilerin kalitesi de bozulmuştu (Fischer, 1998). Uluslararası bankalardan sağlanan kısa vadeli kredilerin çoğu üretken faaliyetler yerine menkul kıymet borsalarına ve emlak piyasalarına kanalize edildi (Goldstein, 1998). Yurtdışından kredileri getiren finans kuruluşlarının özellikleri normal bankalardan farklıydı. Çoğu ya hiç mevduat toplamıyor ya da çok az topluyorlardı. Bunlar, mevcut hükümetlerle politik ve ekonomik bağlantıları olan kişilerce oluşturulmuş kurumlardı. Caselli vd. (2000) nin de vurguladığı gibi, ekonomik faaliyetler yozlaştırılmış (corruption) ve eş dost kayırmacılığı (cronsym) ile yürümeye başlamıştı. Kayırılan bu kişiler, düşük maliyetlerle kendilerine hiçbir soru sorulmadan ödünç paralar alabilen insanlardı. Aldıkları kredileri de yurtiçinde yüksek faizlerle inşaat müteahhitlerine kullandırıyorlar ya da bizzat kendileri gayrimenkul spekülasyonuna katılıyorlardı. Eğer bu kuruluşlar kendi ülkelerinde mevduat toplamıyorlar ve sadece arsa ve hisse senedi spekülasyonu yapıyorlarsa, bunlara kredi kullandıran yabancı bankaların teminat olarak gördükleri şey neydi? Teminat; bu kişilerin hükümetlerle olan içli dışlı ilişkileriydi. “Kredi verilen şirketler eğer batarsa, nasıl olsa hükümet tarafından kurtarılır” gibi ahlak dışı bir beklenti (moral hazard) içine giriliyordu (Caselli vd, 2000). Gayrimenkul

* Latin Amerika bölgesinde 1997’de kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payı yüzde14’tü.

piyasasında oluşturulan spekülasyonlarla fiyatlar şişirildi ve başta Tayland olmak üzere diğer bölge ülkelerinin her tarafı yükselen gökdelenlerle doldu. Bu gösterişli binaların ardı arkası kesilmiyordu. Bina sayısı o kadar arttı ki, artık bunlara alıcı bulunamaz oldu. Öte yandan, Asya bölgesi dışından elde edilen görece düşük maliyetli krediler bankalarca yurtiçi krediler olarak da kullanıldı. Artan harcama olanakları, ithalat talebini de körükledi ve sonuçta artan cari açıklarda önemli bir rol üstlenmiş oldu.

1997 yılının başında, bölge ülkelerinde makroekonomik açıdan, dış dünya ile yaşanan ekonomik gelişmeler dışında bir rahatsızlık yoktu. Bölge ülkelerinin 1990-96 yılları arasındaki makroekonomik göstergeleri Tablo 3’de yer almaktadır. Büyüme oranları başlangıçta da vurgulandığı gibi devamlı pozitif bir görünüm sergilemişti. Enflasyon oranları yüzde 10’un altında bir seyir izlerken, Filipinler’de çok düşük bir kamu açığı ve diğer ülkelerin tümünde fazla veren bir kamu dengesi görüntüsü vardı. Tablo 3’deki verilerden de anlaşıldığı gibi, Asya ekonomilerindeki olumsuzluk cari işlemler hesabında yatmaktaydı.

Cari işlem açıklarının yukarıda özetlenen bölgesel nedenleri -Japonya’nın üretim kollarını bölgenin dışına çıkarmasının Asya ülkelerinin üretimini ve dolayısıyla ihracatını olumsuz etkilemesi vb- olduğu gibi, temel nedeni serbestleşen sermaye hareketleri ortamında uygulanan sabit kur sistemlerinin uzun bir süre devam ettirilmesi idi. Bu yönüyle Asya’da dikkati çeken ilk özellik, pek çok ülkenin resmi döviz kuru politikasının bir çeşit ABD dolarına sabitlenmesi uygulamasına

Tablo 3**Asya Ülkelerinin Makroekonomik Göstergeleri**

	ENDONEZYA	MALEZYA	FİLİPİNLER	G.KORE	TAYLAND
GSMH'nın reel artışı(%)					
1990-1995	8.0	8.8	2.3	7.8	9.0
1996	8.0	8.6	5.7	7.1	6.4
1997	4.7	7.7	7.2	5.0	-1.3
1998	-13.7	-6.7	-0.5	-5.8	-9.4
1999	-0.8	2.4	2.2	6.5	4.0
Enflasyon Oranı					
1990-1995	8.7	3.5	10.8	6.6	5.0
1996	7.9	3.5	8.4	4.9	5.9
1997	6.6	2.7	6.0	4.4	5.6
1998	59.6	5.3	9.7	7.5	8.1
1999	22.7	3.0	8.5	0.7	0.5
Kamu Kesimi Açığı/ GSMH					
1996	1.4	4.2	-0.4	-	1.6
1997	2.0	1.6	-0.9	-	-0.4
Cari İşl. Açığı/ GSMH					
1990-95 Ort.	-2.5	-6.2	-4.1	-1.4	-6.7
1996	-3.3	-4.9	-4.7	-4.9	-7.9
1997	-4.5	-9.9	-2.9	-2.7	-4.2

Kaynak: Demir, 1999, s.163

dayanmasıydı*. Hong Kong'da ABD dolarına bağlanmış gerçek bir Para Kurulu vardı. Tayland bahtı, 1990'dan 1997'ye kadar 1 dolar = 25.2 baht olacak biçimde sabitlenmişti. Filipinler'de pezo, 1990 ve 1995 yılları arasında 1 dolar = 24 pezo ile 28 pezo olacak şekilde yüzde 15'lik bir aralıkta dalgalanmış; ancak 1995 baharından 1997 başına kadar olan süre içinde dolar kuru 26.2 pezoya sabitlenmişti. G.Kore ve Malezya'da belirli marjlarda dalgalanan ancak sabit kura yakın bir sistem benimsenmişti. Tek istisna olarak Endonezya'nın kur politikası tam bir reel kur hedeflemesi olarak adlandırılabilirdi. 1990'da 1 dolar = 1900 rupieh iken, 1997 başında 2400 rupieh olacak şekilde ulusal parası değer kaybına uğramıştı.

Birçok Asya ülkesinde dolar kurunu sabitleyen kur politikaları nedeniyle, ABD dolarında, Japon yeni ve Avrupa paralarına karşı oluşan değişimlerden kaynaklanan reel kur etkilenmeleri oldu. Özellikle 1991-95 yılları arasında ABD doları, yen ve mark karşısında değer kaybetmekte ve bu durum Asya ekonomilerinin rekabet gücünü olumlu yönde etkilemekteydi. Ancak 1995'in ilkbaharından itibaren dolar, diğer güçlü paralar karşısında değer kazanmaya başladı. 1997 yılına kadar bu değer artışı Japon yenine karşı yüzde 56'ya ulaştı. Asya ülkelerinde enflasyon oranları düştü ama ABD'ninki kadar düşük düzeyde değildi. Her geçen yıl birikimli olarak değer kazanmakta olan Asya para birimleri, doların uluslararası piyasalardaki değer artışları ile daha da değerleniyordu. Asya ülkelerinde reel döviz kuru verilerine bakıldığında ortaya şöyle bir sonuç çıkıyordu: 1990 yılını baz alarak, 1997 ilkbaharı itibariyle; Malezya parası yüzde 19, Filipinler'inki yüzde 23, Tayland'inki yüzde 12, Endonezya'nınki yüzde 8, Singapur'unki yüzde 18 ve Hong Kong ulusal parası yüzde 30 değerlenmişti. Buna karşın, G.Kore parası yüzde 14, Tayvan parası da yüzde 10 reel olarak değer kaybetmiştir (Roubini, 1998). Böylece ulusal paralarını dolara sabitleyen Asya ekonomileri için uluslararası rekabet gücü kayıpları ortaya çıkmaya başladı. Asya ekonomilerinin verileri, ulusal paraları değerlenen ülkelerin cari işlemlerinde giderek bir bozulmaya işaret ederken; parası reel değer kaybı yaşayan Tayvan ve Çin gibi ülkelerde cari işlemler fazlalıklarını ortaya koymaktaydı.

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Roubini, 1998

Çin'in 1994 yılında ulusal parasını yüzde 50'ye ulaşan bir oranda devalüe ettiğini belirtmek yerinde olacaktır. Bu durum, Çin'in geniş dış ticaret fazlası vermesini sağlarken, aynı zamanda Asya'nın diğer ülkelerinin rekabet gücünü düşüren diğer önemli bir faktördü. Sonuçta Güneydoğu Asya ülkelerinde büyük bir dış ticaret ve cari işlemler açığı ortaya çıktı. Tablo 3'deki verilerden de görüldüğü gibi, 1996 yılı sonunda Endonezya dışındaki tüm ülkelerin cari açıkları, GSMH'lerinin yüzde 4'ünün üzerine çıkmıştı. Özellikle Tayland, yüzde 7.9'a varan cari açıkları ile göze batıyordu.

Bu derece cari açık veren bir ülkede sabit kurun sürdürülebilirliği ve giden borçların nasıl geri döneceği ancak 1997 yılından itibaren sorgulanmaya başlandı. Yabancı bankaların, bölgeye akıttıkları kaynakların spekülasyona gittiğinin farkında olmamaları olanaksızdı. Zaten kendileri de Tayland borsasında sıcak para spekülasyonu yapıyorlardı. Yabancı yatırımcılar yavaş yavaş Tayland'ı terk etme zamanının geldiğini düşünmeye başladılar. Devalüasyonun kokusu aynen Tekila krizindeki gibi alınmıştı. Tayland hükümeti 1994'de Meksika hükümetinin yaptığı gibi bunun gereksiz bir hareket olacağını söylese de, ulusal parası bahta karşı spekülatif hareketler başlamıştı (Krugman, 1997). Gayrimenkul ve hisse senedi piyasalarındaki balon patladı. Sıcak para ülkeyi terk ediyor ve çıkarken de merkez bankası dolar rezervlerini tüketiyordu. Hükümet bir süre baht faizlerini yükselterek direnmeye çalışsa da başarılı olamadı. Yurtdışından alınan kısa vadeli kredilerin de hızla geri istenmesiyle bozulan bankacılık kesimi, yükselen faizlerle daha da nakit sıkışıklığı içine düştü (Krugman, 2001b, s.101). Sonuçta, 2 Temmuz 1997 günü Tayland, devalüasyonu kabullenmek zorunda kaldı. Bir gün içinde bahtın değeri dolara karşı yüzde 18 değer kaybetti.

Tayland'da durum böyle olunca, yabancı yatırımcılar ve spekülatörler Endonezya ve Malezya'dan da şüphelenmeye başladılar. Benzer dış borçlanma, dolara bağlı kur ve gayrimenkul piyasası bu ülkelerde de vardı. Ancak, Endonezya'nın Tayland ve Malezya'dan bir farkı vardı; cari açığı diğerlerinininki kadar büyük değildi. Üç ay içinde Endonezya, Güneydoğu Asya'nın diğer ülkelerine göre çok daha kötü bir duruma geldi (Krugman, 2001b, s.103). Krizlerdeki domino etkisi Asya'da kendini göstermeye başladı. Temmuz ayı bitmeden Malezya ve Endonezya paraları değer kaybetmeye başladılar. Kasım ayına gelindiğinde krizin G.Kore'ye yayıldığı görüldü. Sıcak para G.Kore'yi de terkederek onu kendi kaderiyle başbaşa bırakıyordu.

Ekonomilerinin tümünden çökmesini önleme gayreti içinde, önce Tayland sonra da Endonezya, IMF'ye başvurdular. Sonra da G. Kore IMF reçetesini kerhen de olsa kabullenmek zorunda kaldı. Malezya tüm baskılara rağmen IMF politikalarına “hayır” dedi.

Asya'da krize yakalanan ülkeler olduğu gibi krize karşı koyanlar da vardı. Hong Kong ve Tayvan gibi Çin de 1997'de Asya'da başlayan salgın (bulaşıcı) krize karşı direnç gösterebildi. Ancak Çin'deki istikrarın nedeni diğer ikisinden tamamen farklıydı. Bu olumlu yanı, Para Kurulunun sertliği veya diğer başka bir kapitalist erdemden kaynaklanmıyordu. Çin'in farkı, sermaye hesabını serbestleştirmemesi; sadece cari işlemlerini serbestleştirmesiydi (Tobin, 1998).

Öte yandan, bu krizle birlikte hem IMF hem de finansal serbestleşme hareketleri geniş çevrelerce sorgulanır oldu. IMF'ye yönelik Asya krizi eleştirilerinden en ciddi olanı, bu kuruluşun krizi öngörmeye yetersiz kalması konusundaydı. IMF, krizin çıkmasından hemen öncesine kadar bu ülkeleri, finansal serbestleşme politikaları uyguladıkları, böylece kaynakların piyasa sinyallerine göre dağılımını sağladıkları için övgüye değer bulduğunu her fırsatta açıklamış ve tüm azgelişmiş ülkelere kapitalist kalkınma modeli örneği olarak sunmuştu (Demir, 1999, s.186).

Asya Krizinin etkileri devam ederken IMF'ye yöneltilen eleştirilerden bir diğeri, bölgeye müdahale etmekte geciktiği şeklindeydi. IMF Başkan Yardımcısı Fischer, krizin IMF penceresinden görünümünü açıklarken, Tayland'ın IMF'yi, merkez bankası kullanılabilir tüm rezervlerini neredeyse tükettiğinde çağırdığını dile getirmişti (Fischer, 1998). Yine Fischer'in açıklamaları dikkate alındığında, krizin kökeni hatalı iktisat politikalarına ve sistemin şeffaf olmamasına dayandırılmaktadır. Spekülatif sıcak paranın bölgeden kaçışı ekonomideki bozulmalara dayandırılmış; fakat sıcak para çıkışlarının ekonomileri çökerttiğine hiç değinilmemiştir. Serbest olarak işleyen, parmakların dokunması ile bir bölgeden diğerine saniyeler içinde hareket eden sıcak paraya zemin hazırlayan uluslararası finans sistemi eleştirilmek bir yana, savunulmaktadır. IMF'nin Asya krizi açıklamasında, Asya ülkelerini krize götüren unsurlar olarak; cari açıklar, ulusal paraların aşırı değerlenmesi, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının aşırı şişmesi vb. faktörler sıralanmıştır. Bu sıralananlar kriz öncesi mevcut olan durumdu; krizin sebepleri değildi. Bu olumsuz faktörler

Krugman'ın da vurguladığı gibi, Asya ülkelerinin sıcak parayı ülkelere çekmek üzere uyguladığı, IMF'nin de her fırsatta desteklediği serbestleştirici politikalar sonucunda oluşmuştu (Krugman, 2001b, s.107). Kriz de doğal olarak ülkeyi terk eden sıcak para tarafından tetiklendi.

Asya krizi esnasında tüm sektörlerde birbiri ardına patlayan balonlar ve ülkelerarası yayılma işaretleri, bunun “küreselleşmenin krizi” olduğu yönünde bazı açıklamalar yapılmasına neden olmuştu. IMF devreye girip, Tayland, Endonezya ve Güney Kore ile anlaşmalar imzaladı. Küreselleşmenin sorun yarattığı düşünülürken IMF reçeteleri daha fazla küreselleşmeyi ve bu ekonomilerin dış yatırımcılara daha açık olmasını gerektiriyordu. IMF, bu ülkelerin yabancı bankalara olan borçlarını ödeyecekti fakat bölgeye tekrar yabancı sermaye çekebilmek için faizleri yükseltmeyi şart koşmaktaydı. Oysa bu ülkelerin dış ödemeler dengesi sorunları vardı ve IMF'nin kullandığı analiz yöntemi, “ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım” devredeydi. Yani, Asya ülkeleri daraltıcı politikalar uygulamalıydı. Oysa, Sachs (1997)'in da belirttiği gibi, Güneydoğu Asya'nın finansal krizi IMF'nin geleneksel olarak çözme hedeflediği enflasyon, bütçe açıkları gibi sorunlar kümesinden farklı nitelikler taşıyordu. Bunun neden programın bir parçası olduğunu anlayabilmek güçtü; çünkü Asya'da IMF dışında hiç kimse bu ülkelerin bir bütçe açığı ve enflasyon problemi olduğunu düşünmüyordu. Yine Sachs'ın vurguladığı gibi, daraltıcı politikalar şöyle dursun; bölgeden büyük sermaye kaçıışı olduğu için durağan, hatta genişletici para ve maliye politikaları uygulanmalıydı (1997). Kriz esnasında ve IMF reçetelerinin uygulandığı süreçte Dünya Bankası'nda başekonomist olarak görev yapan Stiglitz ise Asya krizine giren ülkelere daraltıcı politikalar uygulatan IMF'yi şöyle eleştirmekteydi:

“...1980'lerde Latin Amerika'da mali kriz çıkmış, büyük kamu açıkları ve gevşek para politikası müthiş bir enflasyona yol açmıştı. IMF, doğru olarak sıkı bir maliye ve para politikası önermiş ve bunu yardım almanın önkoşulu yapmıştı. IMF, 1997'de Tayland'a da aynı taleplerini dayattı. IMF yöneticilerine göre bu sıkı politika Tayland ekonomisine yeniden güven duyulmasını sağlayacaktı. Kriz diğer Doğu Asya ülkelerine yayıldığı ve bu politikanın başarısızlığının kanıtları çoğaldığı halde, IMF gözünü kırpmadan, yardım için kapısını çalan her ülkeye aynı ilacı verdi. Bunun yanlış olduğu açıktı. Herşeyden önce, Latin Amerika ülkelerinden farklı olarak, Doğu Asya ülkelerinde bütçe fazlalığı vardı. Enflasyon düşüktü ve düşmeye devam ediyordu. Problemi yaratan, Latin Amerika'daki gibi kaynakları çarçur eden hükümetler değil, özel

sektördü; yani gayrimenkul spekülasyonu yapan bankacılar ve diğer borçlananlardı. Bu koşullarda sıkı tasarruf tedbirlerinin, Doğu Asya ülke ekonomilerini iyileştirmek bir yana, bunları hızla durgunluğa ve ikinci bir krize sürükleyeceğinden korkuyordum.... Bu politikanın değişmesi için uğraşmaya başladım.... IMF yetkilileri bana, eğer Doğu Asya ülkeleri, gerekenden daha büyük bir depresyona girerse, politikalarını tersine çevirebileceklerini söylediler. Bu cevap ürperticiydi. İktisatçıların üniversitelerde ilk öğrettikleri konulardan biri, uygulanan politikaların gecikmelerle sonuçlarını ortaya koyduğudur. Para politikasındaki bir değişikliğin etkilerinin görülebilmesi için 12-18 ay gerekir....” (Stiglitz, 2000b).

IMF, bölgenin krizden çıkması için hiç de uygun olmayan çözümler üretirken bunun toplumsal etkileri üzerinde hiç durmuyordu. İflasların yaşanması, işsizliğin artması gibi sorunlar gözardı ediliyordu. Eleştirilen tutum, bu acıların sadece bölge ülkelerine yüklenmesi fakat büyük çapta yabancı bankaların ortaya çıkardıkları bu sorundan kendi paylarına düşeni çekmemesi ve IMF’nin yabancı bankaların hamisi rolünü oynamasıydı. Üstelik IMF programı bu ülkelerin ekonomilerini yabancı yatırımcılara daha da açmalarını beklemekteydi. Bu, sanayiye, tarıma ve hizmetler sektörüne doğrudan yabancı yatırımların yapılabilmesini getirecekti. Bunun anlamı ise kriz ortamında ekonominin en kârlı ve verimli sektörlerinin ve işletmelerinin batılılarca ucuza satın alınması demekti*.

1998 yılı sonuna gelinip krizin üzerinden bir yıl geçtikten sonra IMF politikalarının rakamlara yansması kısaca şöyleydi: Öncelikle şu belirtilmelidir ki, IMF reçetesini reddeden Malezya diğer Asya ülkelerinden çok daha iyi durumdaydı. Öteden beri sermaye hareketlerini kontrol eden Asya’nın iki geniş ülkesi Hindistan ve Çin krizden sağlam olarak çıkıp, ekonomik büyümelerini sürdürmekteydi (Stiglitz, 2000a). IMF politikalarına mahkum kalan Tayland, G.Kore ve Endonezya’da yurtiçi toplam talep ve üretim hızla düştü. Bölge ülkelerinde işsizlik hızla yükseldi. Tayland için istihdam kaybı krizden sonraki bir yıl içinde 800.000’e ulaştı. 1999 yılında da kendilerine hâlâ gelemeyen bu ülkelerde söz konusu yıl içinde; Endonezya’da 64 banka

* Coca Cola firmasının Güney Kore’de bazı şişeleme fabrikalarını oldukça ucuza kapatması bunun çarpıcı örneklerinden biridir.

(sistemin yüzde 18'i), G.Kore'de 5 banka ve Tayland'da 57 adet finans şirketi batmıştır (WB-Global Economic Prospects, 2000, s.85). IMF programlarının sonuçları açısından bölge ülkeleri arasında durumu en kötü olan ülke, Endonezya idi. Üretimdeki düşüşler ve hızlı nüfus artışı sonucunda bu ülkede açlık başgösterdi (Demir, 1999, s.222).

Sonuç olarak, Asya krizinin öğrettiği gerçekler şöyle özetlenebilir: Sabit kur sistemi uygulayıp sermaye kontrollerini tamamen kaldıran ülkelerin cari açıklarının büyüyüp ulusal paralarının spekülative ataklara maruz kalması kaçınılmazdır. (Ancak bu gerçeği IMF'nin göremediği Türkiye krizi ile bir kez daha görülmüş oldu.) Öte yandan, Güneydoğu Asya'daki finansal kriz, Stiglitz'in de vurguladığı gibi, global bankacılıktaki risklere etki eden önemli bir faktörü, "kısa vadeli borçlardaki aşırı artışları" göz önüne sermiştir. Buna göre Asya krizi, kısa vadeli borçlardaki yüksek düzeylerin bir finansal krizin oluşma riskini sistematik olarak artırdığını göstermektedir. Kısa vadeli borçlardaki artışın nedeni de finansal serbestleşmedir. Yine bu kriz, kısa vadeli ağır dış borçlu ülkelerin daha şiddetli durgunluğa gireceğini de doğrulamaktadır (Stiglitz, 1999).

3.3.4. Arjantin Krizi

Bir zamanlar dünyanın yedinci büyük ekonomisi olan Arjantin'in kriz deneyimi de önemli derslerle doludur. 1960-90 yılları arasında ortalama olarak yüzde 130'u aşan bir enflasyonla bu alanda dünya şampiyonu olan Arjantin, 1990'ların başında Maliye Bakanı Domingo Cavallo yönetiminde Para Kuruluna geçmişti. 1989'da yüzde 5000'lere kadar tırmanan enflasyonu 1994'te yüzde 5'e kadar düşürdü. Ancak 1999'dan sonra Arjantin ekonomideki daralmayla birlikte deflasyon sürecine girdi. Başka bir deyişle, tüketici fiyat endeksinde düşüş gözlemlendi. Arjantin'in bu noktaya nasıl geldiği ve IMF'nin bundaki payı konumuz açısından önem taşımaktadır.

1980-90 döneminde kişi başına milli geliri ortalama olarak yüzde 1,9 gerileyen Arjantin, bu dönem sonundaki hiperenflasyon tecrübesinden sonra Para Kuruluna geçmişti. Ülkenin ulusal parası peso ABD dolarına, 1 peso = 1 dolar paritesiyle sabitlenmişti. Parasal tabanın genişlemesi sadece ülkeye dolar girişi sonucunda gerçekleşirken, dolar çıkışları para arzını daraltmaktaydı. Uygulanan para kurulu rejimi başlangıçta arzu edilen olumlu sonuçlar verirken, enflasyon 1994 yılında yüzde 5'e

kadar düşürüldü. Ülke 1980'lerdeki durgunluktan çıkarak, 1991-94 döneminde ortalama olarak yüzde 10'luk bir büyüme hızına ulaştı.

Aslında bu noktaya kadar her şey istenildiği gibi gitmişti. Ancak, Para Kurulunun rolünün hiperenflasyondan çıkış için bir araç olduğu zamanla unutuldu. Nitekim Feldstein (2002)'nin de belirttiği gibi, Arjantin pesosunun birebir endekslediği ABD dolarının Avrupa paraları ve Japon yeni karşısında değer kazanması ülkenin ihracatını sıkıntıya soktu. Arjantin'de üretim ve gelir düşüşleri ortaya çıktı. Diğer taraftan Arjantin'in uluslararası alanda en önemli ticari rakibi olarak bilinen Brezilya'nın ulusal parası realin değerini muntazam bir şekilde düşürmesi, Arjantin'in rekabet gücünü düşüren önemli etkenlerden bir diğerydi. Para Kurulu rejimi ile enflasyonu yenen Arjantin, makro istikrarın sağlandığı ortamı teknolojiye ve verimlilikte sıçrama yapacak biçimde de kullanamamıştı.

Arjantin ekonomisindeki durgunluk özellikle 1997 Asya Krizinden sonra daha da belirginleşti. Çünkü söz konusu tarihten itibaren gelişen piyasaları (emerging markets) terk etmeye başlayan spekülâtif sermaye, sermaye kontrollerinin olmadığı Arjantin'den de yüklü çıkışlara neden oldu. 1998 Rusya Krizi ile Brezilya ekonomisi de sorgulanmaya başladı ve Brezilya reali spekülâtif ataklara maruz kaldı. Ocak 1999'dan 2001 ortasına kadar real, peso karşısında yüzde 56'ya varan değer kayıpları yaşadı (Wolf, 2001). Uluslararası ticarete bu orandaki değer kayıpları ihraç malları ucuzlayan bir ülke için önemli avantajlar sağlarken, parası değerlenen için önemli kayıplar doğurucudur. Sonuçta Arjantin için tehlike, aşırı değerlenen ulusal paranın ekonominin büyümesi için engel teşkil etmesi ve büyüyemeyen bir ekonomide yabancı sermayenin daha fazla kalmak istememesi ile başladı. Para Kurulu para arzını dolar giriş çıkışına bağlamaktaydı. Yüklü yabancı sermaye çıkışları para arzının daralmasına ve deflasyona yol açtı. Bu nedenlerle Arjantin ekonomisi önlenemeyen bir resesyonun içine sürüklendi.

2000 yılında uluslararası toplum, IMF aracılığıyla ekonomik büyümeyi yeniden sağlaması için Arjantin hükümetine 40 milyar dolarlık bir yardım paketi taahhüdünde bulundu. Ancak klasik IMF reçetesi ile uygulanan kamuda harcama kısıcıcı ve gelir arttırıcı ekonomi politikaları durgunluktaki bir ekonomiyi elbette bu durumdan çıkaramayacaktı. Zira Arjantin'in problemi kamu açıklarından ziyade bir türlü önüne

geçilemeyen daralmaydı. Amaçlanan kamu kesimine yönelik iyileşmelerin de sağlanamaması ile kamunun mali pozisyonu daha da bozuldu. 1995’de yüzde 40 olan kamu borçlarının GSYİH’ya oranı sürekli borçlanma ile 2001 sonunda yüzde 57’nin üzerine çıktı (Wolf, 2001).

Feldstein (2002)’nin de belirttiği gibi, Arjantin’in bu borçları ve faizlerini çeviremeyeceği açıktı. Bunu kavrayıp yurtdışına çıkan sermayenin etkisiyle bono faizlerinde aniden 20 puanlık bir yükseliş yaşandı. 2001’in başında GSYİH’sının yüzde 1,5’i kadar cari işlemler fazlası bulunan Arjantin’de uygulanan IMF programı sonucunda cari işlem açıkları oluşmaya başladı. Bu durum sermaye kaçışlarının zaten hızlandığı, Para Kurulunun ısrarla sürdürüldüğü Arjantin’de döviz rezervlerinin erimesini ve sonuçta resesyonu daha da körükledi. 2001 yılında reel GSYİH, üç yıl öncesinin yüzde 6 altına düştü. Tüketici fiyatları Eylül 2001’de, Ağustos 1998’e göre yüzde 4’lük bir düşüş gösterdi (Wolf,2001).

Arjantin ekonomisindeki kötü gidiş, 2001 yılının son aylarında bankalardan çekişlerin artmasıyla daha da hızlandı. Arjantin hükümeti, IMF’nin kendilerine taahhüt ettiği desteği arttıracaklarını deklare etti. Başkan Bush, Başbakan Blair ve Schroder’dan edinilen olumlu izlenimler ile IMF prensiplerini terk ederek Arjantin için düşündüğü destek paketini genişletti. IMF tarafından Arjantin’e verilen kredilerin sonuncusu Ağustos 2001’de ve 8 milyar dolar düzeyindeydi. Dönemin IMF başekonomisti Michael Mussa’ya göre bu destek, Fon’un şimdiye kadar aldığı en kötü karardır. Nitekim bundan üç ay sonra, Arjantin yetkililerinin kreditorlerden borç yükümlülüklerinde bir indirim talebi bu operasyonun yararsız olduğunu ortaya çıkardı. Çünkü artık Arjantin borçlarını çeviremez durumdaydı (Mussa, 2001).

IMF de mevcut program çerçevesinde mali ve finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyen Arjantin için 1,3 milyar dolarlık son kredi diliminin serbest bırakılamayacağını açıkladı. Bu karar üzerine WB (Dünya Bankası) da 1,1 milyar dolarlık krediyi dondurdu. IMF’nin yeni gözdesi o tarihlerde krize giren Türkiye’ydi. Türkiye’nin Arjantin’e tercih edilmesinin nedeni; (Beattie, 2001) ve Feldstein (2002)’nin de ifade ettiği gibi, 11 Eylül 2001’de ABD’ye yapılan saldırıların sonucunda, Türkiye’nin bölgedeki ABD müttefiki olan tek müslüman ülke olma statüsünün, onun stratejik önemini arttırmasıdır.

132 milyar doları aşkın dış borcu bulunan Arjantin'in IMF'den red cevabı alması ülke için adeta yeni bir darbe oldu. IMF'den acil kredi yardımı alamayan Arjantin hükümeti, memur ve emekli maaşlarını ödeyebilmek için bankalardaki özel sigorta hesaplarına el koyma kararı aldı. Bu arada hükümet, devalüasyon yapılmayacağını ısrarla dile getirmekteydi. Kısa bir süre sonra bankalardan haftalık 250 doların üzerinde nakit çekme sınırı kondu. Bu karar bankacılık işlemlerini neredeyse durma noktasına getirdi. Harcamalarını yapabilmek için nakit sıkıntısına düşen Arjantin halkı, süpermarketleri yağmalamaya başlayınca, ekonomik faaliyetler tümüyle kesintiye uğradı. Gelinek noktada IMF'nin, ödemeler krizini aşması için Arjantin'e yeni bir paket önermesi, halkın tepkisine neden olmuş ve tam sekiz kez genel greve gidilmesine yol açmıştır.

Nihayet, 2002 yılının başında Arjantin Para Kurulunu terkettiğini ve ulusal parasını dalgalanmaya bıraktığını açıkladı. Pesonun devalüe edilmesiyle, firmaların çoğunluğunun dolar cinsinden kısa vadeli borçlu olduğu ekonomide büyük iflaslar yaşandı (Feldstein, 2002). Ekonomi Bakanı Cavallo istifa etti ve ekonomi yönetimi tümüyle el değıştirdi.

IMF'ye Arjantin krizi ile getirilebilecek eleştirileri (Feldstein, 2002) şöyle sıralamaktadır: "...Fon çalışanları Arjantin'i uyguladığı politikaların tehlikeli olduğu yönünde yeterince uyardı. Hatta, krizden önceki üç yıl boyunca ülkeyi daraltıcı politikalar uygulamaya zorladı. Bu kötü politikaların sürdürölmesini geniş kredilerle destekledi....IMF ve bazı iktisatçılar sabit kurun bir çeşidi olan para kurulunun bir ekonomi için uzun dönemde sürdürölabilir olduğu inancını taşıdılar. Arjantin deneyimi bunun yanlış olduğunu ortaya koydu..." .

Rodrik (2002)'nin de vurguladığı gibi, bugün neoliberal ekonomi politikalarının az gelişmiş ülkeler üzerinde uygulanmaya başlanmasının üzerinden yirmi yıldan fazla geçmesine rağmen, sözkonusu ülkelerin görünümü hiç de iç açıcı değildir. Latin Amerika'da 1990'lı yıllarda sadece üç ülke 1950-1980 periyodundaki büyüme hızlarının üzerine çıkabilmiştir. Bunlar; krizler içinde sürünen Arjantin, her zaman sıkıntılı olan Uruguay ve uzun dönemde başarılı olarak gösterilebilen Şili'dir. Eski sosyalist ekonomilerin dördü hariç tümünde reel çıktı seviyeleri 1990'ların altındadır. Türkiye ekonomisi de sermaye hareketlerini tamamen serbestleştirdikten sonra 1994,

2000 ve 2001 yıllarında derin finansal krizler yaşamıştır. Bu krizleri incelemeden önce çalışmanın beşinci bölümünde ekonominin serbestleşme süreçlerini irdelemek yerinde olacaktır.

4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL SERBESTLEŞME

Türkiye, 1980 yılına kadar uyguladığı ithal ikamesiyle sanayileşme politikasını, başarısız olduğu kanaatiyle terkederek, Türkiye ekonomisinde bir dönüşümü niteleyen 24 Ocak Kararları ile ihracat yoluyla dışa açılmayı hedeflemiştir.

Bu hedef doğrultusunda uygulanan iktisat politikaları ile mal piyasalarında gerçekleştirilen reform adındaki gelişmeler, ekonomiyi ancak 1989 yılına kadar taşıyabilmiş ve 1989 yılına gelindiğinde, ekonomide tıkanma işaretlerinin belirdiği gözlenmiştir. Mevcut yapının, ülkeyi mal hareketlerinden sonra sermaye hareketlerinin de tamamen serbestleştirilmesi aşamasına getirdiği görülmüştür.

Bu açıdan, Türkiye ekonomisinde 1980 sonrasında yaşanan gelişmeleri, 1989'a kadarki ve 1989 sonrası olarak ikiye ayırmak faydalı olabilecektir. 1989 yılında ekonominin geldiği noktada başvurduğu finansal serbestleşme girişiminin, ülkeyi 1990'lar ve 2000'li yıllarda maruz kaldığı ekonomik krizlere götüren yolda çok önemli bir dönemeç olduğu dikkate değerdir.

4.1. Türkiye Ekonomisinin Temel Yapısı ve 1980 Dönüşümü

İthal ikamesiyle büyüme stratejisini, dış piyasalara açık ve dış piyasaları hedefleyen politikalarla uygulayan ülkeler genelde başarılı olurken; Türkiye'nin uyguladığı strateji ihracatı engelleyici bir kimliğe bürünmüştü. Devletin hem kendi üretim birimlerinde hem de çeşitli teşviklerle desteklediği özel sektörün üretim birimlerinde verimlilik gözardı edilmiştir. Bu modelin sonucunda, 1973 petrol şokunun da etkisiyle, hemen her çeşit mal ve hizmet kıtlığı çekilirken, döviz krizine girilerek, dış borçların ödenmesinde sorunlar yaşandı. Ekonomideki sıkıntıların, durgunluğun ve enflasyonun iyice yoğunlaştığı 1978-80 arasında, OPEC üyeleri petrol fiyatlarını varil başına 14 dolardan 32 dolara yeni bir zamla arttırınca, Türkiye gibi petrol ithalatçısı olan ülkelerin ekonomik sorunları daha da ağırlaştı. Yine bir diğer olumsuz gelişme, ABD'nin faiz oranlarını sıkı para politikasına geçiş nedeniyle yükseltmesiyle yaşanmıştır. Bu durum, Türkiye gibi azgelişmiş ülkelerin uluslararası alanda çok yüksek reel faizlerle borçlanması sorununu gündeme getirdi. Türkiye ve birçok az gelişmiş ülkenin dış borçlanma sorunu ile karşılaşması, uluslararası finans merkezlerini, bazı tedbirlere başvurmaya yöneltti. Söz konusu tedbirlerin en önemlisi uluslararası

bankaların, IMF ile işbirliğine ve IMF onayına bağlı kredi sistemine geçmeleri ile yaşanmıştır.

Öte yandan, 1970’li yılların sonunda kapitalizmin içinde bulunduğu çıkmaza, “devlet müdahalesinin çok fazla olması nedeniyle ortaya çıkmıştır” teşhisi konmuş ve nihayet, 1980’den itibaren ABD’den başlayarak, ekonomi politikalarının dünya çapında değiştirilmesi sürecine girilmiştir. Bu süreçle birlikte, serbest piyasa ekonomisi ve küreselleşmenin, az gelişmiş ülkeler için de geçerli politika haline getirilmesi amaçlanmıştır. Böylece borç ödeyemez duruma düşen az gelişmiş ülkelere, ihracata yönelik büyüme için serbestleşme modeli uygun görülmüştür.* Türkiye de bu dönüşüm sürecine 1980 yılında alınan ünlü 24 Ocak kararlarıyla eklemlenmiştir.

24 Ocak kararları ile gerçekçi ve esnek kur politikası uygulamasına geçilerek Türk lirası ABD dolarına göre yüzde 33,3** oranında devalüe edilerek, daha önce 47,10 TL olan dolar kuru 70 TL’ye yükseltildi. Bu devalüasyonla, reel ücretleri düşen tüketicilerin mal ve hizmet talebinin kısılması ve uluslararası mal piyasalarına ucuzlayan yerli malları ihraç eden sektörlerin rekabet gücünün artırılması amaçlandı. 24 Ocak 1980 tarihinden 1 Mayıs 1981 tarihine kadar olan dönemde, yüzde 5’i aşmayacak biçimde kur ayarlamalarına devam edildi. 1 Mayıs 1981’de kurların uluslararası piyasalarda Türk ekonomisindeki gelişmeler dikkate alınarak günlük olarak tespit ve ilanı konusunda T.C. Merkez Bankası’na yetki verildi (Apak, 1993, s.182).

Piyasada fiyatların idari kararlar yerine serbestçe oluşmasını sağlamaya yönelik adımlar atıldı. İthalatta adım adım çok kapsamlı serbestleşmeye gidilip, ihracatı teşvik edici kararlar alındı. Yabancı Sermaye Dairesi kurularak yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi amaçlandı.

Bu dönüşümü izleyen sekiz yıl, Türkiye ekonomisinde ithalat korumalarının kaldırılarak dışa açılma, dolayısıyla dünya ekonomileriyle mal piyasalarında bütünleşmeye girildiği yıllardır.

Askeri rejimin iş başında olduğu 1983 sonuna kadarki yıllarda 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun ve buna ilişkin 17 sayılı karar yürürlükte

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Kazgan, 1999, ss.130-138

** Devalüasyon Oranı = (1/önceki kur – 1/sonraki kur) / (1/önceki kur)

kalmıştır. Askeri idareden sonra gelen hükümetin ilk icraati döviz rejimini serbestleştirmek oldu. Bu bağlamda 28 sayılı karar 29 Aralık 1983’de yürürlüğe kondu. Bu karar, 1 Mayıs 1981’de kabul edilen TCMB’nın tüm dövizlerin günlük alım-satım kurlarını belirlemesi uygulamasını yürürlükten kaldırırken, esas kur uygulamasını gündeme getirdi. Ayrıca Türkiye’de yerleşiklerin, belli koşulları yerine getirmek kaydıyla, yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan nakdi döviz kredisi sağlamaları serbest bırakıldı. (Kazgan, 1999, ss.185-186).

1980’li yıllarda devletin özellikle otoyollar, enerji ve iletişim gibi altyapı faaliyetlerine yönelmesiyle uluslararası finansmanlar yoğun bir şekilde kullanılmaya başlandı. Böylelikle, uluslararası finansmanın sakınılması gereken ve ancak yardımcı bir faktör olarak değerlendirildiği daha önceki anlayış, yerini dış finansmanın ekonomik gelişmenin vazgeçilmez bir unsuru olduğu anlayışına bıraktı (Bal, 2001, s.200). Bu tercih doğrultusunda, 1979 yılında 13,9 milyar dolar olan dış borç stoku, 1984 yılı itibariyle 21 milyar dolara ulaştı.

Kambiyo mevzuatında gerçekleştirilen değişiklikler sonucunda, dış borçlanmaya bu tarihten sonra daha da artarak başvuruldu. Bu amaca yönelik olarak, esas kur uygulamasına geçiş için kullanılan 28 sayılı karar 1984 yılında yürürlükten kaldırılarak, yerine daha fazla serbestlik içeren 30 sayılı karar getirildi. Buna göre, Türkiye’de yerleşik kişilerin yanlarında döviz bulundurmaları ve bunun kaynağının sorgulanmaması, bankalarda döviz tevdiat hesapları açabilmeleri ile bankaların ve firmaların yurtdışından döviz kredisi alabilmeleri mümkün kılındı (Kazgan, 1999, s.186). Sonuçta, kambiyo mevzuatında yapılan değişiklikler vasıtası ile toplam dış borç stokundaki artışlar önemli miktarlara ulaşmıştır.

Tablo 4, 1984 ile 1989 yılları arasında Türkiye’nin toplam dış borç stokunda oluşan gelişmeleri vade yapılarına göre ele almaktadır. Buna göre, söz konusu yıllar içinde Türkiye’nin toplam dış borç stoku bir önceki yıla göre: 1984 yılında yüzde 8, 1985 yılında yüzde 23, 1986 yılında yüzde 26, 1987 yılında yüzde 25 ve 1988 yılında yüzde 1 oranında artış göstererek, 20.8 milyar dolardan 1989 yılı itibariyle 41.8 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 4

1984-1989 Döneminde Dış Borç Stokunun Gelişimi (Milyon Dolar)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Dış Borç Stoku	20.823	25.660	32.206	40.326	40.722	41.751
-Orta ve Uzun Vade	17.643	20.901	25.857	32.703	34.305	36.006
-Kısa Vade	3.180	4.759	6.349	7.623	6.417	5.745
Dış Borç Stoku (% olarak)	100	100	100	100	100	100
-Orta ve Uzun Vade	85	81	80	81	84	86
-Kısa Vade	15	19	20	19	16	14
Dış Borç Stoku (% Artış)	8	23	26	25	1	3
-Orta ve Uzun Vade	4	18	24	26	5	5
-Kısa Vade	39	50	33	20	-16	-10

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri (www.hazine.gov.tr)

Söz konusu dönem içindeki bir başka olumsuz gelişme de, artan kamu harcamalarının finansmanı için, Hazine'nin bankalara tahvil ve bono satma yöntemleriyle iç borçlanmaya gitmesiyle yaşandı. Böylece, kamu giderleri içinde faiz yükü hızlı bir şekilde artmaya başlayıp; iç borç/GSYİH oranı 1981'de yüzde 16 iken 1983'de yüzde 27'ye ve 1987'de yüzde 29'a yükseldi.

Artan iç ve dış borç yükünün yanında, dış ticarete serbestleşmeye yönelik 1980 sonrası reform sürecinin 1988'e gelindiğinde ivmesini kaybettiği ve ekonominin bir tıkanma içine girdiği görüldü. 1988'in tüm makroekonomik verileri ihracata yönelik büyüme için serbestleşme politikalarının iktisadi sınırlarına ulaşıldığını göstermekteydi. (Boratav vd., 2000, s.5). Türkiye'nin ihracat hacmindeki yıllık oransal artışlar sırasıyla: 1981'de yüzde 68.7, 1982'de yüzde 24.1, 1983'de yüzde 13.9, 1984'de yüzde 23.1, 1985'de yüzde 10 ve 1986'da yüzde 0.1 olarak gerçekleşmiştir.

Ekonominin dayandığı tıkanma noktası, 1980 ile 1989 yılları arasındaki büyüme oranlarından da izlenebilmektedir. Bu dönemdeki büyüme oranları Tablo 5'de görülebilmektedir. Buna göre, 1980 yılında yüzde 1.07'lik bir küçülme yaşayan Türkiye ekonomisi, 1986'da yüzde 8.07 ile 1980'li yılların en yüksek büyüme hızına ulaşp, sonraki her yıl adeta irtifa kaybederek, 1989 yılındaki çok düşük büyümeyi

yaşadı. 1980’li yılların sonuna gelindiğinde başta imalat sanayii olmak üzere üretken sektörlerin GSYİH içindeki payı da büyümedeki yavaşlamayı destekler nitelikte giderek düştü. Özel imalat sanayii yatırımlarının yıllık artış hızı ortalama yüzde 2 civarında gerçekleşti. İmalat sanayii önderliğindeki ihracata yönelik büyüme hedefi ile tezat oluşturan bu yapı sürdürülebilir bir büyümenin motoru olamadı. Buna koşut olarak borsa dahil, yeni finansal işlem araçlarının yaygınlaşması gibi bir süreç ortaya çıktı. Mal ve hizmet üretiminden uzaklaşan ve giderek artan bir oranda kendi iç dönüşümüne yönelen para sermayenin fiyat artışlarına neden olması kaçınılmazdı. (Kepenek ve Yentürk, 2000, s.213). Nitekim Türkiye ekonomisi, 1980 öncesinin en önemli sorunlarından biri olan enflasyonu, bu kez süreklilik kazanmış olan niteliğiyle ve çok daha yüksek oranlarıyla yaşamaya başladı. Bahsi geçen döneme ait enflasyon oranları yine Tablo 5’de verilmiştir. Buna göre 1982 ve 1983 yıllarında nispeten düşük düzeylerde gerçekleşen enflasyon oranları, 1989 yılındaki durgunluğa rağmen yüzde 64 düzeyinde oluşmuştur.

Tablo 5

1980-1989 Döneminde Türkiye Ekonomisi’nin Büyüme ve Enflasyon Rakamları

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Büyüme Oranı	-1.07	4.15	4.55	3.31	5.94	5.1	8.07	7.43	3.36	0.1
Enflasyon Oranı	103.8	41.88	27.49	28.01	50.14	43.9	30.89	38.26	65.68	64.0

Kaynak: TCMB (www.tcmb.gov.tr)

Sonuç olarak, 1980’li yıllarda izlenen ekonomi politikaları, üretken kapasiteleri arttırmaktan çok, popülizm içeriği taşımış ve sürdürülebilir tatminkâr bir büyümeyi sağlayamamıştır. Aksine, ülke ekonomisinin uluslararası finansmanlara olan bağımlılığını arttırıcı tesirler yaratmıştır. Bunu izleyen yıllarda Yeldan (2001)’in de belirttiği gibi, ekonomide dışa açılım öncelikleri reel üretim sektörlerinde değil, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle biçimlenmiştir. Söz konusu politika değişikliklerinin en önemlisi 1989’da ödemeler dengesi sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılarak, kambiyo rejiminin tamamen serbestleştirilmesidir.

4.2. Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme

1980 yılında başlayan ticari ve finansal serbestleşmenin son aşaması 1989 yılında yürürlüğe konan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar aracılığı ile Türk parasının sözde tam konvertibl (yabancı paralar karşısında sınırsız değiştirilebilir) duruma getirilmesidir. Söz konusu kararın 1. maddesine göre; “Türk parasının kıymetini korumak amacıyla, Türk parasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesine, menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere döviz ve dövizli temsil eden belgelere ilişkin tüm işlemler ile dövizlerin tasarruf ve idaresine, menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin ithal ve ihracına, kıymetli madenlere bedelsiz ithal izni vermeye, ihracata, ithalata, görünmeyen işlemlere ve sermaye hareketlerine ilişkin kambiyo işlemlerine ait düzenleyici esaslar bu karar ile tayin ve tesbit edilmiştir.” (Resmi Gazete, 11.08.1989).

Hükümetin o gün itibariyle karşı karşıya kaldığı finansman zorlukları 30 sayılı kararın yerini alan 32 sayılı karar doğrultusunda, dış dünya ile Türkiye arasındaki sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla aşılacak istenmiştir. Bugün de yürürlükte olan 32 sayılı karar, Türkiye’de kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleriyle birlikte mali piyasaların serbestleşmesinde son adımdır. Kazgan’ın da belirttiği gibi, söz konusu karar ile Türkiye, içeride mal piyasası, döviz piyasası ve sermaye hareketlerini Batı Avrupa’da bile örneği az bulunur bir derecede, serbestlik ve dışa açıklık için gerekli kurumsal yapı ve hukuk düzeni oluşturulmadan serbestleştirmiştir (1999, s.187). Bu açıdan Türkiye, 1992 yılı itibariyle sermaye hareketlerine en az kısıt getiren OECD üyesi ilk yedi ülkeden biriydi.

“...Sözü edilen 32 sayılı kararın hükümleri doğrultusunda önü açılan sermaye hareketleri üçe ayrılabilir: Birincisi, yabancı yatırımcıların TL ile ifade edilen menkul değerlere, yani borsaya, devlete ait borç senetlerine, mevduata kaynak bağlamalarıdır. İkincisi, yerli aktörlerin (ödemeler dengesi terminolojisi ile yerleşiklerin), örneğin bankaların ve firmaların kısa vadeli ve ticari olmayan dış borçlanmasıdır. Üçüncüsüyse, yine yerli aktörlerin yurtdışındaki menkul değerlere kaynak bağlamasıdır; yani kural olarak kısa vadeli olan sermaye ihracına yönelmesidir. Her üç tür sermaye hareketi de Türkiye’deki faiz hadleriyle döviz kurundaki beklenen artış hızı arasındaki makasa ve aktörlerin risk algılamalarına bağlıdır. Kur-faiz arbitrajı denilen bu getirinin peşinde koşan sermaye

hareketlerine, bazen kısaca sıcak para da denilmektedir. Böylece 32 sayılı karar sonucunda yabancıların Türkiye'ye sıcak parayı hem getirmeleri, hem de getirilerini de ekleyerek götürmeleri kolaylaşacak; yerli aktörlerin de yurtdışına sermaye çıkarmaları mümkün olacaktı....” (Boratav, 2000, s.204).

Sıcak paranın, faiz hadleriyle döviz kurundaki beklenen artış hızı arasındaki makasa göre hareketi şöyle açıklanabilir:

r: faiz oranını, e: cari döviz kurunu, e^e : dövizin beklenen fiyatını, $e^{e'}$: döviz kurundaki beklenen artış oranını gösterebilir.

1 \$ lık yabancı yatırımın \$ cinsinden yurtiçi *beklenen getirisi* g^e ise,

$$g^e = \frac{e(1+r)}{e^e} - 1 \quad \text{dir.}$$

Ya da sağdaki birinci terimin pay ve paydasını e ile bölüp gerekli işlemler yapılırsa,

$$g^e = \left(r - \frac{e^e - e}{e}\right) \frac{1}{1 + \frac{e^e - e}{e}} \quad \text{olur.}$$

$$\frac{e^e - e}{e} \equiv e^{e'} \quad \text{ile gösterildiğinde,}$$

$$g^e = (r - e^{e'}) \frac{1}{1 + e^{e'}} \quad \text{olur.}$$

Bu da, $e^{e'}$ nün yeterli ölçüde küçük olması koşuluyla, yaklaşık olarak

$$g^e \approx r - e^{e'} \quad \text{dır}^*.$$

Formülden de görüleceği gibi **r artışı > $e^{e'}$ artışı** (faiz oranındaki artış döviz kurundaki beklenen artış oranından büyük) ise; r ile $e^{e'}$ arasındaki fark büyür yani makas açılır, g^e artar. Tersine, **r artışı < $e^{e'}$ artışı** ise; r ile $e^{e'}$ arasındaki fark azalır

* Ayrıntılı bilgi için Ekler kısmına bakınız.

yani makas kapanır, g^e azalır . Sabit kur rejiminde devalüasyon beklentisi, dalgalı kur rejiminde depresiasyon beklentisi e^e yi , buna bağlı olarak e^e ' nü yani döviz kurunda beklenen artış oranını artırır, g^e yi düşürür. g^e , risk paylarının da hesaba katılması koşuluyla, dış dünya getiri oranından yüksekse (düşükse) sıcak para içeri girer (dışarı çıkar).

Dışarıdan sermaye getirene yüksek reel faiz verilmesine -r'nin her koşulda e^e den yüksek tutulmasına- dayanan, böylelikle ekonominin büyük ölçüde rant ekonomisine dönüşmesine neden olan bu sistem, ekonomik sürdürülebilirliği, tamamen dış para girişini mümkün kılacak her türlü politikaya mahkum hale getirmiştir. Kontrolsüz finansal serbestlik ekonomiyi dış şoklara aşırı bağımlı hale getirdiği gibi, içerideki herhangi bir olumsuz siyasi ve ekonomik gelişme durumunda da büyük para kaçırlarına maruz bırakmıştır.

Öte yandan, ekonomideki serbestleştirme politikalarına rağmen 1989 yılındaki tam konvertibiliteye geçişe kadar, nominal koruma oranları görece yüksekliğini sürdürmüştür. 1983'de % 65 olan bu oran 1988'e gelindiğinde sadece % 55'e inmişti. TL' nin konvertibilitesinin yürürlüğe girmesiyle, ithalattaki nominal koruma oranları da % 28,3'e indirildi. Bu gelişmeyle birlikte, Türkiye kısa vadeli sermaye girişleri sayesinde ithalatı patlatabilmenin kolaylığının tadına ulaştı. Bu bağlamda korumasız dış ticaret anlayışı, dış dünyadaki her türlü değişimin Türkiye'ye engelsiz yansiyebileceği anlamını taşıyordu. Buna TL'nin konvertibilitesiyle birlikte sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleştirilmesi uygulaması da eklendiğinde, çok önemli iki sonuç ortaya çıktı: Birincisi, döviz fiyatının cari işlemler hesabındaki hareketlerden kopması, sermaye hareketlerinin etkisine girmesidir. (Kazgan, 1999, ss.176-180). Buna göre; kısa vadeli sermaye girişlerinin canlandırılmasını amaçlayan finansal serbestleşme sonucu ortaya çıkan spekülasyon sermaye girişleri, ekonomideki döviz arzının artmasıyla birlikte yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açarak, ihracat ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmuştur. Bu durum, finansal serbestleşmeyi seçen bütün azgelişmiş ülkeler için geçerli olmuştur (Yentürk, 2003). İleriki kısımlarda da görüleceği gibi, Türkiye'nin cari işlemler açıkları patlarken, döviz kurlarında hiçbir kımıldama olmamakta, enflasyonla birleşince TL aşırı değerlenmiş duruma düşmektedir. Bunun anlamı ihracat caydırılırken, ithalatın teşvik

ediliyor olmasıdır. İkinci sonuç da yine Kazgan'ın belirttiği gibi, sıcak paraya yüksek reel faizle iyi bir getiri sunulduğu sürece, içeri doğru sermaye akımının sağlanabilmesi ve dış açıkların bu şekilde karşılanabilmesidir (1999, s.180).

Çalışmanın bu aşamasında, finansal serbestleşme sonrası Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler ele alınacaktır.

4.3. Serbestleşme Sonrası Ekonomik Gelişmeler

Önceden de belirtildiği gibi, 1989 yılında durgunluk ve enflasyonu birlikte yaşayan Türkiye, 1990'lı yıllara da önemli ekonomik sorunlarla girdi. Körfez krizi ve bunun sonunda Irak ambargosu ile başlayan sorunlu yıllar, ABD ve Japonya'da yaşanan yoğun durgunluklar ve en önemlisi de bu olumsuz dış gelişmelerin içeride yanlış iktisat politikaları ile birleşmesi, bunların yanında siyasi istikrarın oluşturulamaması, ekonomik istikrarın bir türlü sağlanamamasına neden oldu.

1990'lı yılların başında tüm dünya ekonomileri için en önemli gelişme hiç kuşkusuz Berlin Duvarı'nın yıkılıp, 1991'de SSCB'nin dağılmasıdır. Bu değişim dünyada ve dünyadan Türkiye'ye yansıyan ekonomi politikalarında çok köklü dönüşümlere neden oldu. Rekabet ve sermayenin küreselleşmesi, sosyal devlet anlayışına bir ölçüde son verdi. Ekonomik ve mali alanlarda hızlanan küreselleşme rüzgarlarının etkisi altında kalıp kontrolsüz serbestleşmeyi tercih eden ve bozulan makro dengeleriyle finansal sermayeye aşırı bağımlı hale gelen pek çok azgelişmiş ülke gibi Türkiye de anılan yılları artan sorunlar içinde yaşamıştır.

4. 3. 1. 1990-1993 Dönemi

Türkiye ekonomisi, 1990'lı yıllara önceki dönemlerin neden olduğu önemli miktarlara ulaşan borç birikimlerini miras alarak başlangıç yaptı. Devletin hesapsızca yaptığı harcamalar ve borçlanma alışkanlığı bu dönemde de artarak sürdürüldü. Bu zaman kesitinde konsolide bütçe ve kamu kesimi açıkları ile bağlantılı olarak finansman ihtiyacı giderek artmış, iç ve dış borç servisleri ağırlaşmıştır. Ekonominin bu döneme ait ana özellikleri; açıklar, hızlı borçlanma, giderek boyutları genişleyen kayıtdışılık ve rant ekonomisidir. Türkiye ekonomisinin makro dengeleri, bu olumsuz koşullar nedeniyle gün geçtikçe daha da bozuldu.

Seçim ekonomisi uygulamaları olarak göze çarpan reel maaş ve ücretlerde verimliliğın üzerinde gerçekleşen artışlar, bütçenin finansmanında iç borçlanmanın ağırlık kazanmasıyla yüksek boyutlara ulaşan faiz ödemeleri, güneydoğudaki askeri operasyonların artan maliyetleri ve son olarak da KİT’lerin siyasi amaçlarla bozulan performansı, kamu açıklarında hızlı bir yükselişe neden oldu. (Celasun, 1998, s.7). 1988 yılında GSMH’nın yüzde 34’üne karşılık gelen kamu harcamaları 1993 yılında yüzde 44’üne ulaşırken, 1990 yılında yüzde 7.4 olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH içindeki payı 1993 yılında yüzde 11.7’ye yükseldi. Faiz dışı açığın GSMH içindeki payı 1990 yılında yüzde 3.9 iken, 1993 yılında yüzde 5.9 düzeyine çıktı.

Daha önce etkileri tartışıldığı gibi, dış finansal serbestlik sonucu Türkiye’ye akan sıcak para, reel faizleri yükseltici ve TL’yi değerdendirici süreç başlatmıştı. Buna paralel olarak, yüksek reel faizler ve TL’nin yabancı paralar karşısında değerdlenmesi de ülke içine sıcak para girişini hızlandırdı. Böylece iki olgu arasında karşılıklı bir nedensellik bağından söz etmek mümkündür. Bu şekilde faiz oranlarının yüksek, TL’deki aşınmanın düşük tutulmasıyla sıcak paraya, uluslararası sermaye piyasalarından daha yüksek getiri (arbitraj) sağlama olanağı tanındı. Sonuçta lke, yatırımlara dönüşmeyen, yüksek getiri elde edip kısa sürede yurtdışına kaçabilen spekülative bir sermaye akımına uğradı. Esas olarak mal ve hizmet dış ticaretini etkileme işlevi olduğu düşünülen döviz kurları, finansal serbestleşme ile birlikte, kısa vadeli para hareketleri karşısında aşırı duyarlı hale geldi (Kepenek ve Yentürk, 2000, s.516). Şöyle ki: Sıcak para çıkarken, döviz talebi artmakta ve böylece kur üzerinde yukarı doğru bir baskı meydana getirirken; girerken de döviz arzı artıp, kuru aşağı doğru çekmekteydi.

1989 yılında uygulanan finansal serbestleşme politikasının dış denge üzerindeki etkisi incelendiğinde şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır: Tablo 6’ da görüldüğü gibi, 1988 yılında fazla veren cari işlemler hesabı, 1989 yılında bozulmaya başlamış ve 1990’dan itibaren eksi bakiye vermeye yönelmiştir. Finansal serbestleşme ile birlikte, 1990 yılından itibaren sıcak para girişinin etkisiyle reel olarak değerdlenmeye başlayan TL’nin, bu olumsuz gidişattaki rolü çok büyüktür. Ülkenin dış pazarlardaki rekabet gücünü azaltan bu süreç nedeniyle, Türkiye’nin dış ticaret açığı 1993 yılında, önceki yıllara göre rekor düzeye erişti. 1989 yılında 4 milyar 219 milyon ABD doları

düzeyindeki dış ticaret açığı, 1993 yılında 14 milyar 160 milyon dolara ulaştı. Bu verilere göre, 1993 yılı sonunda ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 52'dir. 1992 yılında GSMH'nın yüzde 3'üne karşılık gelen dış ticaret açığı, 1993 yılı GSMH'sının yüzde 8,5'ine yükselmiştir.

Tablo 6

Ödemeler Dengesi Özet Sunum, 1989-1993 (Milyon Dolar)

	1989	1990	1991	1992	1993
A)CARİ İŞLEMLER DENGESİ	961	-2625	250	-974	-6433
-Dış Ticaret Dengesi	-4219	-9555	-7340	-8190	-14160
-Hizmetler Dengesi	1622	2437	2491	3157	3959
-Karşılıksız Transferler	3558	4493	5099	4059	3768
B)SERMAYE HAREKETLERİ	780	4037	-2397	3648	8963
C)NET HATA VE NOKSAN	971	-468	948	-1190	-2222
D)REZERV HAREKETLERİ	-2712	-944	1199	-1484	-308

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

Tablo 7' de ise, 1989 ve 1994 yılları arasında TL'nin ABD dolarına karşı nominal aşınma oranları ile enflasyon oranlarını göstermektedir. Yine bu tablo ile, söz konusu yıllarda Türk Hazinesinin finansal yatırımcılara sunduğu ortalama faiz oranları izlenebilmektedir.

Tablo 7

TL'deki Aşınma, Enflasyon ve Hazine Bonosu Faiz Oranları

YILLAR	TL'DEKİ AŞINMA ORANI (%)	ENFLASYON ORANI (TÜFE) (%)	HAZİNE BONOSU FAİZ ORANI (%)
1989	47,5	63,3	58,8
1990	23,2	60,3	52,9
1991	61,9	66,0	79,5
1992	64,2	70,1	86,5
1993	60,0	66,1	87,6
1994	169,6	106,3	164,4

Kaynak: TCMB istatistiklerinden elde edilmiştir.

Buna göre, sıcak para olarak ifade edilebilen kısa vadeli spekülâtif yabancı sermayeye 1991 yılından itibaren oldukça yüksek reel faizler sunulmuştur. Bu durum, finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi için uygulanan 32 sayılı karar sonucunda, faiz oranlarının uluslararası para hareketlerinin etkisine girdiğinin bir göstergesidir. İçeri giren sıcak para Tablo 7’de de görüldüğü gibi, dolar kurunda sürekli enflasyonun altında artışlara ya da başka bir ifadeyle TL’de aşırı değerlenmeye neden oldu. TL’ye çevrilip Türk bonolarına yatırılan bu spekülâtif sermayenin, vade sonunda yine düşük kurdan yabancı paraya dönüştürülerek yüksek getiri ile yurtdışına çıkması sürekli hale geldi.

Öte yandan, sıcak para girişlerinin neden olduğu TL’deki aşırı değerlenmeye bağlı olarak bankacılık kesimi devamlı olarak açık pozisyonunu genişletme eğilimi sergiledi. Başka bir ifadeyle, yurtdışından yabancı para cinsinden borçlanan bankalar içeride bunu düşük kurdan TL’ye çevirip, devlet tahvili ve hazine bonosu alımları ile devlete borç olarak sunarak, yüksek faiz gelirleri elde ettiler. Kredilerin vadesi dolduğunda da ellerindeki yüklü TL’leri yine düşük kurdan Merkez Bankası’na dolara çevirtip, daha fazla dolar elde etmekteydiler*. Ancak, böylelikle döviz cinsinden yükümlülükleri ile TL cinsinden varlıkları arasında bir parasal uyumsuzluk (currency mismatch) meydana geldi. Sonuçta, Celasun’un da belirttiği gibi, bankacılık sistemindeki toplam negatif açık miktarı 1989 yılında sıfıra yakinken, 1993 yılı Aralık ayında 4.9 milyar dolar düzeyine çıktı (Celasun, 1998, s.17).

Öte yandan, kısa ve uzun vadeli dış borç stokundaki olumsuz yöndeki değişiklikler de, ekonominin bu dönemde artan dengesizliğine işaret etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte 1990-93 yılları arasında, ekonominin toplam dış borçları yaklaşık yüzde 40’lık artış göstermiştir. Sadece 1993 yılında toplam dış borç stoku bir önceki yıla göre yüzde 21.2 oranında artarken; böyle bir ortamın oluşmasında, kısa vadeli borçlardaki ani yükselişin etkisi (12 milyar dolardan 18 milyar dolara) dikkat çekicidir. Dış borç stokundaki bu gelişim, cari açıkların borçlanma ile ya da başka bir ifadeyle sermaye hareketleri ile giderildiğinin bir göstergesidir.

* Örneğin banka yurtdışından 1\$ kredi aldığında bunu 1\$ = 100 TL olan cari kurdan içeride bozdurup enflasyon paralelindeki % 50 faizli tahvil aldığında, dönem sonunda 150 TL elde etmiş olacaktır. Eğer dönem sonu dolar kuru 130 TL ise, yani TL aşırı değerlenmiş ise banka elindeki 150 TL’yi merkez bankasına verip karşılığında 1,15 \$ alıp dolar bazında % 15 kazanmış ve yurtdışındaki borcunu rahatlıkla ödemiştir.

Ekonomideki bütün bu olumsuzlukların yanında, işbaşındaki hükümetin artan borç yükü karşısında, hastalığın asıl nedenlerini görmezlikten gelerek, faiz oranları ile oynamaya başlaması ekonomiyi bunalımın eşiğine getirdi. Nitekim, 1993 yılı ikinci yarısında devlet tahvili ve hazine bonosu satışlarında faiz oranları müdahalelerle aşağı çekilmeye çalışılırken, kısa vadeli borçlanmaya yönelik ihaleler iptal edilmiştir.

4.3.2. 1994 Krizi

1993 yılı sonunda açıklanan 1994 bütçe programının ağırlaşan ekonomik koşulları gözardı etmesi, Türkiye'nin kredi notunun, kredi derecelendirme kuruluşları Standart&Poor's ve Moody's tarafından düşürülmesine neden oldu. Varlıkları TL, yükümlülüklerinin büyük kısmı döviz cinsinden olan açık pozisyonundaki ulusal bankaların dövize hücum etmeleri ve cari işlemler açığındaki sürdürülemez durum yüzünden ortaya çıkan devalüasyon riski nedeniyle, hem yerli hem de yabancı aktörlerin yüksek boyutlarda döviz talebi oluştu. 1994 yılı verileri 1993 yılı verileri ile karşılaştırıldığında, ülkeden 12,8 milyar dolarlık net sermaye çıkışı gerçekleşti (Boratav ve Yeldan, 2001, s.10). Türkiye ekonomisi, bu ani sermaye kaçışlarıyla birlikte hızla küçülmeye başladı. 1994 yılı GSMH ve GSYİH'nın bir önceki yıla göre değişimi sırasıyla yüzde -6,1 ve yüzde -5,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler aslında ekonominin büyüme dinamiklerinin finansal serbestleşme ile birlikte spekülatif sermaye hareketlerinin etkisine girdiğini göstermektedir.

Sürekli artan döviz talebi, Merkez Bankası'nı, ulusal parayı korumak ve döviz rezervlerindeki erimeyi engelleyebilmek için bankalararası (interbank) piyasaya müdahale ederek, gecelik faizleri yüzde 800 gibi rekor düzeylere yükseltmek zorunda bıraktı. Sonuçta, piyasadaki yerli ve yabancı aktörlerin spekülatif saldırıları karşısında döviz rezervlerinin tükenme noktasına geldiğini gören Merkez Bankası, daha fazla direnemeyerek, devalüasyonu kabullendi. Ocak 1994'de 15.000 TL düzeyindeki dolar kurunu Nisan ayında 36.000 TL olarak ilan etti. Hükümet, güvensizlik ortamı nedeniyle bankalardaki mevduat ve döviz tevdiat hesaplarının tümüne devlet güvencesi getirmek zorunda kalırken; bir istikrar programını uygulamaya koyacağını açıkladı.

5 Nisan 1994 günü açıklanan IMF onaylı istikrar programının amacı; fiyat istikrarının sağlanabilmesi için kamu kesimi açıklarını hızla aşağıya çekmek, para

arzındaki genişlemelerin önüne geçmek ve dış dengesizliği giderebilmek için ihracat artışını hızlandırmaktı. Bu programla kamu kesiminde üretilen mal ve hizmetlere çok yüksek oranlı ani zam yapılırken; kamu çalışanlarına enflasyonun çok altında ücret artışlarına gidildi. Diğer taraftan 5 Nisan Kararları, makroekonomik hedefleri destekleyici olarak özelleştirme, tarımsal destekleme ile sosyal güvenlik kuruluşları ve vergi reformu adları altında bir dizi yapısal düzenleme uygulamalarını da kapsamaktaydı.

Son yıllarda hızla artan kamu açıklarının finansmanı için Hazine ve diğer kamu kuruluşları Merkez Bankası kaynaklarına (emisyonu) sıkça başvurduğu için enflasyonda sıçramalar olmuştu. Bunu dikkate alan program, Merkez Bankası'nın Hazine'ye açtığı kısa vadeli kredileri aşamalı olarak kısıtlamayı öngördü. Bu düzenlemeye göre; Merkez Bankası 1995'de, cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl genel bütçe ödeneklerini aşan tutarının yüzde 12'sini geçmemek üzere Hazine'ye kısa vadeli avans hesabı açacaktı. Bu oran izleyen yıllarda; 1996 için yüzde 10, 1997 için yüzde 6, 1998 ve sonraki yıllar için yüzde 3 olarak belirlendi (Keyder, 2000, s.30). Atılan bu adımla, Merkez Bankası'nın siyasilerin rant dağıtımı aracı olmaktan çıktığı, özerk bir yapıya büründüğü gösterilmeye çalışılmıştır*. Yine 1994 yılından itibaren Merkez Bankası'nın, iç varlık artışı yoluyla para arzını arttırmasının sınırlandırılmasına yönelik para politikası uygulamasının bir parçası olarak, reeskont penceresi fiili olarak kapatıldı.

Bankalar reeskont penceresinin kapatılması nedeniyle bundan sonra Merkez Bankası yerine yurtdışından borçlanmayı arttırdılar. Böylece Merkez Bankası'nın içeride kağıt ve mürekkep maliyetine para basma olanağı varken, yurtdışından elde edilen bu fonlara faiz ödemek zorunda kalındı.

Uygulanan istikrar paketinin ancak ilk aşamadaki sonuçları başarılı olabildi. Kriz ortamının nispeten aşılmasında, sıkı para politikasının ve reel ücretlerdeki önemli düşüşlerin payı büyüktü (Yeldan, 2001a, s.51). Açıklanan programın başlangıcında arz ve talebe göre oluşan kambiyo kuru, bir yandan döviz piyasalarını istikrara kavuştururken, bir yandan da ihracatı özendirip ithalatı yavaşlatarak dış ödemeler

* 5 Nisan Kararları ile Merkez Bankası kaynaklarını kullanma oyunu ellerinden giden siyasiler izleyen yıllarda kamu bankalarını "görev zararları" kalemi altında popülist politikalar uğruna kullandılar.

dengeinde iyileşmeler başlatmıştı. Merkez Bankası döviz rezervleri artarken, faiz dışındaki bütçe harcamaları normal bütçe gelirleri düzeyine çekilmişti. Ancak, 1994 yılının yaz aylarında ortalama yüzde 2 düzeyine inen aylık enflasyon oranları, sonbaharla birlikte tekrar yükselişe geçerek aylık yüzde 6-8 düzeylerine erişmeye başladı.

Programdaki bu aksamda, para arzının hızla artması ve zayıflamayan enflasyon beklentileri ile ilişkiliydi. M2 adı verilen ve vadeli mevduatın da katılması ile hesaplanan para arzındaki artış ilk 6 ayda yaklaşık yüzde 100'e ulaştı. Bu kez para arzındaki artış, önceki yıllarda olduğu gibi Hazine'nin, Merkez Bankası'ndan borçlanması sonucunda ortaya çıkmamıştır. Bu artış daha çok döviz rezervlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Rezerv artışının başlıca nedeni ise, ekonomiye akan sıcak paradır (Yenal, 2002, s.71). Sıcak paraya sağlanan arbitraj olanakları, yeniden yüksek faizle borçlanma ve TL'de değerlenme sürecini başlatmıştı. Artan faizler kamu açıklarının tekrar yükselmesine, yerli paradaki değerlenme de başlangıçta devalüasyon etkisiyle düzelen cari dengenin tekrar bozulmasına neden oldu.

Sonuçta, 5 Nisan 1994'de alınan tedbirler, ancak kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulundu. Bu toparlanmanın sağlıklı olduğu sonradan anlaşıldı. Bu iyileşme süreci daha sonraki krizlerin de temellerini oluşturmaya başladı. Çünkü, yurtdışına sermaye kaçışının önlenmesi amacı ile faiz oranlarının yüksek tutulması, iç borç stokunda hızlı bir yükselişe ve dolayısıyla 1990'ların sonuna doğru yıkıcı sonuçların ortaya çıkmasına neden oldu. İkinci olarak da, 1994 krizinin etkileri görülmeye başladığı andan itibaren, bankaları rahatlatmak amacıyla, mevduat hesaplarının devlet güvencesi altına alınması yönünde yapılan bankacılık sektörü düzenlemeleri daha sonraki yıllarda sektörü olumsuz yönde etkiledi (Alper ve Öniş, 2001, s.213).

4.3.3. 1995-1999 Dönemi

Ekonomideki aktörler 1994'deki krizden sonra, kamu açıkları, sıcak para, hazine bonusu, borsa oyununun baştan çıkarıcı cazibesine tekrar kapıldılar. Mali piyasaları geliştiriyoruz diyerek başkalarının icatlarından uyarlanan devlet iç borçlanma senetleri artık masum bir finansal araç olmaktan çıkıp, devletin mali disiplinsizliğinin

bir kaynağı haline geldi. (Kumcu, 2000, s.285). Kolayca borçlanabildiğini gören devlet, harcamalarına makul sınırlar koyma ihtiyacını hiç duymadı. Aksine gelirlerine bakmadan harcama kararları alabilen bir yapıya büründü. 5 Nisan Kararlarından sonraki kısa dönemli bir iyileşmenin ardından 1995 yılı ile birlikte tekrar bütçe ve kamu açıkları ile enflasyon, kamu açıkları ve dış açıklar yüzünden giderek büyüyen iç ve dış borçlar, sınırları genişleyen rant ekonomisi ve kayıtdışılık, Türkiye ekonomisinin bu döneme ait özellikleri olmuştur.

5 Nisan İstikrar Programı ile uygulanan daraltıcı maliye politikaları sonucu 1995 yılında bir miktar gerileyen konsolide bütçe harcamaları, izleyen yıllarda tekrar artmaya başlamıştır. Konsolide Bütçe Giderlerinin GSMH'ya oranı 1995 yılında yüzde 22 iken, izleyen yıllarda sürekli artış göstererek, 1998'de yüzde 29.5'e ve 1999 yılı sonunda da yüzde 35.8'e yükselmiştir. Bütçe açığının GSMH'ya oranı 1995 yılında yüzde 4 düzeyinde iken her yıl artarak, 1999 yılında yüzde 11.6'ya ulaşmıştır. Ekonomiyi böyle bir sonuca götüren sebep faiz giderlerindeki önlenemeyen yükselişlerdir. GSMH'ya oran olarak yüzde 7.3 düzeyinde bulunan 1995 yılı faiz ödemeleri, 1999 yılında GSMH'nın yüzde 13.7'sine ulaşmıştır. Yine 1995 yılında faiz ödemelerinin toplam vergi gelirlerine oranı yüzde 43.9 iken, 1999 yılı sonunda yüzde 66.4'e yükselmiştir. Bu durum, bütçe açıklarının borçlanma ile giderilebildiğinin bir göstergesidir. Kamu Kesimi Borçlanma Gereğindeki artış da aynı sonuca işaret etmektedir. KKBG/GSMH oranı 1995 yılında yüzde 5.2 iken, bu oran 1999 yılında yüzde 15.1 gibi çok yüksek bir düzeye çıkmıştır.

Sonuç olarak, kamu kesiminin dengesizliği ancak borçlanma ile giderilebilmiştir. 1995 yılı GSMH'sının yüzde 17.3'üne karşılık gelen iç borç stoku, 1999 yılı sonunda, o yılın GSMH'sının yüzde 29.3'üne ulaşmıştı. Dolar bazında ifade edildiğinde, 1995 yılında 22 milyar 870 milyon dolar olan iç borç stoku, 1999 yılında 42 milyar 440 milyon dolar düzeyine erişmiştir. Borçlanma ihtiyacının giderek artması, borçlanmanın vadesini kısaltıp, reel faizlerin sıçramasına neden olmuştur. Selçuk' un da belirttiği gibi, 1995-1999 döneminde devlet iç borçlarına ödenen faiz, dolar bazında ortalama yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir (Selçuk, 2001, s.183).

Türkiye ekonomisinin dış kredi ihtiyacı da bu dönem içinde her yıl artarak, dış borç stoku 1995 yılındaki 73,2 milyar dolarlık düzeyinden, 1999 yılı sonunda 102,1

milyar dolarlık düzeyine erişmiştir. Dış borç stokunun GSMH'ya oranı 1995 yılında yüzde 43,1 iken, 1999 yılında yüzde 55,6'dır. Dünya Bankası'nın Global Development Finance-2000 raporunda da belirtildiği gibi, "bir ülkenin dış borçları ile milli geliri arasındaki oran %50'yi aşarsa, söz konusu ülkenin dış borç yükü ağır sayılmaktadır." (World Bank, 2000a, s.79). Bu kriter gözönüne alındığında, "Türkiye ekonomisi 1999 sonu itibariyle, ağır bir dış borç yükü altındaydı" savı öne sürülebilir.

Öte yandan, bir ülkenin borç ödeme kapasitesine ilişkin önemli bir gösterge olan ve dış borç anapara ve faiz ödemelerinin döviz gelirlerine oranı olarak hesaplanan dış borç servis oranları; 1997 yılında yüzde 21,24 iken, 1998'de yüzde 26,38 ve nihayet 1999 yılında yüzde 34,63 gibi yüksek bir orana ulaşmıştır. Bu olumsuzluk, kısa vadeli spekülâtif sermayeye ortam hazırlayan aşırı değerli ulusal paranın neden olduğu düşük ihracat geliri ile yine sıcak paraya ödenen yüksek reel faizin bir sonucudur. Zira, Türkiye'ye dış dünyadan giren sıcak paranın hemen hemen tümü, ya doğrudan doğruya (Hazine'nin elde ettiği) ya da dolaylı olarak (bankaların elde edip Hazine'ye sunduğu) dış borç doğurmaktadır (Boratav, 2000).

Ekonomide kısa vadeli dış kaynak kullanımının payı yüksek ve ulusal para değerlenmiş olduğundan, Celasun'un da belirttiği gibi, hem devalüasyon beklentisi körüklenmekte, hem de ülke ekonomisi yabancı yatırımcıların davranışlarına bağımlı hale gelmekteydi. (Celasun, 2001, s.172). Nitekim, 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen serbestlik ile başlayan süreçle, Türkiye ekonomisinin büyüme dinamiklerinin sermaye girişlerinin üzerine oturtulması; ekonomiyi, sıcak para girdikçe büyüyen ve çıktıkça da reel olarak küçülen bir konuma soktu. Yüksek reel faiz-aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ulusal ekonomide yurtdışından elde edilen fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine, içeride faiz geliri elde eden, tüketim ve ithalat patlamasını finanse eden özelliğe büründü.

Sonuç olarak, 2000'li yıllara girilirken Türkiye ekonomisi, hem reel kesim hem de mali kesim açısından pek çok sorunla iç içe bulunmaktaydı. 1980 yılından itibaren dışa açılma ve ihracat artışı hedefi ile çıkılan yolda başarısız olundu. Bu başarısızlık, kamu maliyesinin giderek bozulan göstergeleriyle birleşince, 1989 yılından itibaren sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle aşılmaya çalışıldı. Fakat, bu kontrolsüz serbestlik adeta ters tepen silah gibi ekonomiyi ciddi sorunlarla karşı karşıya bıraktı.

Ekonomi sıcak para olarak nitelendirilen spekülâtif sermaye girişlerine bağımlı hale geldi. Kamu açıklarının finansmanı ve ekonomik büyüme için kullanılan iç ve dış borçlanma yöntemleri, adeta bir sarmala dönüşerek, ekonomiyi içinden çıkılmaz bir duruma sürükledi. Yüksek enflasyon ve yüksek reel faiz olgusu, ekonomide spekülâtif birikim anlayışının yükselmesine yol açarken; kısa dönemli finansal yatırım hesaplarının, uzun dönemli reel sabit sermaye yatırımlarının yerini alması sonucunu doğurdu.

Türkiye ekonomisi böylece 2000’li yıllara istikrarsızlık ve bozuk makro dengelerle birlikte, yeni bir istikrar programının arayışları içinde girmiştir.

4.3.4. 2000 Kasım Krizi

Türkiye 9 Aralık 1999 günü, IMF destekli ve üç yıl sürdürülmesi planlanan bir istikrar programını uygulayacağını açıklamıştır. IMF hem ana sözleşmesi nedeniyle, hem de kuruluşundan bugüne geliştirdiği doktrinin bir gereği olarak istikrar programlarını aşırı ısınan ve bu nedenle cari işlem açıkları büyüyüp, ödemeler dengesi krizlerine sürüklenen ve enflasyonun hızlandığı ülkelerle yapmaktadır. Bu koşullarda IMF ile hazırlanan bir istikrar programı, ekonomiyi talep yönetimine dayalı bir soğutma sürecine yönlendirmeyi ve dış yükümlülüklerin yerine getirilmesinde aksama olmaması için de dış kaynak sağlamayı hedefler. Ancak, 9 Aralık 1999 tarihli istikrar programı bu yönüyle tamamen farklıdır. Türkiye zaten dönem itibarıyla bir durgunluk konjonktüründen geçmektedir ki GSMH’sı yüzde 6.4 gerilemiştir ve söz konusu tarihe kadarki son 21 ay boyunca ülkenin cari açık/milli gelir oranı yüzde 1’in altında seyretmiştir (Boratav, 2001a). Ülke ekonomisi ne kadar kötü şartlar içinde olsa da, stand-by türünden bir ek dış finansman arayışını gerektirecek aşırı ısınma durumu 1999 sonu itibarıyla yoktu. Dolayısıyla, ekonominin içinde bulunduğu borçlanma ve yüksek reel faiz sarmalı ile kronikleşen yüksek enflasyonun çözümü için bir ulusal program uygulamak yerine, yine işin içine borçlanma olgusu sokularak IMF’ye başvurulmuştur.

Bu koşullarda hazırlanan 2000 Yılı Programı, beklenen enflasyon oranı için nominal döviz kurunu bir “çapa” olarak kullanmayı hedeflemekte ve Merkez Bankası da önceden açıkladığı kur sepetinin piyasalarda oluşmasını garanti etmekteydi. Ekonomide döviz talebinin artması durumunda Merkez Bankası’nın döviz satıp,

piyasadan çekeceği TL nedeniyle faizlerin artacağı ve böylece döviz talebinin dizginleneceği; döviz arzının artması durumunda da yine Merkez Bankası'nın döviz satın alıp, karşılığında piyasaya süreceği TL yoluyla faizleri düşürmesi ve böylece döviz arzının dizginleneceği ya da düşen faizlere paralel olarak döviz talebinin canlanacağı düşünülmüştür.

Döviz kurunu çapa yapan bu tip istikrar programlarının özellikle Latin Amerika ve Asya'da başarısızlıkla sonuçlanan deneyimleri gözönüne alındığında, daha başlangıçta başarı şansı hakkında soru işaretlerine neden olduğu söylenebilir (Akyüz ve Boratav, 2001). Zira, Latin Amerika ve Asya'da 1980 sonrasında gözlenen tüm finansal krizler, sermaye hareketlerini ve dış ticaretlerini serbestleştirirken nominal döviz kurlarını sabit kılan veya bir takvime bağlayan ülkelerde gözlenmiştir. Bu kapsamdaki programlar ulusal parada aşırı değerlenmeye neden olmasıyla eleştirilmektedir. İhracatın gerilemesi, ithalatın artması ve dolayısıyla dış açığın büyümesi şeklinde potansiyel sorunlar taşır. Dolayısıyla, döviz kuru çapasına dayanan söz konusu antienflasyonist programlar Boratav'ın da belirttiği gibi, "bıçak sırtında seyreden politikalar"dır." Sabit kurun terkedilmesi için uygun zamanlamanın seçimi konusunda da tam bir çıkış yolu sunamadıkları için de eksik olarak nitelendirilmektedirler (2000, s.189).

Uygulanan IMF programına daha kapsamlı olarak bakıldığında; Merkez Bankası'nın piyasalar için TL yaratma işleminin, belirlenen kurdan getirilen döviz almak ve piyasaya döviz karşılığı TL likiditesi vermek şeklinde işleyeceği görülmektedir. Dolayısıyla Merkez Bankası bilançosunda para tabanının değişimi sadece net dış varlıklar kalemindeki değişime indirgenmişti; net iç varlıkları sınırlandırılmıştı*. Bu sistem, bir bakıma Para Kurulu benzeri bir uygulamadır. Bilindiği gibi Merkez Bankası analitik bilançosunda,

$$\text{Para Tabanı} = \text{Net Dış Varlıklar} + \text{Net İç Varlıklar}$$

ve

$$\text{Para Tabanı} = \text{Dolaşımdaki Maddi Para} + \text{Bankaların Merkez Bankası nezdindeki rezervleri}$$

* -1,2 katrilyon TL

eşitliklerine göre; Merkez Bankası dolaşıma iki yoldan para çıkarır. Ya ülke içindeki kurumlara (kamu kesimine, bankalara vb.) kredi vererek ya da kendisine getirilen döviz karşılığında TL vererek. Net iç varlıklar, Merkez Bankasının ülke içindeki kamu ya da özel kurumlara verdiği krediler (muhasabe açısından bu krediler karşılığında aldığı senetler) toplamıdır. IMF'nin getirdiği net iç varlıklar sınırlamasının anlamı, Merkez Bankası ülke içinde kredi vererek para arzını arttıramayacak; yani para basarak kimseye kredi veremeyecek demektir. Dolayısıyla dolaşımdaki para miktarını net dış varlıklar kalemindeki değişimler belirleyecektir.

Bu mekanizma içinde para politikası, dış sermaye hareketlerinin izleyeceği yön doğrultusunda sınırlandırılmış; böylelikle ekonominin değişen likidite ihtiyaçlarını karşılayabilecek en önemli unsur olan para politikası, sistemin içine akacak sıcak paranın devamlılığına indirgenmişti (Ertuğrul ve Yeldan, 2002).

IMF destekli istikrar programı uygulamasının ilk 10 ayında politika uygulayıcıları uluslararası çevrelerce de başarılı görüldü. IMF yekilileri, programın başarılı bir biçimde uygulanarak, mali ve döviz kuru hedeflerinin tümüyle yerine getirilmesinden dolayı Türk yetkilileri hakkında övgü dolu ifadelerde bulundular. Programın yabancı finansal yatırımcılara güven veren döviz kuru taahhüdü ve programın başarıyla devam edildiği yönündeki görüşler nedeniyle 2000 yılının ilk 10 ayı boyunca 15.5 milyar dolara ulaşan bir net yabancı sermaye girişi patlaması yaşandı. Bu durum, 2000 yılının Şubat ve Kasım ayları arasındaki periyotta Merkez Bankası'nın net dış varlıklarına yüzde 53 ve dolayısıyla programın öngördüğü biçimde parasal tabana yüzde 46'lık bir artış biçiminde yansımıştır (Boratav ve Yeldan, 2001). Parasal tabandaki (ya da para arzındaki) artışlar karşısında hazine bonosu üzerindeki reel faizler 1999 yılındaki %33 seviyesinden 2000 yılı boyunca hemen hemen sıfıra inmiştir.

Öte yandan, programın enflasyon hedeflerinin 2000 yılı için tutturulamadığı görülmüştür. TÜFE'deki artış, 2000 yılında yüzde 39 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, TÜFE'de yüzde 25'lik hedefin üzerinde bir fiyat artışı yanında, TEFE'de de yüzde 32.7 oranında gerçekleşen yıllık artış, program hedefi olan yüzde 20'ye ulaşamadığını göstermekteydi. 2001 yılının Ocak ayı sonu ile istikrar programının başlangıcından önceki 1999 yılının Aralık ayı arasındaki dönem boyunca reel döviz kuru endeksindeki oransal artış yüzde 16.1'e ulaşmıştı.

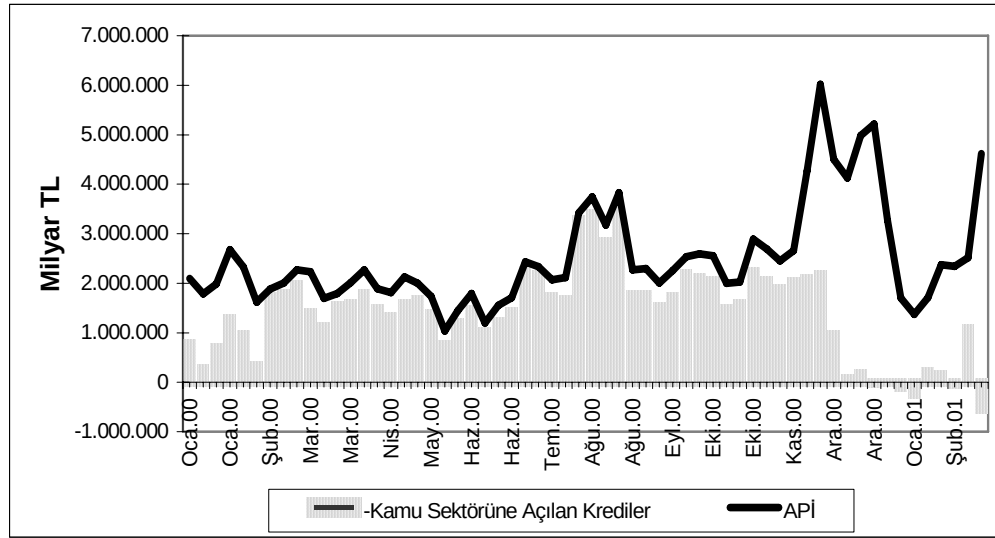
2000 yılında faizlerdeki büyük düşüş karşısında artan harcama ve kredi talebi, bu canlanmayla ithalat talebinin artış göstermesi, öte yandan da enflasyon oranlarının hedeflenenin üstünde gerçekleşmesinden kaynaklanan TL'deki reel değerlenme gibi nedenlerle cari açığın GSMH'nın yüzde 4.8'ine yükselmesi, uygulanan programın sürdürülebilirliği konusunda yabancı spekülâtörleri şüpheye itmeye başladı. Mevcut tabloyu (sıcak para girişlerini) tamamen tersine çeviren ilk darbe, Kasım ayında yabancılara net 5.2 milyar dolar menkul değer satarak bunu yurtdışına çıkarmaları ile gerçekleşti (Boratav, 2001b). 10 ay boyunca devam eden döviz girişlerinin birden bire yön değiştirmesi sonucunda, Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinde önemli bir kayıp ortaya çıktı. Merkez Bankası'nın net dış varlıkları TL bazında; 17-24 Kasım haftasında 1.7 katrilyon TL, 24 Kasım-1 Aralık haftasında da 2.1 katrilyon TL geriledi (Yeldan, 2001a, s.182). Net dış varlıklardaki bu daralma, programın para politikası gereğince, parasal tabana da yansıdı. Ekonomide ortaya çıkan parasal daralma finansal piyasalarda anında hissedildi ve bankalararası gecelik (overnight) faizlerde şok yükselmeler meydana geldi.

Başlangıçta sermaye girişlerinin neden olduğu faizlerdeki düşüşün devam edeceğini umarak açık pozisyonlarını genişleten Türk bankacılık sistemi, spekülâtif sermaye çıkışlarının yol açtığı şok faiz yükselişleri karşısında 22 Kasım 2000 günü ciddi bir likidite krizi içine girdi. Özellikle orta ölçekli bankalar, likidite gereksinimlerini karşılamak için, portföylerindeki hazine bonolarını ne pahasına olursa olsun boşaltmaya başladılar. Çünkü, yükselen faizler karşısında fon maliyetleri artmıştı. Bonolardaki bu satış dalgası bono fiyatlarını düşürürken faizleri daha da yükseltici etki yaptı. Görev zararları adıyla siyasetçiler tarafından içleri boşaltılan kamu bankalarının zayıf yapısı bu likidite krizi ile ortaya çıktı. Kamu bankalarının bankacılık sistemi içindeki payının yüksek ancak durumlarının zayıf olması ve bu bankaların şeffaf olmayan işleyiş biçimleri, sistemdeki diğer bankaların da bunlara olan güvenini sarstı. Bazı büyük bankalar, bu güvensizlik nedeniyle interbank piyasasındaki kredi akışını kesti. Bu gelişmelerle birlikte, yabancı bankaların Türk bankalarının risklerini kabul etmekte isteksiz davranıp gecelik piyasadan çıkmasıyla likidite krizi iyice derinleşti.

Parasal büyüklüklerdeki kontrol gücü uygulanan program ile elinden alınan Merkez Bankası, başlangıçta likidite sorununu rahatlatmada çekimser kaldı. Ancak,

bankalar ve piyasalarda ortaya çıkan krizin derinleşmesiyle Merkez Bankası, bankacılık sistemini korumak ve faizlerdeki yükselişi engellemek için net iç varlıklar hedefini geçici olarak terkederek, APİ (Açık Piyasa İşlemleri) yoluyla piyasaları fonladı. Şekil 4’de, APİ’nin TL bazında gerçekleştirmeleri yer almaktadır. Merkez Bankası’nın Kasım ayında piyasalara müdahalede bulunduğu söz konusu şekilden de görülebilmektedir.

Sekil 4



2000 Yılı APİ Gerçekleşmeleri

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Kumcu’nun da belirttiği gibi, Merkez Bankası tarafından APİ yoluyla sisteme enjekte edilen bu para, kendisine döviz talebi olarak geri döndü. Zira, yabancı bankalar Türk bankalarından kısa vadeli kredilerini azaltmaya başladılar (Kumcu, 2001). APİ yoluyla yapılan bu manevra bile, sürekli artan döviz talebi nedeniyle, parasal tabanda öncesine göre yüzde 17’lik bir daralmanın önüne geçemedi (Boratav ve Yeldan, 2001). Programın daha fazla sürdürülemeyeceği yönündeki endişelerin artışına bağlı olarak sermaye kaçışları hızlanmaya başladı. Sermaye kaçışı nedeniyle döviz rezervleri azalan Merkez Bankası, net iç varlıklar üst limitine geri döneceğini açıkladı. Kumcu, 12 Mart 2001 tarihli Financial Times’da “The IMF’s Blunder in Turkey” başlığıyla çıkan makalesinde, “IMF’nin Kasım krizinde yanlış bir tutumla Merkez Bankası’nın ilave likidite enjekte etmesini engellediğini” ifade etmekteydi. Bu

engelleme, Merkez Bankası'nın elinin kolunun bağlandığının ve hareket inisiyatifinin tamamen piyasa güçlerine terkedildiğinin göstergesiydi. Sonuçta, net iç varlıklar limitine geri dönüş açıklaması gecelik faizleri düşürmeyip, aksine yükseltti.

Ülkeden sermaye kaçıışı ve devalüasyon korkusu 6 Aralık'ta IMF'nin 10 milyar dolarlık geniş bir kredi desteğiyle biraz olsun duruldu. Bu noktada ilginçtir ki; IMF programının uygulamaya başlamasından önce Türkiye ekonomisinin bir dış kaynak desteği ihtiyacı yokken, uygulamanın üzerinden yaklaşık 11 ay sonra ekonomi döviz desteğine muhtaç hale geldi. Bu destek paketinin 7.5 milyar dolarlık kısmı Ek Rezerv Kolaylığı (SRF)* olarak ve geri kalan kısmı da Dünya Bankası tarafından finansal sektörün yaşadığı kargaşadan sonra güçlendirilmesi için kullanılacaktı. IMF'nin bu yolla kullandığı kredi programın öngördüğü para politikası gereğince parasal tabanın genişlemesine olanak tanımamaktaydı. Böylelikle, IMF tarafından sağlanan Ek Rezerv Kolaylığının likidite krizinin aşılması ile ilgisinin olmadığı ortaya çıkmaktadır. Boratav (2001a)'nın da ifade ettiği gibi, bu ancak, IMF'nin yabancı bankalara “alacaklarınız teminatımız altındadır” mesajıdır.

Aynı gün piyasalar BDDK'nın, ülkenin 6. büyük bankası olan Demirbank'ın**, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredildiği haberi ile çalkalanmaktaydı. Hazine ve Merkez Bankası, “bankalardaki tüm mevduat hesapları ile Türk bankalarının yurtdışından aldığı tüm kredilerin devlet garantisi altında olduğu” şeklinde bir açıklama yaptı. Bu açıklama 18 Aralık 2000 tarihli niyet mektubunda da aynen yer aldı. Böylece, özel bankaların tüm yükümlülükleri, Türkiye Cumhuriyeti Devleti (son tahlilde Türk halkı) tarafından üstlenilmekteydi.

“...Bu tam anlamıyla bir rezalettir. Uluslararası bankaların 1997 öncesinde Asyalı banka ve finans kuruluşlarına aşırı kredi pompalarken fiili bir ahlak dışı yutturmaca (moral hazard) davranışı içine girmiş olmaları; yani, alacaklılarımız göçse bile Asya devletleri nasıl olsa bu kredileri üstlenir beklentisiyle geleneksel risk analizlerini gözardı ettikleri, aşırı açıldıkları ve bu nedenle Asya krizinin patlak vermesine katkı yaptıkları geleneksel iktisatçıların ana eleştirilerinden biri değil miydi? İşte öyle anlaşılmaktadır ki, 6 Aralık 2000'de Batılı bankaların Türkiyeli bankalardan alacaklarının resmi devlet güvencesi altına

* SRF, ödemeler dengesi krizine giren ancak sağlam politikalar uygulamayı kabul eden ülkeler için IMF tarafından verilen kısa vadeli bir ödünçtür. Bu konuda ayrıntılı bilgi IMF kısmında yer almaktadır.

**İlginçtir ki, kredi derecelendirme kuruluşu S&P tarafından, batmadan 1 ay önce Demirbank'ın kredi notu yükseltilmişti.

alınması Türkiye'ye verilecek IMF yardımının bir koşulu olarak kabul ettirilmiştir... IMF, Türkiye'yi pazarlık gücü bakımından zayıf bir anında yakalamış ve uluslararası finans kapital lehinde çok önemli bir devlet güvencesini Türkiye'ye kabul ettirmiştir...." (Boratav, 2001a).

Devlet güvencesi açıklamasını izleyen hafta içinde piyasalara, programa uluslararası desteğin sürdüğü izlenimini vermek için, Hazine'ce, Londra'daki uluslararası bankalardan 1 milyar dolarlık kredi sağlandı (OECD, 2001, s.11). Bu gelişmeler altında, Aralık ayı sonuna doğru gecelik faizler yüzde 100'ün altına düştü. Ancak, hazine bonosu faizleri kriz öncesi seviyenin iki katı yani, yüzde 80'lerde seyretmeye başladı. Kasım krizinin nispeten durulmasıyla IMF Başkan yardımcısı Stanley Fischer, Türkiye programının yolunda gittiğini ifade etmişti. Fischer'e göre, 1999 yılı sonunda Türk Hükümeti'nin uygulamaya koyduğu enflasyonla mücadele ve mali uyum programı önemli başarılar elde etmişti.

Fischer'in bu açıklamalarına rağmen, Boratav ve Yeldan'ın da belirttiği gibi, "Kasım ve Şubat ayları arasındaki üç ay boyunca sürdürülen kısa vadeli politikalar, esasen döviz kuru çapasını ne pahasına olursa olsun korumaya yönelikti." (Boratav ve Yeldan, 2001). Piyasalardaki likidite sıkışıklığı devam etmiş, döviz piyasaları geçici olarak durulmuştu. Piyasalardaki sıkışıklık faiz oranlarının yüksek seyretmesinden de anlaşılmaktaydı. IMF ise hâlâ sıkı para politikasının sürdürülmesinde diretiyor; net iç varlıkların kriz öncesi düzeyine getirilmesi yönünde ısrar ediyordu. Bu ısrarlı tutum, tam da yüklü bir Hazine borçlanması öncesinde, finans piyasalarınca faiz oranlarının daha fazla düşmesi önünde bir engel olacağı şeklinde yorumlandı (Kumcu, 2001).

4.3.5. 2001 Şubat Krizi

Bir türlü tam olarak durulmak bilmeyen piyasalar, 19 Şubat 2001 günü Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında ortaya çıkan siyasi sürtüşmenin kamuya yansıtılması ile tekrar kızıştı. Merkez Bankası, TL'yi savunmak için döviz rezervlerinin 5.2 milyar dolara yakın bir kısmını satmak zorunda kalırken, gecelik faizleri yüzde 4000'in üzerine yükseltti. 5.2 milyar dolarlık bu kayıp, yabancıların 3.8 milyar dolar tutarındaki net pozisyon kapatma miktarı ile 1.4 milyar dolarlık kısa vadeli yabancı banka kredilerinin ödenmesinin toplamından oluşmaktaydı (Boratav ve Yeldan, 2001). Bu yüklü sermaye çıkışı, GSMH'nın yüzde 4.8'ine ulaşan cari açığın daha fazla sürdürülemeyeceğini, dolayısıyla döviz kuru hedeflerinin inandırıcı olmaktan çıktığını

algılayan yabancı aktörlerin, “devalüasyondan önce batacak gemiyi erkenden terketmeleri”ydi. (Boratav, 2001b, s.14). Artan döviz talebini, fahiş faizlerle dizginlemek açıktır ki istikrarsız bir duruma işaret etmektedir. Kasım ayından beri devam eden bu istikrarsızlığa daha fazla direnme olanağı kalmadığından, 2000 yılı IMF destekli istikrar programı 22 Şubat günü TL’nin dalgalanmaya bırakılması ile resmen sona ermiştir.

Kumcu’ya göre, Şubat krizinin Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasındaki sürtüşmeden sonra başladığı doğrudur; ancak, IMF’nin piyasada olup bitenleri okuması yine yanlış. Kumcu, Financial Times’da yer alan eleştirilerini şöyle sürdürmüştü:

“...IMF, her iki krizde de paniklemiştir. Finansal piyasalardaki sert dalgalanmaları gidermeye yönelik çalışabilir yaklaşımlar bulmak yerine, Türkiye’nin döviz rezervlerinin kaybedilmesi kaygılarını ön plana çıkarmıştır. Böyle yaparak IMF, olası bir döviz rezervi kaybı durumunda, ileride Türkiye’ye ek kredi desteğini minimize etmek istemiştir. Uluslararası rezervler kriz boyunca yüksek düzeylerinde iken, bu iki olay döviz krizi olarak nitelendirilemez. Sonuç olarak, IMF son üç ay boyunca Türkiye Ekonomisi üzerinde yaptığı uygulamalar ve bunların etkileri yüzünden sorumlu tutulmalıdır.” (Kumcu, 12 Mart 2001).

Yaklaşık olarak 13 ay boyunca uygulanan istikrar programı yapılan devalüasyonla sona ererken, Türkiye ekonomisi ne acıdır ki, tüm göstergeleriyle Aralık 1999’daki durumundan daha da kötüye gitti. Uluslararası finans sisteminde kırılganlığın önemli bir ölçüsü olarak kabul edilen kısa vadeli dış borç/ Merkez Bankası’nın döviz rezervleri oranı, 1999 sonunda yüzde 101 iken, Haziran 2000’de yüzde 112’ye ve 2000 yılı sonunda da yüzde 145’e yükseldi. Dolayısıyla, uygulanan istikrar programı istikrarsızlık yaratarak ekonominin kısa vadeli spekülatif sermayeye karşı kırılganlığını arttırdı. Bu oran, 1997 yılında ortaya çıkan Asya krizi öncesinde Malezya’da yüzde 60, Filipinler’de yüzde 90, Tayland’da yüzde 150 düzeyinde gerçekleşmişti. Bu önemli gösterge, Türkiye ekonomisinin 1989 yılında sermaye hareketlerini tamamen serbestleştirmesinden sonraki tüm yıllarda yüzde 100’ün altına hiç düşmemiştir (Yeldan, 2001b). Yine, cari açığı Aralık 1999’da GSMH’sının sadece yüzde 0.7’si kadar olan Türkiye ekonomisi, uygulanan program sonunda bu oranı yüzde 4.8’e taşımıştır. Böylece, Dornbusch* (2001)’un tanımladığı “kırmızı bölgeye” yani

* Dornbusch’a göre cari işlemler açığının GSMH’ya oranı %4’ü aştığında ülke kırmızı yani tehlikeli bölgeye girmektedir.

kriz alanına girildi. Türk Bankacılık sisteminin durumu da istikrar programı uygulaması sonucunda iyice bozuldu. 1999 sonunda 5 milyar dolara yakın açık pozisyonundaki bankalar 2000 yılı sonunda bunu 20 milyar doların üstüne taşıdılar (OECD, 2001, s.13). Bu durum, Yeldan (2001b)'nin de işaret ettiği gibi, bankacılık sisteminin kırılganlığının uygulanan programla daha da arttığının göstergesidir.

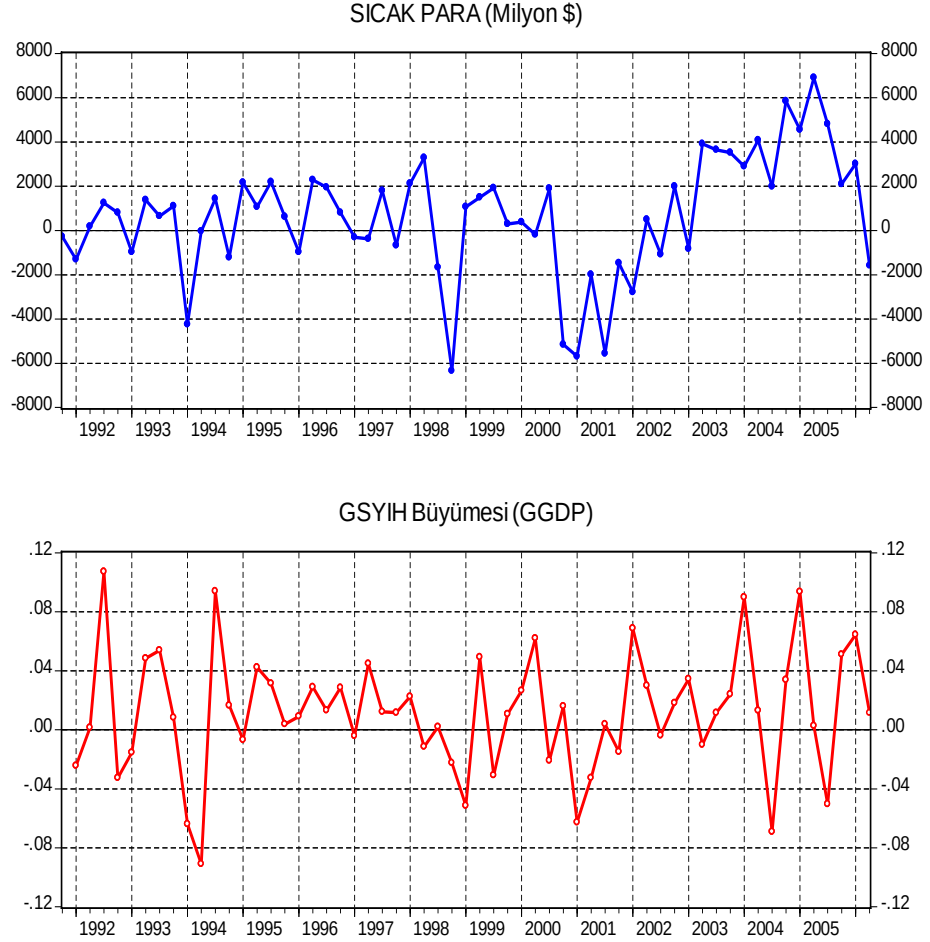
Türkiye'nin Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşadığı bunalımlar için kriz sonrası çok çeşitli nedenler ileri sürülmüştür. Bunlar; yapısal ve makroekonomik temellerdeki önemli ve kökleşmiş sorunların varlığı, bankacılık kesimine ait çok sayıda sorunun uygulanan programla birlikte daha belirgin biçimde su yüzüne çıkması, kur çapasının neden olduğu cari açık, siyasi istikrarsızlık ve spekülasyon sermaye hareketlerinin yarattığı sorunlar olarak sıralanabilir. Bunların doğruluğu tartışılmaz olmakla birlikte, sonuncusunun krizi tetikleyen unsur olduğu söylenebilir. Çünkü, sermaye giriş çıkışlarının tamamen serbest olduğu bir ülkede, zaten aşırı değerlenmiş parayla döviz kuruna çapa atıyor ve para arzındaki gelişmeleri sıcak para giriş çıkışlarına bağlıyorsanız; başta siyaset olmak üzere tüm kurumlarınız laçkalaşmışsa, elbet bir gün sermaye kaçışları başlayacak ve likidite krizine gireceksinizdir. Bu nedenle krizin tohumlarının 1989 yılında kurumsal hiçbir ilerleme gerçekleştirilmeden, yangından mal kaçırmaya sermaye hareketlerine getirilen serbestlik ile atıldığını vurgulamak yanlış olmayacaktır.

4.3.6. Kriz Sonrası Ekonomide Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Makroekonomik Göstergeler Arasındaki Etkileşim

Büyük miktarlarda sıcak para çıkışları sonucunda krize giren ekonomide 2001 yılında yüzde 9,8'lik tarihi bir küçülme yaşandı. Sıcak para olarak adlandırılan spekülasyon sermaye giriş çıkışları ile Türkiye ekonomisinin GSYİH büyümesi arasındaki yakın ilişki aşağıdaki Şekil 5'de açık olarak görülmektedir. Şekil, 1991-2005 yılları arasındaki 3 aylık verilerin yansımasıdır. Sonuç, sıcak para girdikçe büyüyen, çıkarken küçülen sağlıklı ve istikrarlı bir yapıya işaret etmektedir.

Sekil 5

GSYİH ve Sıcak Para değişkenlerine ait Grafikler (1991-2005, Üç aylık)



Kaynak: Merkez Bankası İstatistikleri

Bağımsız Sosyal Bilimciler grubu tarafından 2006 yılında yapılan çalışmanın ekonomik büyümenin kaynakları ile ilgili kısmının sonuçları çarpıcıdır. Buna göre, Tablo 8’den de izlenebileceği gibi 1997-2005 arasındaki sekiz yıllık dönemin bütününe bakıldığında, oransal paylar cinsinden ekonomik büyümeye en büyük katkıların yüzde 57 ile tüketimden ve yüzde 27 ile stok artışlarından geldiği görülmektedir. Sabit sermaye yatırımlarının pozitif katkısı yüzde 16 dolayındadır. Net mal ve hizmet ihracatının katkısı ise ihmal edilebilir düzeylerde. Stok artışlarının büyümeye bu

ölçüde katkı sağlar görünmesinin, başta Somçağ* olmak üzere pek çok iktisatçının da belirttiği gibi mantıklı bir açıklaması yoktur. 1997-2005 dönemindeki büyümenin temel itici gücü, tüketim harcamalarında yaşanan canlanma olarak gözükmektedir.

Tablo 8

1997-2005 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinin Büyüme Kaynakları

Reel Artışlar	Mutlak Artışlar			Oransal Paylar
	1997-2001	2001-2005	1997-2005	1997-2005
GSYİH	-2.625	+36.933	+34.308	100.0
Sabit Sermaye Yatırımları	-12.354	+17.899	+5.545	16.2
-Kamu	-0.200	+1.045	+0.845	2.5
-Özel	-12.154	+16.854	+4.700	13.7
Stok Değişimleri	-0.279	+9.469	+9.190	26.8
Tüketim	-3.213	+22.793	+19.580	57.1
-Kamu	+1.051	+0.555	+1.606	4.7
-Özel	-4.264	+22.238	+17.974	52.4
Net Mal ve Hizmet İhracatı	+13.221	-13.228	-0.007	..

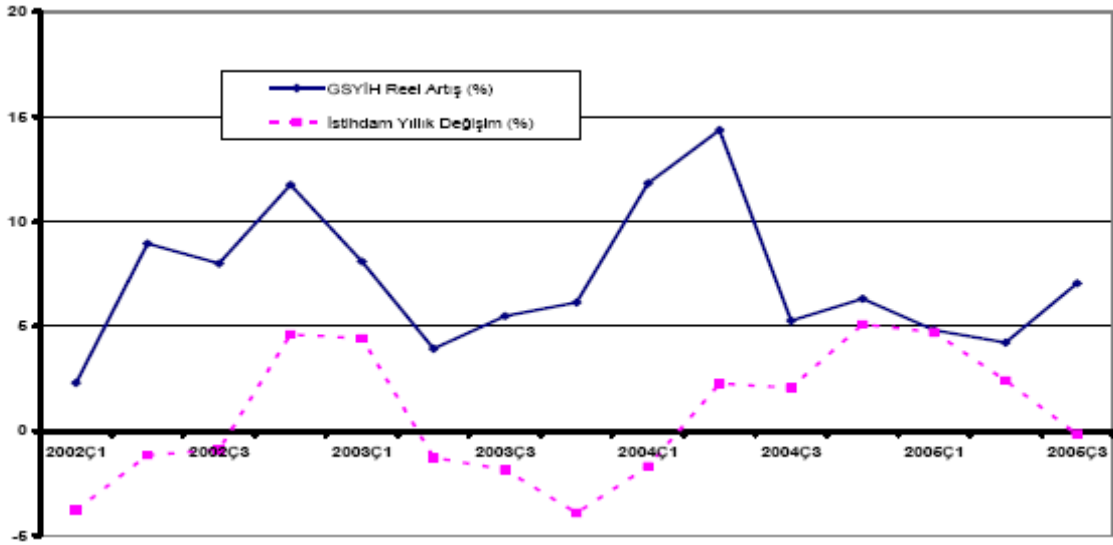
.. : İhmal edilebilir ölçüde.

Kaynak: Bağımsız Sosyal Bilimciler 2006 Raporu

Diğer yandan, Yeldan (2006) tarafından yapılan çalışmada, yıllar itibariyle sağlıklı ekonomik büyümenin istihdama yansımalarının sonucu şaşırtıcı değildir. Şekil 6'ya göre, Türkiye'nin reel GSYİH'sı 2002 sonrası onbeş çeyrek dönemin her birinde pozitif artış sergilemiş; bunların üçünde artış hızı yüzde 10'u aşmış; geri kalanın dokuzunda da büyüme yüzde 5'in üzerinde gerçekleşmiştir. Oysa aynı dönemde istihdamdaki yıllık değişimlerin sadece yedisi pozitif yönlü olmuş; sekiz çeyrek dönemde ise istihdamdaki değişimler bir önceki yılın eş dönemine göre negatif olmuş, yani istihdam daralma içine girmiştir.

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Somçağ, 2006.

Şekil 6: Türkiye Ekonomisinde Büyüme ve İstihdam



Kaynak: Yeldan, 2006

Buradan çıkan sonuç; Türkiye ekonomisi yüksek hızlı büyüme konjonktürü içinde olmasına rağmen istihdam yaratamamaktadır. Yani, “istihdamsız büyüme” sergilemektedir. Türkiye GSYİH’sı 2001 kriz sonrası itibariyle, 2002, 2003 ve 2004 yılları için reel olarak sırasıyla yüzde 7.9, yüzde 5.8 ve yüzde 8.9 oranlarında büyümüştür. 2005 yılında da yüzde 7.4’lük bir artış gerçekleşmiştir. Aynı dönemde işsizlik oranları yüzde 10.3, yüzde 10.5, yüzde 10.3 ve yüzde 10.3 olarak kaydedilmiştir. Bu yapısal çarpıklığın özünde Türkiye’nin uluslararası piyasalara sunmakta olduğu yüksek reel faiz sayesinde yüksek oranlarda çekmekte olduğu spekülative sıcak para girişleri vardır. Sıcak para girişleri döviz kurunu ucuzlatmakta (TL aşırı değerlenmekte) ve yurt dışından ithalatı özendirmektedir. Bunun sonucunda da cari işlemler açığı genişlemektedir. Bu arada gerçekleşen ihracat ve üretim artışlarının yurt içinde katma değeri düşük sektörlerde (otomotiv ve dayanıklı tüketim malları gibi) yoğunlaşması neticesinde de istihdam artışları çok sınırlı kalmakta ve işsizlik sorunu derinleşmektedir. Dolayısıyla cari açık ve işsizlik birbirine bağlı sorunlar olarak ortaya çıkmaktadır (Telli vd, 2006).

Öte yandan, sıcak para girişleri devam ettikçe aşırı değerlenen TL , hem ithalatı hem de ihraç malları içindeki ithal girdi payını sürekli arttırmaktadır. 2000-2004 döneminde ihracat yılda ortalama yüzde 19 artarken, imalat sanayiindeki büyüme yüzde 4’ten ibaret kalmış, ihracat artışı imalat sanayiini harekete geçirememiştir. Bunun

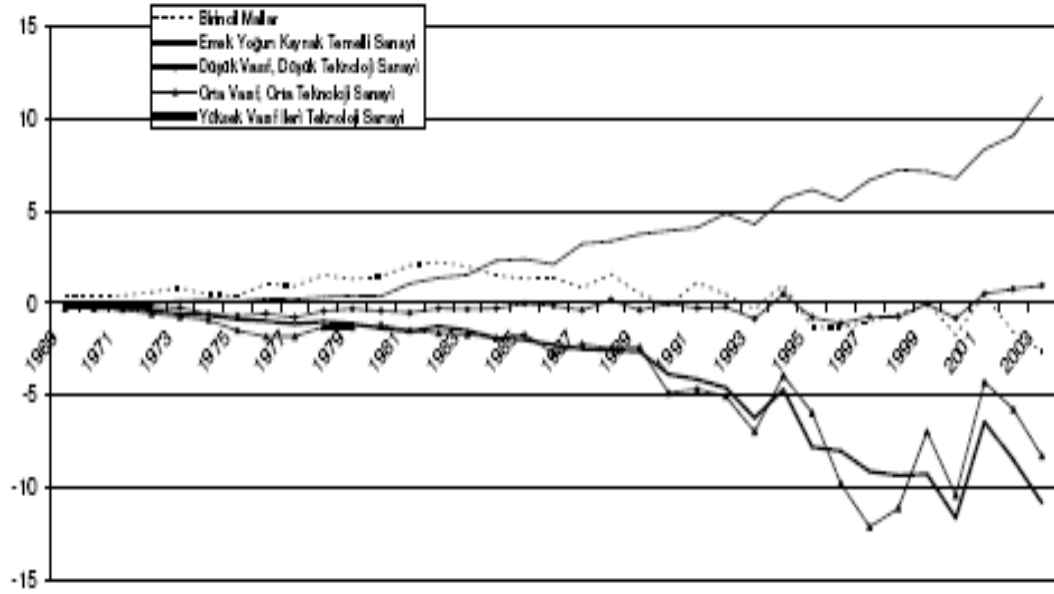
nedeni ise, ithalata bağımlılığı giderek artan ihracatın ithalatı hızlandırmış olmasıdır. (BSB, 2006, s.33). Dahilde işleme rejiminin payının artması da yine bu duruma işaret etmektedir. Dahilde işleme rejimi, yerli üreticilerin yurtiçinde işleyerek belli bir süre içerisinde ihraç etmeleri kaydıyla gümrük ve diğer vergi ve fonlardan muaf tutularak ithal girdi satın alabilmelerine olanak sağlar. Kısacası, dahilde işleme izni karşılığında yapılan ithalat, dış ticaret politikası önlemlerine tabi tutulmamaktadır. 2004 yılındaki 63 milyar dolarlık ülke ihracatının yüzde 53'ü bu yolla gerçekleştirilmiştir (Sönmez, 2005, s.24). Her 100 dolarlık sanayi ürünü ihracatı için yapılması gereken ithalat tutarı, 1996 yılında 56 dolar iken 2004 yılında 66 dolara ulaşmıştır. Sektörler itibariyle bu oran elektronikte yüzde 77 ile zirveye ulaşırken, demir-çelikte yüzde 75, demir dışı metallerde yüzde 73, elektrikli makinelerde yüzde 66, otomotivde yüzde 65, madenî eşyada yüzde 61 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin uluslararası rekabette görece avantajlı sayıldığı dokuma ve giyimde bile bu oranın yüzde 58'i bulunduğu, yerli iplik ve dokumanın yerine ithalatın artan ölçüde tercih edildiği gözlenmektedir (BSB, 2006, s.35).

İhraç malları içinde ithal ara malı kullanımının artması, ülkeden dışarıya satılan her birim mal için yabancı üretim faktörlerine giderek daha fazla ödeme yapılmasını gündeme getirmektedir. Böylece yerli üretim için yerli girdi ve yerli işgücü kullanmak yerine, dışarıda yabancı işgücü tarafından üretilen görece ucuz girdiler tercih edilmektedir. Yani diğer ülkelerin işgücüne Türkiye'den gelir transferi yapılmaktadır. Bu durum ekonomik büyümenin istihdam yaratamaması ile de yakından ilgilidir. 77 milyar dolara ulaşip tarihi rekor olarak nitelendirilen 2005 yılı ülke ihracatına rağmen, ekonomide ek istihdam yaratılamamıştır. 2004 ve 2005 işsizlik oranları aynı düzeyde, yüzde 10.3 olarak gerçekleşmiştir.

Öte yandan ülke ihracatında görülen yüksek oranlı artışlara rağmen ithalatta daha büyük oranda artışlar gerçekleşmektedir. Böylelikle ülkenin dış ticareti ve sonuçta cari işlemleri giderek kötüleşmektedir. Ülke ekonomisinin reel üretim faaliyetleri sıcak para gibi son derece belirsiz sermaye hareketlerinin etkisi altına girmiştir. Bu nedenle, ekonomi dışarıdan sağlanan görece ucuz girdilerle neyi ucuz üretebiliyorsa onu üretmeye mahkum kalmaktadır. Köse ve Öncü (2004)' ün de belirttiği gibi, Türkiye'nin dış ticaret fazlası verdiği sektörler emek yoğun - kaynak temelli sektörlerdir. Şekil 7'de

görülebileceği gibi, ileri teknoloji ve nitelikli emek gerektiren sektörlerde ekonomi sürekli dış ticaret açığı vermekte ve bu durum 2000’li yıllardan itibaren daha da belirginleşmektedir.

Şekil 7:Mal Gruplarına Göre Dış Ticaret Dengeleri, (1969-2003)
(milyar \$)



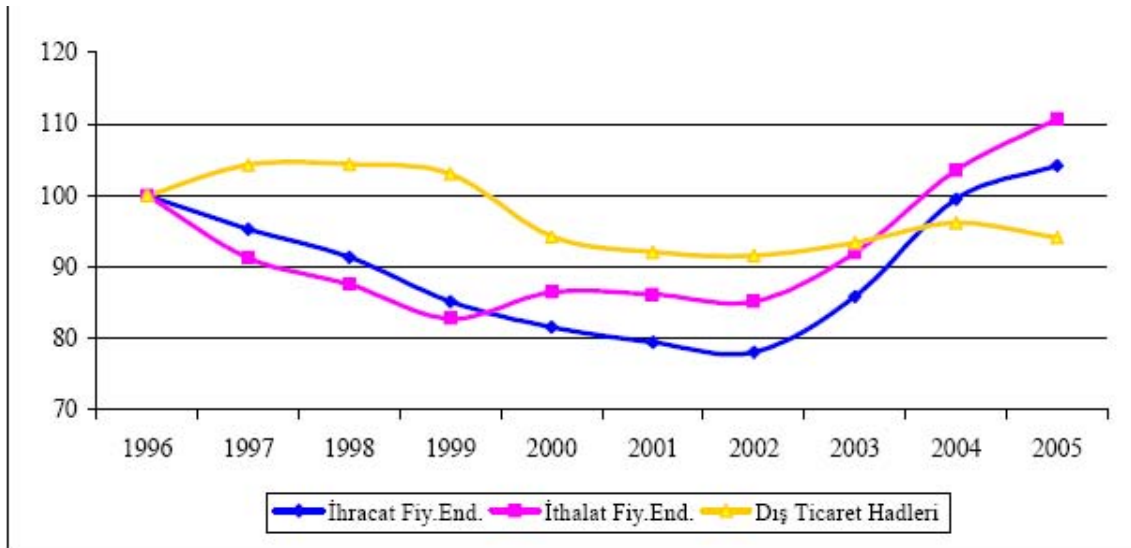
Kaynak: Köse ve Öncü (2004)

Oysa günümüz dünyasında sağlıklı bir dış ticaret yapısı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için, ileri teknoloji ve nitelikli işgücü gerektiren sektörlerde uzmanlaşıp, bu sektörlerin ürünlerinin ihracat malları payını arttırmak gerekir. Böylece, uluslararası ticarete talep gören, dolayısıyla fiyatı yükselen malların ihracat içindeki payı artar ve ülkenin dış ticaret hadleri yükselir.

İhracat malları fiyat endeksinin ithal malların fiyat endeksine oranı olarak tanımlanan dış ticaret hadlerinin Türkiye ekonomisi için izlediği trend Şekil 8’ den izlenebilmektedir. Dış ticaret haddinin 100’ün üzerinde olması, dış ticaret fiyat hareketlerinden ülkenin olumlu etkilendiği, 100’ün altında olması ise olumsuz etkilendiği anlamını taşır. Başka bir ifadeyle, ülke ekonomisinin dış ticaret hadlerindeki değişim yoluyla ek bir gelir elde ettiği veya ek bir maliyete katlandığı söylenebilir. Şekil 8’den 2000 yılı ve sonrasında, dış ticaret hadlerinin 100’ün altında kaldığı ve giderek düştüğü görülmektedir. Bunun anlamı, Türkiye ekonomisi dış ticaretten üretim

değerinin altında bir gelir sağlayabilmektedir. Halbuki, ülkenin ihracatı rekorlar kırmaktadır. Öyleyse, ihracatın mutlak olarak artması bir anlam ifade etmemektedir; bu ihracat rekorları giderek ülkeden daha fazla kaynak transfer edildiğini göstermektedir. Dış ticaret hadlerinde ortaya çıkan bu çarpık yapı süreklilik kazanırsa, Bhagwati'nin iktisat literatüründe “fakirleştiren büyüme” (immiserizing growth) olarak adlandırdığı durum Türkiye ekonomisi için geçerli olacaktır. Buna göre; açık bir ekonomide büyümenin refah etkisi düşebilecektir. Çünkü, ekonomik büyümenin ülkeye getirisi, dış ticaret hadlerinde ortaya çıkan muhtemel bozulmanın neden olacağı kayıpla giderilecektir. Hatta, bu kayıp büyümenin etkisini aşarsa fakirleştiren büyüme durumu ortaya çıkacaktır (Bhagwati, 1968).

Şekil 8: Dış Ticaret Fiyat Endeksleri ve Dış Ticaret Hadleri



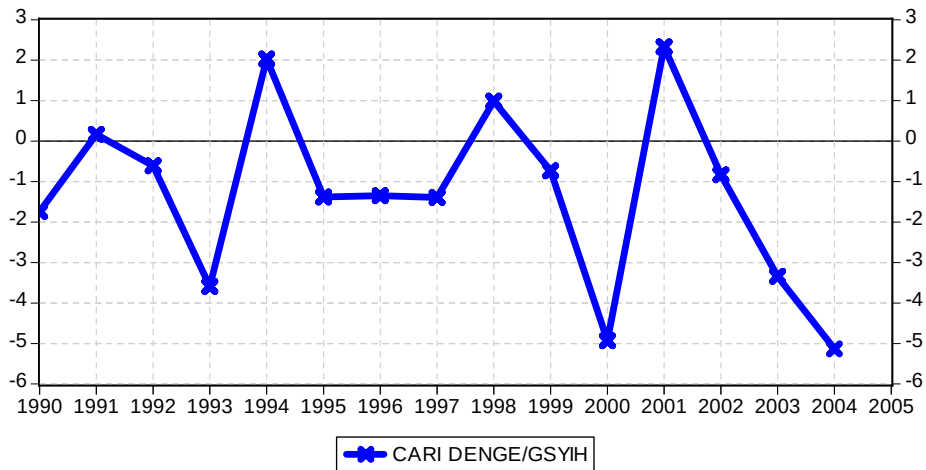
Kaynak: Yükseler ve Türkan, 2006

Bugün, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu koşullar her an bir kriz potansiyelini içinde barındırmaktadır. Buna en güzel örnek cari işlem açıklarıdır. 2001 Şubatında sıcak para çıkışları nedeniyle TL'nin dalgalanmaya bırakılması ve TL'nin yüksek oranlı değer kaybı neticesinde cari işlemler açığında bir düzelmeye gerçekleşmişti. 2001 yılı cari işlemleri 3,39 milyar dolar fazla verdi. Güçlü Ekonomiye Geçiş adı altında açıklanan IMF programının uygulamaya konması ile sıcak para lobisine verilen güven ve yüksek reel faiz sonucunda ülkeye spekülasyon para tekrar akmaya başladı. TL'nin değerlenme süreci yine gündeme gelince ülkenin cari işlemleri açık vermeye

başladı. 2002’de 1,52; 2003’de 8,03 ve 2004’de 15,6 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, 2005’de 23,2 milyar dolarlık rekor bir açık verdi. 2006 Ekim ayı itibariyle 1 yıllık cari açık 34,4 milyar dolara yükselmiştir.

Cari işlemler açığı / GSYİH oranı da buna bağlı olarak sürekli büyümektedir. Bu durum, aşağıdaki Şekil 9’dan da izlenebilmektedir. 2006 sonunda beklenen 390 milyar dolarlık GSYİH seviyesi gözönüne alındığında, cari açığın GSYİH’ya oranı yüzde 8’in üzerine taşınacaktır. Bu oranın sürdürülemez olduğu düşüncesi uluslararası piyasalarca da kabul gördüğünde olası sıcak para çıkışları kurda yükselişi gündeme getirecektir. Nitekim 2006 Mayıs’ında sıcak para lobisi böyle bir girişimde bulunmuş ve kurda bir hafta içerisinde yüzde 20’lik yükselişler yaşanmıştır.

Şekil 9



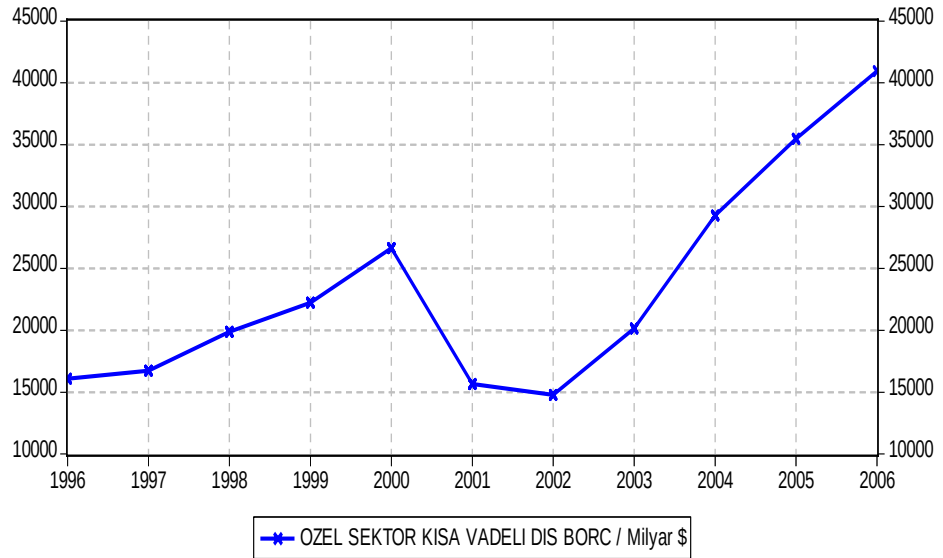
Kaynak: Merkez Bankası istatistiklerinden elde edilmiştir.

Diğer yandan, 2001 krizi sonrası uygulanan IMF programına güvenen uluslararası bankalarca Türk özel sektörü kısa vadeli borç tuzağına düşürülmektedir*. Bu durum yeni bir moral hazard şüphesini akla getirmektedir. Türk özel sektörünün kısa vadeli borçlanma girişimlerinin izlediği trend aşağıdaki Şekil 10’da görülebilmektedir. 2002 yılından bu yana sürekli artan özel sektörün kısa vadeli dış borçları 2006 yılının ikinci çeyreğinde 40,9 milyar dolara ulaşmış durumdadır. Türkiye ekonomisinde ilk kez bu yıl dış borçların içinde özel sektörün payı yüzde 50’yi aşmıştır.

* Benzer uygulama 2000 programı sürdürülürken de yaşanmış ve Kasım krizi sonrasında özel sektörün tüm borçları devlet güvencesi altına alınmıştı.

193 milyar dolar düzeyindeki toplam dış borçların 111 milyar doları özel sektöre aittir. Özel sektör bu kısa vadeli dövizleri reel yatırımların finansmanında kullanmayıp, Hazineye borç olarak vermektedir.

Sekil 10



Kaynak: Merkez Bankası istatistiklerinden elde edilmiştir.

Merkez Bankası Başkanı özel sektöre dövizle borçlanmanın uyarısı yaparak, sermaye hareketlerine karşı kontrolü kaybettiğini bir şekilde itiraf etmiştir. İster iç, ister dış nedeni olsun; olası bir sıcak para kaçıışı durumunda yükselecek kur bu borçları ödenemez duruma getirip, büyük iflaslar yaşanmasına neden olabilecektir. 1980'lerden sonra yaşanan tüm finansal krizlerin ortak noktası, Calvo ve Mendoza (2000)'nin ve Rodrik (2006)'in de vurguladığı gibi, kısa vadeli borçların ülkelerin döviz rezervlerine oranlarında ortaya çıkan yükselişler sonucunda gerçekleşmeleridir. Bu durum ülkelerin finansal kırılganlıklarını arttırmaktadır. Bu oran Türkiye ekonomisi için 2006 ikinci çeyrek itibarıyla yüzde 70 düzeyindedir ve artış trendindedir. Her ne kadar dalgalı kur rejimi geçerli olsa da, olası bir sıcak para kaçıışında Merkez Bankası, bu derece yükselen kısa vadeli borçları göz önüne aldığı anda döviz rezervlerini terkerek kullanmak zorunda kalacaktır.

Kısacası, Türkiye ekonomisi açısından finansal serbestleşme, ülkenin büyüme ve çöküş potansiyelini içinde barındıran, makroekonomik göstergelerde çelişkili ve

sağlıksız bir yapıya neden olmuştur. İzleyen bölümde, ülkenin büyüme dinamikleri ile sıcak para hareketleri arasındaki etkileşim ve bunun kaynakları açısından daha net bir yargıya ulaşılabilmesi için ekonometrik bir çalışma yapılacaktır.

5. TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN FİNANSAL SERBESTLEŞMEYİ SORGULAYAN EKONOMETRİK ANALİZ

Türkiye ekonomisinin 1989 yılındaki finansal serbestleşme sonrası GSYİH, özel tüketim harcamaları, yatırımlar, faiz oranları ve reel kuru içine alan makroekonomik değişkenleri ile sıcak para değişkeni arasındaki etkileşimi sorgulayan ekonometrik bir analiz ve bu analizin sonuçları bu bölümde yer almaktadır. Veri seti olarak Merkez Bankası veri dağıtım sisteminden yararlanılmış ve bu değişkenlere ait 1991 2.çeyreği ile 2006 2. çeyreği arasındaki veriler kullanılmıştır. Sıcak para değişkeninin büyüklüğünün nasıl hesaplandığı Ekler kısmında yer almaktadır. 5'inci bölümün yapılandırılmasında kullanılacak yöntem kısaca şöyledir: Öncelikle uygulanacak istatistiki teknik kısaca açıklanacak ve sonra açıklamaya uygun analiz yöntemi gerçekleştirilecektir. Toplu sonuçlar ışığında değerlendirme yapılacaktır.

5.1. Değişkenler İçin Durağanlık Analizi

Zaman serilerinin analizi, bir değişken ya da değişkenler setinin zaman serisi verileri yardımıyla temel karakteristik özelliklerini ortaya çıkarmak ve buna bağlı olarak geleceğe yönelik sağlıklı öngörüler yapmak için kullanılır. Bu yöntem sürecinde öncelikle serilerin durağanlık analizi yapılır. Bu süreçte serilerin durağanlık tipleri ve mertebeleri tespit edilmeye çalışılır. Serilerin durağanlıkları tespit edildikten sonra değişkenler için uzun dönem eğilimlerini ortaya çıkarmak için kointegrasyon (eşbütünleşme) analizi yapılır. Değişkenler için hata düzeltme mekanizmaları, nedensellik analizi ve VAR modelleri incelemeleri de yapılarak gerek değişkenlerin karakteristik özellikleri gerekse birlikte gösterecekleri eğilimler ve özellikler ortaya konulmaya çalışılır (Maddala, 1992, s.525).

Zaman serisi analizinde temel amaç, önceki dönemlere ait gözlem değerleri yardımıyla geçmişini açıklayarak geleceğe yönelik tahminler yapmaktır. Bu tahminler yapılırken zaman serisinin geçmişteki hareketlerinin gelecekte de aynı eğilim içinde bulunacağı varsayılır (Serper, 1993, s.208).

Zaman serisi analizi için seriler durağan olmalıdır. Ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan süreç için durağandır denir. Kısacası eğer bir zaman serisi durağansa ortalaması, varyansı ve ortak varyansı, bunlar ne zaman ölçülürse ölçülsün aynı kalır (Gujarati, 2001, s.713). Zaman serileri sahip oldukları ortak trend yüzünden genellikle artma eğilimi içerisindedirler. Bu nedenle; bir zaman serisinin regresyon analizi yapıldığında, değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, çoğunlukla yüksek bir R^2 (Belirlilik Katsayısı) değeri elde edilebilmektedir. Bu durum ise *sahte regresyon* (spurious regression) sorununu ortaya çıkarır. Yani seriler arasında aslında bir ilişki yoktur ancak taşıdıkları ortak trend sebebiyle beraber hareket ettiklerinden dolayı ilişki varmış gibi görülür. Bu nedenle serilerin durağan olup olmamaları büyük önem taşımaktadır. İktisadi değişkenlerde zaman serileri genellikle durağan çıkmamaktadır. Eşbütünleşme analizi yapmak için seriler aynı dereceden durağan olmalıdır. Bu sebeple serilerin durağanlığı analiz edilip durağanlık mertebeleri belirlenmelidir.

Durağan zaman serileri için şoklar geçicidir. Şokların etkisi zamanla kaybolur ve seriler uzun dönem ortalama seviyelerine geri dönerler. Durağan seriler, uzun dönem sabit bir ortalama etrafında dalgalanmaları sebebi ile ortalama denge seviyelerine dönme eğilimi gösterirler. Zaman içinde değişmeyen sabit varyansa sahiptirler ve ortak varyansları zamana değil zamanlar arası farka bağlı serilerdir.

Durağan olmayan seriler ise sürekli bileşene sahiptirler. Durağan olmayan zaman serisinin, ortalaması ve varyansı zamana bağlıdır. Durağan olmayan zaman serilerinin dönebileceği bir uzun dönem ortalaması yoktur. Serinin varyansı zamana bağlı olduğundan, zaman sonsuza yaklaştıkça varyans da sonsuza gider. (Enders; 2004, s.212).

Durağanlık analizi yapabilmek için ilk önce serinin grafiği incelenebilir. Grafik incelemesi kesin sonuçlar vermez; fakat bir fikir verebilir. Bu sebeple durağanlığı analiz etmek için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir (Dickey- Fuller, Genişletilmiş Dickey-Fuller, Phillips-Perron, Ng-Perron, Kwiatkowski-Philips-Schmidt-Shin vb.). Literatürdeki ampirik çalışmaların büyük bölümünde “Genişletilmiş Dickey-Fuller”

(Augmented Dickey-Fuller, ADF) testi kullanılmaktadır. Bu çalışmada Dickey- Fuller, Genişletilmiş Dickey-Fuller, Colloerogram testleri açıklanmaya çalışılacaktır.

Durağanlık sınamalarında en çok kullanılan yöntem birim kök sınamasıdır. Elimizde Y olarak göstereceğimiz bir seri olsun. Y serisinin aşağıdaki gibi oluştuğunu varsayalım.

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_t \quad (1)$$

Burada u_t , klasik varsayıma uyan, yani ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen, ardışık bağımlı olmayan, olasılıklı hata terimidir. Böyle bir hata terimi *beyaz gürültü* (*White noise*) hata terimi olarak anılır (Gujarati, 2001, s.718). Bu eşitlikte, söz konusu değişken kendi gecikmeli değerine göre açıklandığından ve gecikme uzunluğu sadece bir dönemle sınırlı kaldığından; burada bir $AR(1)^*$ süreçten söz edilmektedir. Y_{t-1} teriminin katsayısı 1'e eşitse birim kök sorunuyla yani durağan olmama ile karşı karşıyayız demektir. Birim kökü olan bir zaman serisi, zaman serisi ekonometrisinde rassal yürüyüş (random walk) diye bilinir. Rassal yürüyüş durağan olmayan zaman serisi örneğidir. Bu durum ise y_t 'nin bir önceki dönem değerinden, sadece hata terimi kadar farklı olduğunu yani serinin durağan olmadığını göstermektedir. Eğer 1 numaralı denklemin her iki yanından da y_{t-1} çıkarılırsa;

$$\Delta y_t = (\rho - 1)y_{t-1} + u_t \quad (2)$$

elde edilecektir. Burada $(\rho-1)=\lambda$ olarak kabul edilirse 2 numaralı eşitlik şu şekli alacaktır:

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + u_t \quad (3)$$

* Autoregressive

Burada $\rho=1$ olması $\lambda=0$ anlamına gelmektedir. (1) ve (2) numaralı eşitlikler aslında aynıdır. Sadece matematiksel bir dönüşüm yapılmıştır. Bu sebeple $\rho=1$ olması ile $\lambda=0$ olması aynı durumu ifade etmektedir.

Dickey ve Fuller testi λ nün sıfıra eşit olup olmadığını test eder. Dickey ve Fuller testinde temel hipotez (H_0 hipotezi) $\lambda=0$ biçiminde kurulur. Burada $\lambda=0$ olması (veya aynı anlama gelen $\rho=1$ olması durumu) serinin birim köke sahip olduğu, durağan olmadığı anlamına gelir. Yani temel hipotez reddedilemezse seri durağan değildir, $\lambda=0$ olduğu durumda $\Delta y_t = u_t$ olacaktır. Burada u_t klasik varsayımları sağlayan hata terimi olduğundan, y_t 'nin, düzey olarak değil fakat birinci farkı alındığında durağan hale geldiği söylenebilmektedir. Bu şekilde, birinci farkları alınarak durağan hale getirilen serilere, “birinci dereceden entegre (bütünleşik)” seriler denir ve I(1) şeklinde gösterilir. Eğer söz konusu seri, d sefer farkı alınarak durağanlaştırılabilirse, d inci dereceden bütünleşik bir seridir denir ve I(d) olarak gösterilir.

Dickey Fuller testinde alternatif hipotez ise λ 'nün sıfıra eşit olmaması şeklinde kurulur. Eğer alternatif hipotez kabul edilirse seri durağandır denir. Bu durumda seri I(0) olarak gösterilir. Bu ifade serinin düzey halde durağan olduğunu belirtir. Dickey Fuller testini yaparken temel hipotez veya alternatif hipotez arasında karar verirken karar kriteri olarak (3) numaralı denklemdeki y_{t-1} değişkeninin t istatistik değeri , belirli bir anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerlerinden uygun olan tablo değerleri ile karşılaştırılır. Eğer t istatistiğinin mutlak değeri Dickey Fuller mutlak eşik t değerinden büyükse verilmiş zaman serisinin durağan olduğunu ileri süren alternatif hipotezi reddedemeyiz. Öte yandan, t istatistiği eşik değerin altında ise zaman serisi durağan değildir (Gujarati, 2001, 720).

Gerek kuramsal gerek uygulama nedenleri ile Dickey Fuller sınaması aşağıdaki kalıplardaki regresyonlara uygulanır;

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

$$\Delta Y_t = \partial + \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad (5)$$

$$\Delta Y_t = \partial + \beta T + \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad (6)$$

(5) numaralı denklemde sabit terim; (6) numaralı denklemde ise hem sabit terim hem de trend yer almaktadır. Dickey ve Fuller yaptıkları Monte Carlo çalışması ile (4), (5) ve (6) durumlarına uyan %1 , %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için eşik değerleri tabloştırmışlardır (Dickey ve Fuller, 1979).

Dickey ve Fuller testi sonuçlarının güvenilirliği için u_t hata terimi beyaz gürültü hata terimi olmalıdır. Bunun için serinin ortalaması sıfır ,varyansı sabit olmalı ve seride otokorelasyon olmamalıdır.

Serilerin durağanlık incelemesi yapılırken önemli noktalardan bir tanesi de serilerin hata terimlerinin otokorelasyon içermemesi gerekliliğidir. Hata terimlerinin otokorelasyon olup olmadığını tespit ve tespit edilen otokorelasyonu ortadan kaldırmak için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Eğer seride otokorelasyon varsa bu sorun testin tüm güvenilirliğini ortadan kaldırmaktadır. Otokorelasyon tespiti için kullanılan temel istatistikler: Barlett, Q-Statics, Box-Pierce ve Ljung-Box kriterleridir.

Hata teriminde otokorelasyon varsa bunu düzeltmek için denklemin sağ tarafına bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenir. Bu şekilde ADF (Augmented Dickey Fuller – Genişletilmiş Dickey Fuller) testine ulaşılmış olur. (4), (5) ve (6) numaralı eşitlikler bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenerek aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \theta_i \sum_{i=0}^n \Delta Y_{t-i} + \mu_t \quad (7)$$

$$\Delta Y_t = \partial + \lambda Y_{t-1} + \theta_i \sum_{i=0}^n \Delta Y_{t-i} + \mu_t \quad (8)$$

$$\Delta Y_t = \partial + \beta T + \lambda Y_{t-1} + \theta_i \sum_{i=0}^n \Delta Y_{t-i} + \mu_t \quad (9)$$

Uygun gecikme uzunluğu seçiminde temel amaç otokorelasyon sorununu ortadan kaldıran minimum gecikme uzunluğuna ulaşmaktır. Yukarıdaki eşitliklerde i indisi otokorelasyon sorununu ortadan kaldıran gecikme sayısını belirtir. Gecikme uzunluğunun nasıl tespit edileceği konusunda belli kriterlerden faydalanılır. Bu kriterler

arasında uygulamalı analizlerde en çok kullanılanları Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC), Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriteri ve Akaike'nin Final Prediction Error (FPE) kriteridir. Uygulamalı analizlerde bu kriterleri en küçük yapan gecikme değeri gecikme uzunluğu olarak alınır.

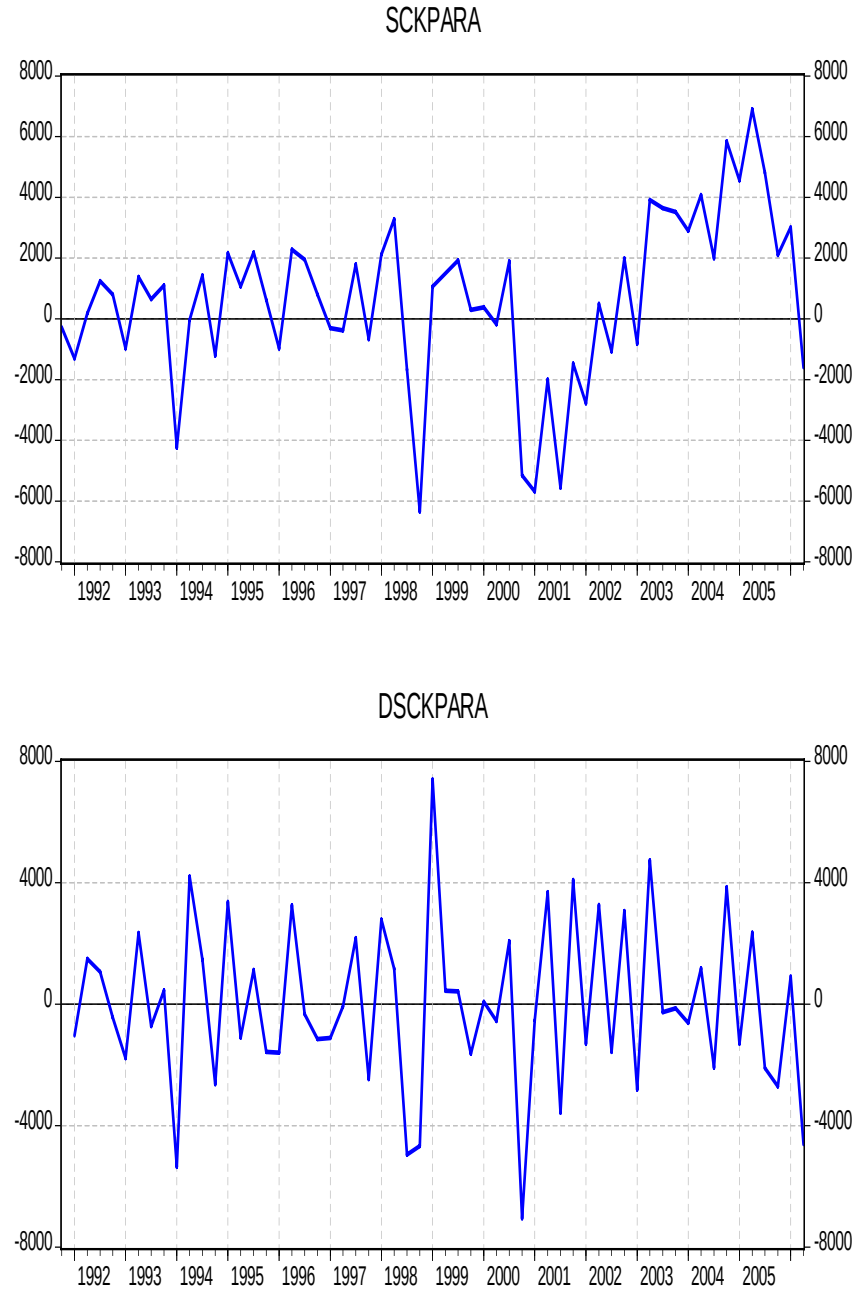
ADF testinde karar verme süreci yukarıda anlatılan Dickey ve Fuller testi ile aynıdır. Y_{t-1} değişkeninin hesaplanan t istatistiği, Dickey ve Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılır. Mutlak değer olarak hesaplanan t istatistiği, mutlak eşik tablo değerinden daha küçük ise H_0 temel hipotezi reddedilemez; yani serinin birim köke sahip olduğu, durağan olmadığı söylenir. Hesaplanan t istatistiği mutlak değer olarak eşik tablo değerinden daha büyük ise H_0 temel hipotezi reddedilir. Yani bu durumda serinin durağan olduğu söylenir.

5.1.1. Sıcak Para Değişkeni İçin Durağanlık Analizi

Serilerin durağanlığı ADF testleri kullanılarak incelenmeye çalışılmıştır. ADF testinde seçilen gecikme uzunluğu otokorelasyon sorununu ortadan kaldıran minimum gecikme uzunluğudur. ADF testi ile serilerin durağanlığı incelenmeden önce serilerin grafiklerine bakılmıştır. Grafik incelemesi serilerin durağanlığı hakkında önsel bilgi verir.

Sıcak para değişkeni, çalışmanın Ekler kısmında tanımlanmıştır. Sıcak para değişkeninin düzey ve birinci fark serileri Şekil 11' de gösterilmiştir.

Şekil 11: Sıcak Para Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serileri



Kaynak:Merkez Bankası

Tablo 9 : Sıcak Para Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: SCKPARA has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.547222	0.0030
Test critical values:	1% level		-4.124265	
	5% level		-3.489228	
	10% level		-3.173114	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SCKPARA)				
Method: Least Squares				
Date: 12/16/06 Time: 11:34				
Sample (adjusted): 1992Q1 2006Q2				
Included observations: 58 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SCKPARA(-1)	-0.562658	0.123737	-4.547222	0.0000
C	-286.8115	648.1028	-0.442540	0.6598
@TREND(1991Q4)	21.71787	19.83844	1.094737	0.2784
R-squared	0.274097	Mean dependent var		-22.62069
Adjusted R-squared	0.247700	S.D. dependent var		2778.294
S.E. of regression	2409.760	Akaike info criterion		18.46278
Sum squared resid	3.19E+08	Schwarz criterion		18.56935
Log likelihood	-532.4206	F-statistic		10.38383
Durbin-Watson stat	2.117071	Prob(F-statistic)		0.000149

Yukarıdaki Tablo 9’da, sıcak para değişkenine ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçları görülmektedir. Burada otokorelasyon incelemesi yapıldığında otokorelasyonun olmadığı tespit edilmiştir. Test istatistiğimiz % 1 anlamlılık düzeyinde Dickey Fuller Tablo değerimize göre daha negatif olmasına (seri durağan görüntü taşımaya) karşı, bu iki değer birbirine oldukça yakın olduğu görülmüştür. Burada zayıf durağanlıktan şüphelenildiğinden, bu serinin durağanlığını anlamak amacı ile serinin correlogramına bakılmıştır.

Tablo 10 : Sıcak Para Serisi için Correlogram Sonucu

Date: 12/16/06 Time: 11:44						
Sample: 1991Q4 2006Q2						
Included observations: 59						
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. ****	. ****	1	0.473	0.473	13.876	0.000
. ***	. **	2	0.392	0.217	23.590	0.000
. **	. *	3	0.305	0.077	29.567	0.000
. **	. *	4	0.281	0.086	34.751	0.000
. *	. .	5	0.168	-0.056	36.634	0.000
. *	. *	6	0.083	-0.078	37.104	0.000
. .	. .	7	0.028	-0.051	37.159	0.000
. *	. *	8	0.068	0.071	37.482	0.000
. .	. *	9	-0.043	-0.100	37.617	0.000
. *	. **	10	-0.172	-0.192	39.801	0.000
. *	. .	11	-0.123	0.029	40.928	0.000
. *	. .	12	-0.131	-0.014	42.246	0.000
. **	. *	13	-0.235	-0.156	46.560	0.000
. **	. *	14	-0.316	-0.151	54.525	0.000
. *	. *	15	-0.183	0.124	57.253	0.000
. **	. *	16	-0.245	-0.117	62.262	0.000
. *	. .	17	-0.180	0.023	65.044	0.000
. **	. .	18	-0.226	-0.023	69.544	0.000
. .	. *	19	-0.031	0.178	69.631	0.000
. *	. *	20	-0.092	-0.133	70.420	0.000
. *	. .	21	-0.064	-0.001	70.811	0.000
. .	. *	22	-0.035	0.085	70.932	0.000
. .	. *	23	-0.012	-0.116	70.948	0.000
. *	. *	24	-0.060	-0.154	71.321	0.000

Yukarıdaki Tablo 10'dan izlenebileceği gibi, sıcak para değişkeni düzey halde durağan görülmemektedir. Olasılık değerleri % 5 ten küçük olduğundan sıcak paranın geçmiş değerleri ile ilişkili olduğu görülmüştür. Bu sebeple sıcak para değişkenin farkı alınarak durağan hale gelip gelmediği aşağıda araştırılmıştır.

Tablo 11 : Sıcak Para Fark Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: D(SCKPARA) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-11.29428	0.0000
Test critical values:	1% level		-4.127338	
	5% level		-3.490662	
	10% level		-3.173943	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SCKPARA,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/16/06 Time: 12:07				
Sample (adjusted): 1992Q2 2006Q2				
Included observations: 57 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SCKPARA(-1))	-1.428072	0.126442	-11.29428	0.0000
C	222.2179	712.5361	0.311869	0.7563
@TREND(1991Q4)	-6.750164	20.82775	-0.324095	0.7471
R-squared	0.702995	Mean dependent var		-62.78947
Adjusted R-squared	0.691995	S.D. dependent var		4660.825
S.E. of regression	2586.676	Akaike info criterion		18.60533
Sum squared resid	3.61E+08	Schwarz criterion		18.71286
Log likelihood	-527.2519	F-statistic		63.90748
Durbin-Watson stat	2.119568	Prob(F-statistic)		0.000000

Tablo 11’de sıcak para değişkeninin ilk farklar alındıktan sonraki yapısına ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçları görülmektedir. Burada sıcak para değişkeninin düzey halinde durağan olmadığı tespit edilmiş, daha sonra durağanlık için fark alınarak ilk farklarda durağan olup olmadığı sorgulanmıştır. Durağanlık için temel hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir.

Ho: $\phi = 0$, Seri durağan değil, Birim köke sahip,

Ha: $\phi < 0$, Seri durağan, Birim kök yok,

Karar kriteri için hesaplanan t istatistik değeri, % 5 anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmış ve hesaplanan istatistik değeri tablo değerinden daha fazla negatif olduğundan Ho hipotezi, diğer şartlar sabitken seçilen anlam seviyesinde reddedilmiştir. Tablo 11’deki ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta

durağandır. Burada hata teriminde otokorelasyon olmadığından gecikme kullanılmamıştır.

5.1.2. Faiz Değişkeni İçin Durağanlık Analizi

Faiz serisi, üç aylık ortalamaya sahip vadeli mevduat faizidir.

Şekil 12: Faiz Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği



Kaynak: Merkez Bankası

Tablo 12 : Faiz Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: D(FAIZ) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			-7.856993	0.0000
	1% level		-2.606163	
	5% level		-1.946654	
	10% level		-1.613122	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(FAIZ,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/08/06 Time: 01:00				
Sample (adjusted): 1992Q2 2006Q2				
Included observations: 57 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FAIZ(-1))	-1.048890	0.133498	-7.856993	0.0000
R-squared	0.524337	Mean dependent var		0.087719
Adjusted R-squared	0.524337	S.D. dependent var		21.62115
S.E. of regression	14.91175	Akaike info criterion		8.259564
Sum squared resid	12452.18	Schwarz criterion		8.295407
Log likelihood	-234.3976	Durbin-Watson stat		2.026492

Yukarıdaki Tablo 12’de faiz değişkeninin ilk farklar alındıktan sonraki yapısına ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçları görülmektedir. Burada faiz değişkenin düzey haline Dickey Fuller testi uygulandığında düzey halinin durağan olmadığı tespit edilmiş daha sonra durağanlık için fark alınarak ilk farklarda durağan olup olmadığı sorgulanmıştır.

Durağanlık için temel hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir.

Ho: $\phi = 0$, Seri durağan değil, Birim köke sahip,

Ha: $\phi < 0$, Seri durağan, Birim kök yok.

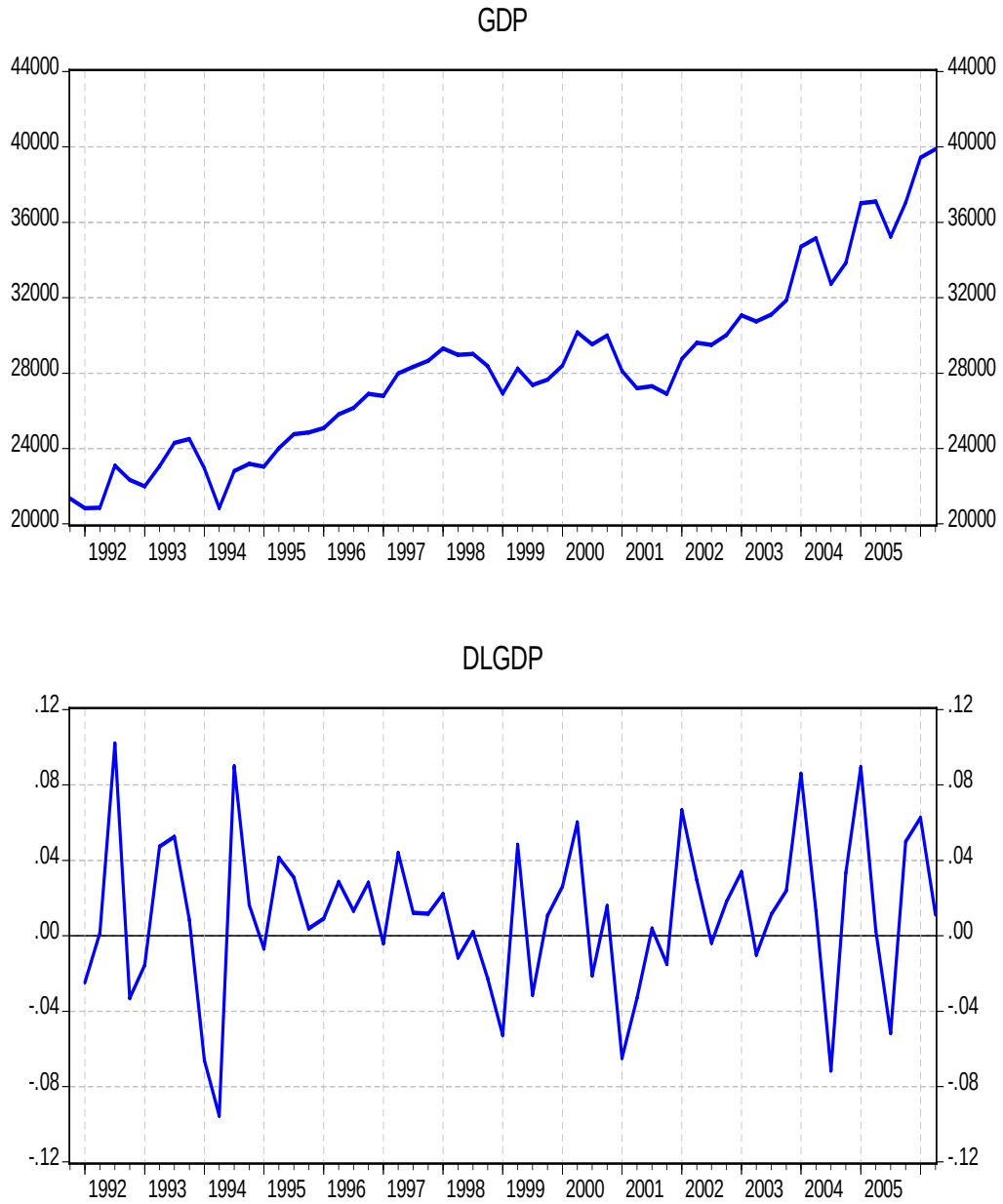
Karar kriteri için hesaplanan t istatistik değeri, % 5 anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmış ve hesaplanan istatistik değeri tablo değerinden daha fazla negatif olduğundan Ho hipotezi, diğer şartlar sabitken seçilen anlam seviyesinde reddedilmiştir. Tablo 12’deki ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta

durağandır. Burada hata teriminde otokorelasyon olmadığından gecikme kullanılmamıştır.

5.1.3. GSYİH Değişkeni İçin Durağanlık Analiz

GSYİH serisi mevsimsel arındırmadan geçirilip, GDP sembolü ile gösterilmiştir.

Şekil 13: GSYİH Değişkenin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği



Kaynak: Merkez Bankası

Tablo13 : GSYİH Serisi İçin ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			-8.187943	0.0000
	1% level		-3.552666	
	5% level		-2.914517	
	10% level		-2.595033	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(GDP,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/08/06 Time: 01:14				
Sample (adjusted): 1992Q3 2006Q2				
Included observations: 56 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDP(-1))	-1.455626	0.177777	-8.187943	0.0000
D(GDP(-1),2)	0.444532	0.126756	3.506999	0.0009
C	467.8051	154.3233	3.031332	0.0038
R-squared	0.597547	Mean dependent var		7.423859
Adjusted R-squared	0.582361	S.D. dependent var		1671.814
S.E. of regression	1080.410	Akaike info criterion		16.86015
Sum squared resid	61866194	Schwarz criterion		16.96865
Log likelihood	-469.0843	F-statistic		39.34626
Durbin-Watson stat	1.937219	Prob(F-statistic)		0.000000

Tablo 13’de GSYİH değişkeninin ilk farklar alındıktan sonraki yapısına ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçları görülmektedir. Burada GSYİH değişkenin düzey haline Dickey Fuller testi uygulandığında düzey halinin durağan olmadığı tesbit edilmiş daha sonra durağanlık için fark alınarak ilk farklarda durağan olup olmadığı sorgulanmıştır.

Durağanlık için temel hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir.

Ho: $\phi = 0$, Seri durağan değil, Birim köke sahip,

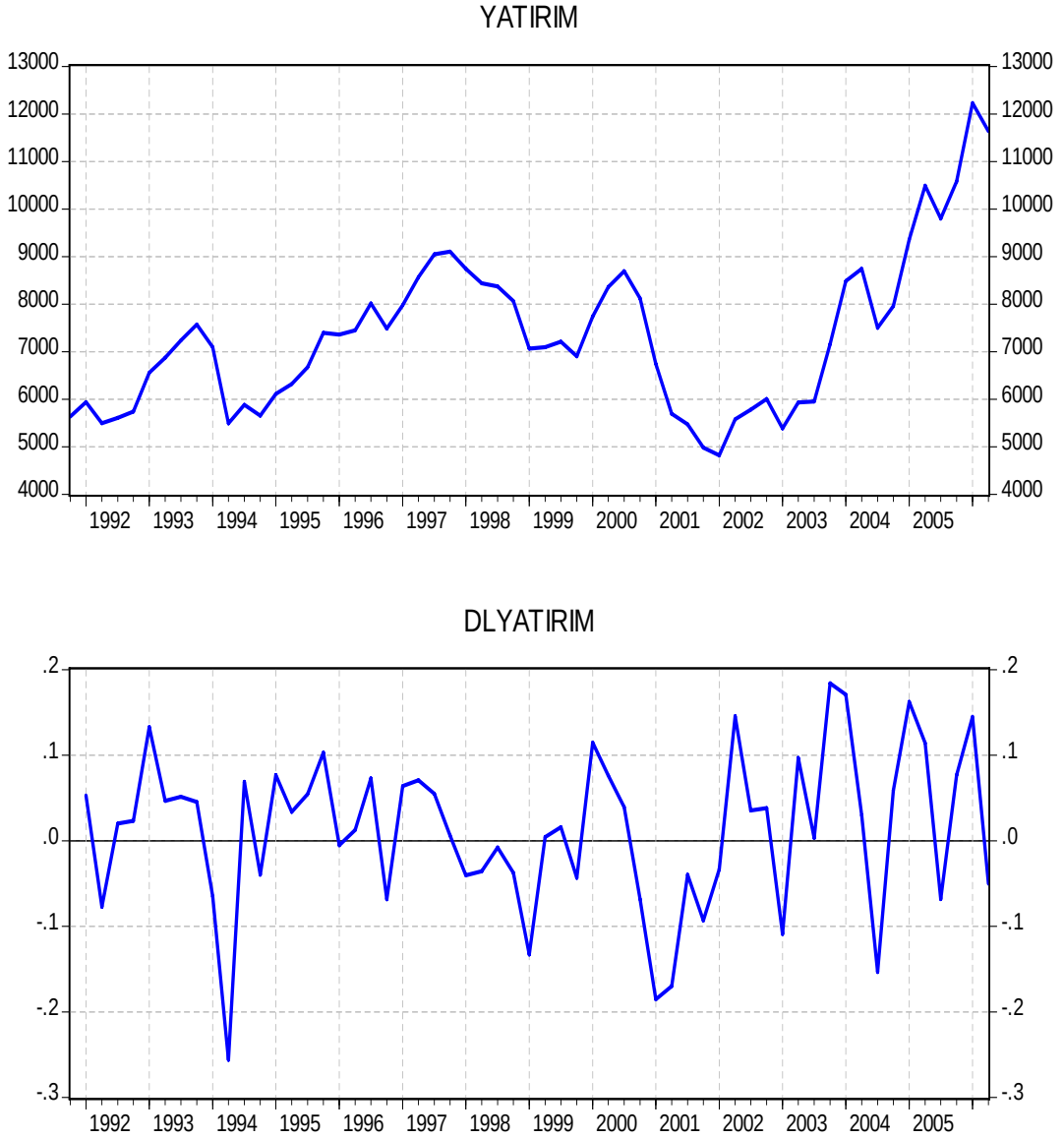
Ha: $\phi < 0$, Seri durağan, Birim kök yok.

Karar kriteri için hesaplanan t istatistik değeri % 5 anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmış ve hesaplanan istatistik değeri tablo değerinden daha fazla negatif olduğundan Ho hipotezi, diğer şartlar sabitken seçilen anlam

seviyesinde reddedilmiştir. Tablo 13’deki ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta durağandır. Burada hata teriminde otokorelasyon görülmüş, bir gecikmenin en uygun gecikme olduğu tespit edildiğinden modele dahil edilmiştir.

5.1.4. Yatırım Değişkeni İçin Durağanlık Analizi

Şekil 14: Yatırım Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği



Kaynak: Merkez Bankası

Tablo 14 : Yatırım Serisi için ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: D(YATIRIM) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.928901	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.606163	
	5% level		-1.946654	
	10% level		-1.613122	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(YATIRIM,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/08/06 Time: 01:28				
Sample (adjusted): 1992Q2 2006Q2				
Included observations: 57 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(YATIRIM(-1))	-0.776201	0.130918	-5.928901	0.0000
R-squared	0.385428	Mean dependent var	-15.80799	
Adjusted R-squared	0.385428	S.D. dependent var	857.5982	
S.E. of regression	672.3109	Akaike info criterion	15.87671	
Sum squared resid	25312111	Schwarz criterion	15.91255	
Log likelihood	-451.4862	Durbin-Watson stat	1.871707	

Yukarıdaki Tablo 14, yatırım değişkeninin ilk farklar alındıktan sonraki yapısına ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçlarını göstermektedir. Burada yatırım değişkenin düzey haline Dickey Fuller testi uygulandığında düzey halinin durağan olmadığı tespit edilmiş, daha sonra durağanlık için fark alınarak ilk farklarda durağan olup olmadığı sorgulanmıştır.

Durağanlık için temel hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir.

Ho: $\phi = 0$, Seri durağan değil, Birim köke sahip,

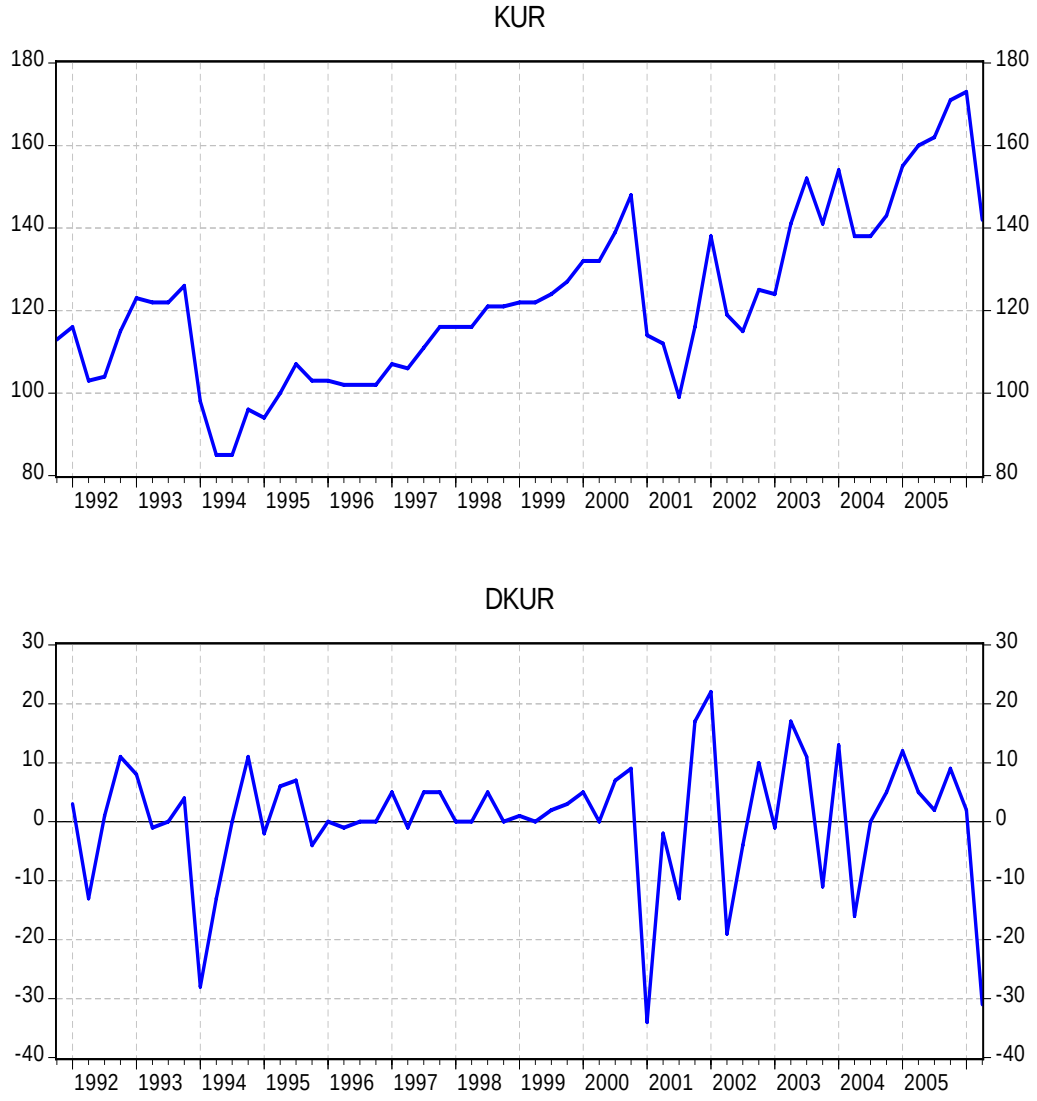
Ha: $\phi < 0$, Seri durağan, Birim kök yok.

Karar kriteri için hesaplanan t istatistik değeri, % 5 anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmış ve hesaplanan istatistik değeri tablo değerinden daha fazla negatif olduğundan Ho hipotezi, diğer şartlar sabitken seçilen anlam seviyesinde reddedilmiştir. ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta durağandır. Burada hata teriminde otokorelasyon olmadığından gecikme kullanılmamıştır.

5.1.5. Reel Kur Değişkeni İçin Durağanlık Analizi

Kur, reel efektif döviz kurunu ifade etmektedir.

Şekil 15: Reel Kur Değişkeninin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği



Kaynak: Merkez Bankası

Tablo 15 : Reel Kur Serisi İçin ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: D(KUR) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.887168	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.606911	
	5% level		-1.946764	
	10% level		-1.613062	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(KUR,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/08/06 Time: 01:44				
Sample (adjusted): 1992Q3 2006Q2				
Included observations: 56 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KUR(-1))	-1.217212	0.206757	-5.887168	0.0000
D(KUR(-1),2)	0.168196	0.143435	1.172630	0.2461
R-squared	0.500861	Mean dependent var		-0.321429
Adjusted R-squared	0.491618	S.D. dependent var		15.10461
S.E. of regression	10.76973	Akaike info criterion		7.626416
Sum squared resid	6263.300	Schwarz criterion		7.698750
Log likelihood	-211.5397	Durbin-Watson stat		1.883771

Tablo 15’de, Reel Kur değişkeninin ilk farklar alındıktan sonraki yapısına ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçları görülmektedir. Burada Rel Kur değişkenin düzey haline Dickey Fuller testi uygulandığında düzey halinin durağan olmadığı tespit edilmiş, daha sonra durağanlık için fark alınarak ilk farklarda durağan olup olmadığı sorgulanmıştır.

Durağanlık için temel hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir.

Ho: $\phi = 0$, Seri durağan değil, Birim köke sahip,

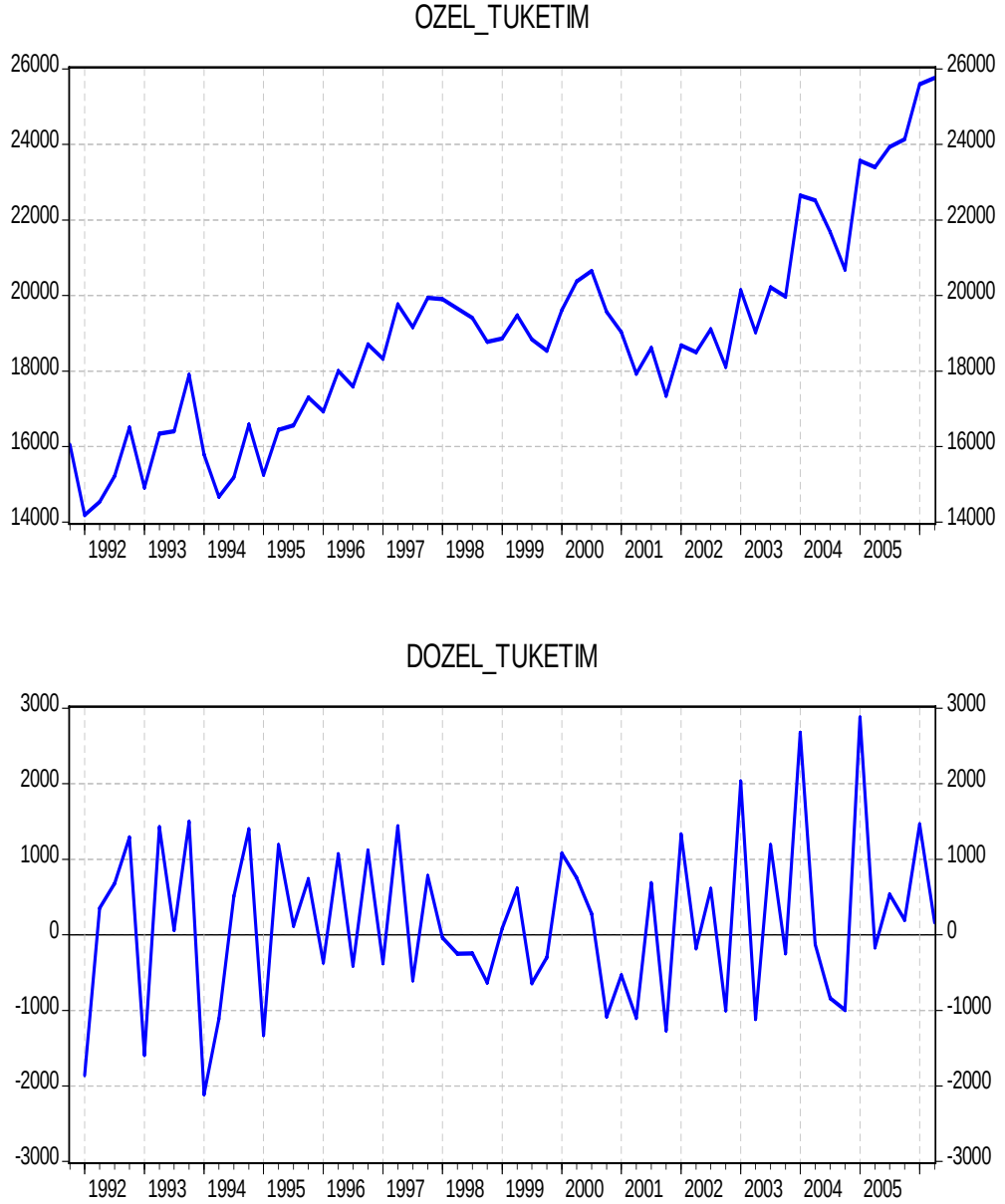
Ha: $\phi < 0$, Seri durağan, Birim kök yok.

Karar kriteri için hesaplanan t istatistik değeri % 5 anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmış ve hesaplanan istatistik değeri tablo değerinden daha fazla negatif olduğundan Ho hipotezi, diğer şartlar sabitken, seçilen anlam

seviyesinde reddedilmiştir. Tablo 15’deki ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta durağandır. Burada hata teriminde otokorelasyon görülmüş, bir gecikmenin en uygun gecikme olduğu tespit edildiğinden modele dahil edilmiştir.

5.1.6. Özel Tüketim Harcamaları Değişkeni İçin Durağanlık Analiz

Şekil 16: Özel Tüketim Değişkenin Düzey ve Birinci Fark Serilerinin Grafiği



Kaynak: Merkez Bankası

Tablo 16 : Özel Tüketim Serisi İçin ADF Birimkök Testi Sonucu

Null Hypothesis: DOZEL_TUKETIM has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 2 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.980113	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.607686	
	5% level		-1.946878	
	10% level		-1.612999	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DOZEL_TUKETIM)				
Method: Least Squares				
Date: 12/08/06 Time: 01:38				
Sample (adjusted): 1992Q4 2006Q2				
Included observations: 55 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOZEL_TUKETIM(-1)	-1.618525	0.270651	-5.980113	0.0000
D(DOZEL_TUKETIM(-1))	0.333999	0.218336	1.529747	0.1321
D(DOZEL_TUKETIM(-2))	0.332001	0.129139	2.570877	0.0130
R-squared	0.716610	Mean dependent var		-9.381366
Adjusted R-squared	0.705710	S.D. dependent var		1786.236
S.E. of regression	969.0068	Akaike info criterion		16.64342
Sum squared resid	48826653	Schwarz criterion		16.75291
Log likelihood	-454.6941	Durbin-Watson stat		1.678734

Yukarıdaki Tablo 16’da, Özel Tüketim harcamaları değişkeninin ilk farklar alındıktan sonraki yapısına ait Düzeltilmiş Dickey Fuller testinin sonuçları görülmektedir. Burada Özel Tüketim değişkenin düzey haline Dickey Fuller testi uygulandığında düzey halinin durağan olmadığı tespit edilmiş, daha sonra durağanlık için fark alınarak ilk farklarda durağan olup olmadığı sorgulanmıştır.

Durağanlık için temel hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir.

Ho: $\phi = 0$, Seri durağan değil, Birim köke sahip,

Ha: $\phi < 0$, Seri durağan, Birim kök yok.

Karar kriteri için hesaplanan t istatistik değeri % 5 anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmış ve hesaplanan istatistik değeri tablo değerinden daha fazla negatif olduğundan Ho hipotezi, diğer şartlar sabitken seçilen anlam seviyesinde reddedilmiştir. ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta durağandır. Burada hata teriminde otokorelasyon görülmüş 2 gecikmenin en uygun gecikme olduğu

tespit edildiğinden modele dahil edilmiştir. ADF test sonuçlarına göre, seri birinci farkta durağandır.

Serilerin durağanlık analizleri sonucuna göre, tüm değişkenler $I(1)$ 'de durağandır.

5.2. Değişkenlerin Eşbütünleşme (Kointegrasyon) Analizi

Çoğu makroekonomik zaman serileri trend etkisi içermekte ve bu durum sahte regresyon sonuçlarına yol açabilmektedir. Yani seriler arasında aslında bir ilişki yoktur ancak taşıdıkları ortak trend sebebiyle beraber hareket ettiklerinden dolayı ilişki varmış gibi görülür. Buna bir çözüm olarak çeşitli yöntemler önerilmiştir. Değişkenlerin farkının alınması ile stokastik trendin elemine edilmesi önerilmiş ancak bu yöntem uzun dönem dengesi için gerekli olan önemli bilgilerin kaybedilmesine sebebiyet vermiştir.

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

Yukarıdaki regresyonun anlamlı olması için Y ve X serilerinin durağan olması ve ε_t hata teriminin beyaz gürültü hata terimi olması gerekir. Yani sıfır ortalamalı, sabit varyanslı ve otokorelasyonun olmadığı hata terimi olmalıdır. Eğer bu Y ve X serileri durağan değilse ve bu iki değişken sahip olduğu ortak trend sebebiyle beraber hareket ediyorlarsa bu durumda sahte regresyon durumu vardır. Bir sahte regresyon durumunda R^2 değerleri yüksek bulunmakta ve hesaplanan t istatistikleri, katsayı tahmincileri istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. Ancak bu regresyondan elde edilen sonuçlar, iktisadi açıdan hiçbir anlam içermemektedir (Enders, 2004, s.215).

Sahte regresyon sorununa çözüm bulmak için çeşitli yöntemler önerilmiştir. Bunlardan bir tanesi serilerin farklarının alınıp birinci farkları alınan serilerin regresyona sokulmasıdır. Ancak bu durumda da yeni bir problemle karşı karşıya kalınmaktadır. Bu yöntem uzun dönem dengesi için önemli olan bilgilerin kaybedilmesine yol açmaktadır. Artık değişkenlerin birinci farkları kullanıldığından, bu değişkenlerin arasında olması muhtemel uzun dönemli ilişkiyi görme olasılığı ortadan kalkmaktadır. Bu eşbütünleşme (Ortak Bütünleme: O.B) analizinin çıkış noktası olmuştur.

Ampirik alışmalar makroekonomik zaman serilerinin buyk çoğunluğunun durağan olmayan seriler olduğunu ortaya çıkartmıştır. Engle ve Granger'ın geliştirdikleri eşbütünleşme analizi bu sorunu ortadan kaldırmıştır. Artık durağan olmayan, $I(1)$ olan, yani birinci farkı durağan olan zaman serileri düzey halleri ile modellenebilmekte ve böylece uzun dönem bilgi kaybı engellenmiş olmaktadır (Engle ve Granger, 1987).

Engle ve Granger yöntemine göre; örneğin her ikisi de $I(d)$ olan x ve y gibi iki değişkenin birbirleri üzerine regresyonu hesaplandığında, regresyondan elde edilen hata terimi daha düşük dereceden btnleşikse (rneğin $b < d$ için, hata terimi $I(b)$ ise), Engle ve Granger bu iki serinin de eşbütünleşik olduğunu söylemektedir. Eğer elimizdeki x ve y değişkenlerinin ikisi de birinci dereceden durağansa $I(1)$, ve eğer bu değişkenlerin regresyonundan elde edilen hata terimi $I(0)$ ise yani durağansa x ve y değişkenleri eşbütünleşiktir denir. Seriler $I(1)$ olduğu halde bu regresyonun sonuçlarına güvenilebilir, yani sahte regresyon durumu yoktur. Seriler arasında uzun dönemli ilişki mevcuttur.

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t \quad (11)$$

X ve Y serileri trendi ve yığılımlı olmayan ve $I(1)$ olan yani birinci farkları alındığında durağanlaşan seriler olsun. Eğer bu iki serinin regresyonundan elde edilen ε_t hata terimi

$$\varepsilon_t = Y_t - \alpha - \beta X_t \quad (12)$$

eğer durağansa yani $I(0)$ ise seriler eşbütünleşiktir denir. Yani seriler arasında uzun dönem denge ilişkisi vardır. Model çok değişkenli duruma uyarlandığında ise denklem 12 şu şekli olacaktır:

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \theta Z_t + \varepsilon_t \quad (13)$$

Burada üç değişkenli durum ele alınmıştır. Buna göre Engle-Granger yöntemi, değişkenler arasındaki tek eşbütünleşme vektörünün denklem 13'deki gibi olduğunu, önsel olarak varsayar ve testi buna göre sürdürür. Ayrıca bir değişkeni bağımlı değişken olarak kabul edip diğerlerini de açıklayıcı değişken kabul etmek de modelin açıklama gücünü zayıflatmaktadır.

Engle-Granger yöntemi iki aşamalı bir yöntemdir. Birinci aşamada bir yanlışlık yapılırsa bu aynen ikinci aşamaya yansır. Ayrıca birden fazla eşbütünleşik vektör olması durumunda Engle-Granger yöntemi geçersiz olur. Oysa Johansen metodunda, tüm değişkenlerin dışsal olarak kabul edildikleri VAR modelinden yola çıkarak, değişkenler arasında kaç tane eşbütünleşik vektör olduğu test edilmektedir (Johansen, 1988). Dolayısıyla, Engle-Granger metodunda olduğu gibi, testi tek bir eşbütünleşik vektör beklentisiyle sınırlandırmadan, daha gerçekçi bir sınama gerçekleştirilebilecektir. Bu üstünlüğünden dolayı, bu çalışmada Johansen metodu tercih edilmiştir.

Johansen Eşbütünleşme Analizinde VAR modeli, seçilen bütün değişkenleri birlikte ele alır ve bir sistem bütünlüğü içinde inceler. Kesin bir biçimde içsel, dışsal değişken ayırımı yoktur. Ekonometrik modelin şekillendirilmesi aşamasında belirli bir modelin oluşumuna etki eden katı bir iktisadi teorinin varlığı kabul edilmez. İktisadi teorinin öne sürdüğü kısıtlamaların, varsayımların, model tanımını bozmasına izin verilmez. Değişkenler arası ilişkiler konusunda ön kısıt konulmaz.

VAR modelleri öncelikle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisinin incelenmesinde kullanılır. VAR modellerinin kullanıldığı alanlar ; Granger nedensellik analizi, etki tepki analizi ve varyans ayrıştırma analizidir (Enders, 2004,s. 264).

Johansen, değişkenler seti arasında var olabilecek tüm farklı O.B. ilişkilerinin tahminine olanak veren bir yöntem geliştirmiştir. Aynı zamanda bunlarla ilgili istatistiksel testleri de oluşturmuştur. O.B. ilişkilerinin tahmininde ve test edilmesinde Max. Olabilirlik Yöntemini kullanmaktadır. Bu yaklaşım değişkenler seti arasında ortaya çıkabilecek olan O.B. bileşenlerinin sayısının 1'den çok olması durumunda kullanılmaktadır. 2 değişken için her iki değişkenin de $I(1)$ olmaları durumunda sadece bir tane " α " O.B. parametresi olduğu ve bu nedenle bir tek O.B. vektörünün söz konusu olduğu ispatlanabilir. İki den çok değişken olması durumunda α 'nın tek olduğu ispat edilemeyecektir. " n " değişken durumunda " $n-1$ " sayıda O.B. vektörü söz konusu olabilir. İki den çok sayıda $I(1)$ olan değişken durumunda Engel Granger (E.G) yöntemi EKK ile çözüldüğü için etkin olmayacak, karmaşık sonuçlara yol açabilecektir. Bu gibi durumlarda Johansen, Max Olabilirlik yaklaşımının daha tatmin edici bir yaklaşım olduğunu ortaya koymuştur. Johansen'in O.B. yöntemi değişkenlerin $I(1)$ ve $I(0)$ olması

varsayımlarına dayanmaktadır. Bu nedenle ilk olarak serilerin bütünleme mertebeleri belirlenir. Bu yöntem 1’den fazla O.B. vektörü ortaya çıkarabilecek bir yaklaşım olan EÇB (En Çok Benzerlik) yöntemini kullanır.

İlk olarak VAR(p) için serilerin mertebeleri belirlenir. (DF,ADF→p gecikme uzunluğu LR ya da AIC ile bulunur.)

$$X_t = \sum_{i=1}^p \pi_i X_{t-i} + \theta D_t + \varepsilon_t \quad X_t \text{ serilerin matris gösterimi ve } D_t \text{ ise det. ögeler olsun.}$$

(sbt, doğrusal trend, mevsimsel kukla, sabit ve stokastik olmayan dışsal değişkenler) Bunlar veri yaratma sürecindeki deterministik ögelerdir.

$X_t \sim I(1)$ bu yaklaşımda düzey veri olarak kullanılıyordu. $D_t \sim I(0)$

$I(1)$ olan değişkenler Error Correction Model (E.C.M) olarak ifade edilirse;

$$\underbrace{\Delta X_t}_{I(0)} = \pi \underbrace{X_{t-1}}_{I(0)} + \sum \Gamma_1 \underbrace{\Delta X_{t-i}}_{I(0)} + \underbrace{\phi D_t}_{I(0)} + u_t$$

X_{t-1} hataların matris gösterimini ifade etmektedir. E.G.’da tek bir O.B. vektörü olduğu için bu değişken $\hat{\varepsilon}_{t-1}$ olarak alınmaktaydı fakat “n” değişkende 1’den fazla O.B. vektörü olabilir.

$\pi = 0$ yani matrisin rankı 0 ise $X_{t-1} \square I(0)$ olacaktır.

$$\pi = -(1 - \pi_1 - \pi_2 - \dots - \pi_p)$$

Rank $\pi = r < N = k$ ise $\pi = \alpha \beta'$ olarak ifade edilebilir.

α :Ayarlama hızı

β :uzun dönem katsayıları matrisi

Bu ECM’in bu kısıt altında tahmin edilmesi durumunda $\pi X_{t-1} \square I(0)$ olabiliyor.

$$\underbrace{\beta' X_{t-p}}_{\text{çok değişkenli VAR modelinde...}} \rightarrow (n-p) \text{ tane O.B. vektörü içeren görünüm.}$$

H_0 : en azından r sayıda O.B. vektörü vardır.

$H_a: r \geq p \rightarrow \text{trace testi } (\lambda_T)$

$H_a: r = p \rightarrow \text{max eigenvalue testi } (\lambda_M)$

$$\lambda_T = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

$$\lambda_M = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

Trace

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : r = 0 \\ H_a : r \geq 1 \end{array} \right\} \text{1. aşama}$$

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : r \leq 1 \\ H_a : r \geq 2 \end{array} \right\} \text{2. aşama}$$

Max Eigenvalue

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : r = 0 \\ H_a : r = 1 \end{array} \right\} \text{1. aşama}$$

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : r \leq 1 \\ H_a : r = 2 \end{array} \right\} \text{2. aşama}$$

$\lambda_T, \lambda_M > K.D.$ ise H_0 RED
 r : O.B. vektörü sayısı
 K.D. evIEWS'da
 Osterwald-Lenum (1990)

Genelde bu testlerde bir çelişki ortaya çıkmaz, ama herhangi bir tezat sonuç durumunda eşbütünleşik sonucunu veren tercih edilebilir.

Bu test aşamasında modellerin artık terimleri arasındaki kanonik korelasyonları hesaplandığı için el ile çözümü oldukça zordur.

Tablo 17: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri İçin

Johansen Eşbütünleşme Analizi Sonuçları

Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: SCKPARA OZEL_TUKETIM YATIRIM GDP				
Lags interval (in first differences): 1 to 3				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.415613	54.14924	47.85613	0.0114
At most 1	0.219081	24.60370	29.79707	0.1761
At most 2	0.169733	11.00309	15.49471	0.2113
At most 3	0.013950	0.772665	3.841466	0.3794
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.415613	29.54554	27.58434	0.0276
At most 1	0.219081	13.60061	21.13162	0.3987
At most 2	0.169733	10.23043	14.26460	0.1972
At most 3	0.013950	0.772665	3.841466	0.3794
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

Tablo 17'de, Trace test ve Max-eigenvalue değerlerine bakıldığında None düzeyinde olasılıksal olarak anlamlılık görüldüğünden 2. Hipoteze geçildiğinde At most

1 figürüne bakıldığında H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Johansen Eşbütünleşme sonuçlarına göre, değişkenler eşbütünleşiktir.

Tablo 18: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri İçin Eşbütünleşme Denklemi Sonuçları				
1 Cointegrating Equation(s):	Log likelihood	-1722.045		
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
SCKPARA	OZEL_TUKETIM	YATIRIM	GDP	
1.000000	2.633936	-1.496044	-1.345098	
	(0.90908)	(0.37567)	(0.43972)	

Tablo 18, Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH değişkenleri için Eşbütünleşim Denklemi Sonuçlarını göstermektedir. Bu sonuçlara göre, yatırım ve GSYİH değişkeni sıcak para hareketlerini pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo 19: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Vektör Hata Düzeltim Mekanizması Sonuçları				
Error Correction:	D(SCKPARA)	D(OZEL_TUKETIM)	D(YATIRIM)	D(GDP)
CointEq1	-0.111398	0.097413	0.294359	0.055417
	(0.51955)	(0.10973)	(0.09257)	(0.16492)
	[-0.21441]	[0.88776]	[3.17978]	[0.33604]

Tablo 19, Sıcak Para, Özel Tüketim, yatırım ve GSYİH değişkenleri için hata düzeltim mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Ayarlanma katsayılarının büyüklüğüne göre dengeye gelme dönemi değişmekle birlikte, nihayetinde dengeye ulaşılacaktır.

**Tablo 20: Sıcak Para, Faiz ve Reel Kur için
Johansen Eşbütünleşme Analizi Sonuçları**

Sample (adjusted): 1992Q2 2006Q2				
Included observations: 57 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: LFAIZ LKUR SCKPARA				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.275298	30.59490	29.79707	0.0404
At most 1	0.185697	12.24119	15.49471	0.1457
At most 2	0.009292	0.532118	3.841466	0.4657
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.275298	18.35370	21.13162	0.1172
At most 1	0.185697	11.70908	14.26460	0.1221
At most 2	0.009292	0.532118	3.841466	0.4657
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

Tablo 20 Johansen Eşbütünleşim sonuçlarından Trace test istatistiğine göre, değişkenler eşbütünleşiktir.

Tablo 21: Sıcak Para, Reel Kur ve Faiz Değişkenleri için Eşbütünleşme Denklemi Sonuçları				
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-432.3815	
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
LFAIZ	LKUR	SCKPARA		
1.000000	2.445170	0.000122		
	(0.42647)	(3.0E-05)		

Tablo 21, Sıcak Para, reel kur ve faiz değişkenleri için Eşbütünleşme Denklemi sonuçlarını göstermektedir. Bu sonuçlara göre, kur ve sıcak para değişkeni, faiz değişkenini negatif yönde etkilemektedir.

Tablo 22: Sıcak Para, Reel Kur ve Faiz Değişkenleri için Vektör Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları			
Error Correction:	D(LFAIZ)	D(LKUR)	D(SCKPARA)
CointEq1	-0.021065	-0.075926	-4116.910
	(0.09774)	(0.04285)	(1187.07)
	[-0.21552]	[-1.77189]	[-3.46813]

Tablo 22 Sıcak Para, reel kur ve faiz değişkenleri için hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Ayarlanma katsayılarının büyüklüğüne göre dengeye gelme dönemi değişmekle birlikte, nihayetinde dengeye ulaşılacaktır.

Seriler arasında eşbütünleşme bulunduğu için bundan sonraki aşama nedensellik analizi ve nedenselliğin yönünün incelenmesidir.

5.3. Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Analizi

Engle-Granger çalışmalarında iki değişken arasında uzun dönemde eş bütünleşme ilişkisi olması halinde, bu değişkenler arasında tek yönlü veya iki yönlü Granger nedensellik ilişkisi olması gerektiğini belirtmişlerdir (Engle ve Granger, 1987). Seriler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğuna göre sıra nedensellik ilişkisini araştırmaya gelmiştir.

Ekonometrik modellerde bir değişken ile diğer değişken / değişkenler arasında bağımlılık söz konusudur. Fakat bu bağımlılık nedeniyle değişkenler arasında mutlak bir neden sonuç ilişkisinin var olduğu iddia edilemez. Yalnızca neden etki ilişkisinin varsayılması değil aynı zamanda nedenselliğin yönünün de bilinmesi gerekir. Çapraz spektral yöntem iki ya da daha fazla değişken arasındaki (biri diğerine neden olurken) ilişkiyi tarif etmenin kullanışlı bir yöntemini sağlar. Pek çok gerçekçi ekonomik durumda geri beslemenin olduğundan şüphelenilebilir. Bu durumlarda tutarlılık ve faz diyagramlarını, yorumlamak olanaksız ya da çok zor olmaktadır. Problem, nedensellik tanımları ve varlıkları için testlere izin veren geri beslemelerin nasıl tasarlanacağıdır.

Ekonometrik modellerde iktisadi temele dayalı olarak değişkenlerdeki ilişki yönüne karar verilir. Bazı değişkenlerdeki ilişki yönü zamandan zamana değişebilir.

- Zaman serilerine uygulanabilir.
- Uzun dönemli (yüksek frekanslı) seriler incelenmelidir.
- Değişkenler durağan olmalıdır. Aynı mertebeden olma zorunluluğu yoktur.

$$Y_t = f\left(\sum Y_{t-i}, \sum X_{t-i}\right)$$

$$X_t = f\left(\sum Y_{t-i}, \sum X_{t-i}\right)$$

Sistem VAR sistemine çok benzemektedir. Deterministik öğeler de modellere eklenebilir ama durağan serilerde bu öğeleri eklemeye gerek yoktur.

VAR’da önce X sonra Y, Akaike ya da FP ile gecikmeleri önceden tespit ediliyordu. Nedensellikte öngörü amacı olmadığı için gecikme uzunluklarının aynı olmasına gerek yoktur.

Nedensellik testi yapılırken O.H.K. (ortalama hata kare) öngörü aşamasında kullanılan bir kriterdir. Dört farklı durum ortaya çıkabilir;

- 1- Tek yönlü neden
- 2- Çift yönlü neden
- 3- Bağımsız
- 4- Her zaman nedeni

$$Y_t = f\left(\sum Y_{t-i}, \sum X_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_1)$$

$$Y_t = f\left(\sum Y_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_2)$$

$\text{OHK}_1 < \text{OHK}_2$ ise X, Y’yi açıklamada önemli bir değişkendir. Eğer Y, X’in geçmiş değerleri kullanıldığında X’in geçmiş değerlerinin kullanılmaması durumuna göre (OHK kriterine göre) daha kesin bir öngörü ile elde ediliyorsa “X, Y’nin granger nedenidir” denilir. ($X \rightarrow Y$)

$$X_t = f\left(\sum Y_{t-i}, \sum X_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_3)$$

$$X_t = f\left(\sum X_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_4)$$

Buradaki OHK’lere bakılarak $Y \xrightarrow{?} X$ tespit edilir.

$\text{OHK}_3 < \text{OHK}_4$ ise $Y \square X$ (çift yönlü)

$\text{OHK}_3 < \text{OHK}_4$ ise $X \rightarrow Y$ (tek yönlü)

$$Y_t = f\left(\sum Y_{t-i}, \sum X_{t-i}, \sum Z_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_5)$$

$$Y_t = f\left(\sum Y_{t-i}, \sum X_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_1)$$

$$Y_t = f\left(\sum Y_{t-i}\right) \quad (\text{OHK}_2)$$

$\text{OHK}_1 = \text{OHK}_2$ ve $\text{OHK}_5 < \text{OHK}_2$ ise X ancak başka bir değişkenle kullanıldığında Y’de etkiye yol açmaktadır. X, Y’nin “dolaylı nedenidir” denir. X’den Y’ye doğru tek yönlü nedensellik varsa X dışsal, Y ise içsel değişkendir. İçsel değişken model içi değişkenlerden belirlenen, dışsal değişken ise model dışı değişkenlerden belirlenen değişkendir. Böyle bir modelin çözümü için denklem sayısı kadar dışsal değişken gerekir. Nedensellik araştırmanın temel amaçları;

- X ve Y için öngörü
- Y sadece kendi geçmiş değerleri ile mi yoksa X’in geçmiş değerleri ile mi daha iyi öngörülmektedir?
- İçsel ve dışsal değişkenlerin belirlenmesi
- Nedensellik yönünün tespit edilmesi
- Bir değişkendeki değişimin diğeri üzerinde kaç dönem sonra etkili olacağı
- Dağıtılmış gecikme uzunluğunun bulunması

Otoregresif bir sürecin tahmini ile test edilir. X ve Y değişkeninin durağan ve stokastik olması gereklidir.

$$\left. \begin{aligned} Y_t &= \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i} + e_{1t} \\ X_t &= \sum_{i=1}^m c_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m d_i Y_{t-i} + e_{2t} \end{aligned} \right\} \text{O.C. ve } e_t \text{ 'ler arasında korelasyon yok.}$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + \varepsilon_{1t}$$

$$X_t = \sum_{i=1}^m c_i X_{t-i} + \varepsilon_{2t}$$

Birinci denkleme $b_0 X_t$ ve $d_0 Y_t$ eklenirse anlık nedensellik de araştırılabilir. b_0 ve d_0 anlamlı ise anlık nedensellik vardır. Modellerde m gecikme uzunlukları eşit varsayılmıştır. Bu granger nedensellik testine yapılan en önemli eleştiridir. Sonuç olarak tek yönlü veya çift yönlü nedensellik ya da bağımsızlık (ilişkisizlik) ortaya çıkabilir.

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : b_1, b_2, b_3, \dots, b_m = 0 \\ H_1 : b_1 \neq b_2 \neq \dots \neq b_m \neq 0 \end{array} \right\} 1. \text{ denklem için}$$

t testi yerine topluca F uygulanabilir. Ancak m için herhangi bir önsel bilgi yoktur.

$$F_1 = \frac{\sum \varepsilon_{1t}^2 - \sum e_{1t}^2}{\sum e_{1t}^2} \frac{n-2m}{m}$$

$$F_2 = \frac{\sum \varepsilon_{2t}^2 - \sum e_{2t}^2}{\sum e_{2t}^2} \frac{n-2m}{m}$$

Sıcak Para, Özel tüketim, yatırım ve GSYİH değişkenleri için VAR Granger nedensellik sonuçları, Tablo 23-a ve Tablo 23-b' de görülmektedir. Bu sonuçlara göre; Sıcak Para, GSYİH'yı, Özel Tüketimi etkilemektedir ancak yatırım değişkenini etkilememektedir.

Buradan çıkan önemli sonuç, sıcak para hareketlerinin oynak dengesiz yapısı, üretken yatırımları etkilemezken özellikle özel tüketim harcamalarına bağlı olarak büyümeyi etkilemektedir.

Tablo 23-a Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 12/07/06 Time: 23:28			
Sample: 1991Q4 2006Q2			
Included observations: 57			
Dependent variable: DGDP			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DSCKPARA	6.194206	1	0.0128
DOZEL_TUKETIM	0.004780	1	0.9449
DYATIRIM	0.271656	1	0.6022
All	6.730981	3	0.0810
Dependent variable: DSCKPARA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DGDP	0.879192	1	0.3484
DOZEL_TUKETIM	0.003402	1	0.9535
DYATIRIM	4.824521	1	0.0281
All	5.200605	3	0.1577

Tablo 23-a daki ilk eşitlikte bağımlı değişkenimiz DGDP dir. Burada Gayri Safi Yurt İçi Hasıla durağan hale geldikten sonra modele sokulmuştur. GSYİH değişkeninin Sıcak Para, Özel Tüketim ve Yatırımlar tarafından açıklanması irdelendiğinde, GSYİH'nın Sıcak Para değişkeninden etkilendiği ya da başka bir ifadeyle, sıcak paranın GSYİH artışlarının bir nedeni olduğu tespit edilmiştir. Sıcak Para değişkenine ait Prob. (Olasılık) değeri 0,05 ten daha küçük olduğundan istatistiksel olarak anlamlılık söz konusudur.

Tablo 23-b Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Dependent variable: DOZEL_TUKETIM			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DGDP	14.97893	1	0.0001
DSCKPARA	11.29803	1	0.0008
DYATIRIM	0.925530	1	0.3360
All	48.00932	3	0.0000
Dependent variable: DYATIRIM			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DGDP	0.146527	1	0.7019
DSCKPARA	1.714407	1	0.1904
DOZEL_TUKETIM	4.198370	1	0.0405
All	8.532557	3	0.0362

Tablo 23-b deki ilk eşitlik incelendiğinde Sıcak Para değişkeninin özel tüketim değişkenini etkilediğini yani özel tüketim değişkeninin bir nedeni olduğunu görmekteyiz. İkinci eşitlikte Sıcak Para değişkeninin yatırım değişkenini etkilememekte, yani yatırımların bir nedeni olmadığı görülmektedir.

Tablo 24: Sıcak Para, Reel Kur Değişkenleri için VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 12/08/06 Time: 10:23			
Sample: 1995Q2 2006Q2			
Included observations: 45			
Dependent variable: DSCKPARA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DKUR	0.222931	2	0.8945
All	0.222931	2	0.8945
Dependent variable: DKUR			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DSCKPARA	7.152304	2	0.0280
All	7.152304	2	0.0280

Tablo 24, 1995 yılı sonrası dönem için reel kur ve sıcak para arasındaki nedensellik ilişkisini göstermektedir. Burada sıcak para hareketlerinin reel kur değişkeninin nedeni olduğu yani onu etkilediği tespit edilmiştir.

5.4. Değişkenler için VAR Modeli Analizi

Denklem sistemleri genel olarak, tek ve eşanlı denklem sistemleri olarak iki gruba ayrılabilir. Zaman serisi verilerine dayanan iktisadi kestirime dört yoldan yaklaşılır. (1) Tek denklemler regresyon yöntemleri, (2) eşanlı denklem regresyon modelleri, (3) ardışık bağımlı bütünleşik hareketli ortalama (ARIMA) modelleri, (4) vektör ardışık bağımlı (VAR) modelleri. Var yöntemi görünürde, çeşitli içsel değişkenlerin birlikte ele alındığı eşanlı denklem modellerini andırır. Ama her içsel değişken kendi eski ya da geçmiş değeri ve diğer bütün içsel değişkenlerin gecikmeli değerleriyle açıklanır; modelde genellikle dışsal değişken bulunmaz. Tek ve eşanlı denklem sistemlerine getirilen eleştiri, bir ekonometri modeliyle tahmin edilen ana kütle katsayılarının, modelin tahmin edildiği dönemde geçerli olan politikalara bağımlı olduğu ve bir politika değişikliğiyle bunların da değişebileceği, yani tahmin edilen ana kütle katsayıları, politika değişiklikleri yapıldığında aynı kalmamasıydı. Bu duruma

tepki olarak geliştirilen ve yaygın ismi ile Box-Jenkins (B-J) yöntemi (ARIMA) iktisadi zaman serileri için tek veya eşanlı denklem sistemlerinin kurulması yerine, iktisadi zaman serilerinin olasılık özelliklerini, “bırakın da veriler konuşsun” felsefesiyle çözümlmeyi vurgulamaktaydı. Bu yöntem Y_t ‘yi k tane açıklayıcı değişkenli regresyon modellerinin tersine, B-J türü zaman serisi modellerinde Y_t kendi geçmiş değerleri ve olasılıklı hata terimleri ile açıklanabiliyordu. Bu sebeple bu modellere kuramsız modeller de denilmektedir; çünkü herhangi bir iktisat kuramından türetilemezler; buna karşın iktisat kuramlarının çoğu eşanlı denklem modellerinin temelidir

Y_t ve Z_t serileri için $y_t, z_t \sim I(0)$ olsun,

$$\left. \begin{aligned} y_t &= b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{y_t} \\ z_t &= b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{z_t} \end{aligned} \right\} \text{YAPISAL (STRUCTURAL) VAR}$$

$$\left. \begin{aligned} BX_t &= \Gamma_0 + \Gamma_1 X_{t-1} + \varepsilon_t \\ \begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} \end{aligned} \right\} \text{Matris Gösterimi}$$

Bu modelde ε_{y_t} ve ε_{z_t} W.N.’dir ve şok olarak adlandırılır. b_{12} istatistiksel anlamlı olması ε_{z_t} ’nin y_t üzerindeki indirekt anlık (dolaylı cari) etkisini ve z_t ’nin y_t üzerindeki direkt etkisini, b_{21} ’in istatistiksel anlamlı olması ise ε_{y_t} ’nin z_t üzerindeki indirekt ve y_t ’nin de direkt etkisini gösterir. $b_{12}, b_{21} \neq 0$ olması sistemdeki geri besleme (feedback) etkilerini göstermektedir. Ancak bu şoklar yapısal forma aittir. Uygulamada standart form ile ilgilenilir. Sağ taraflarda içsel değişkenlerin yani y_t ve z_t ’lerin cari dönemlerinin yer alması parametrelerde tutarsızlığa yol açar. Çünkü açıklayıcı değişkenlerin stokastik değişken olmaması yani hata terimiyle ilişkili olmaması gerekmektedir. (stokastik değişkenler hata terimleriyle de ilişkilidir.) Standart form’da sağ tarafta içsel (cari) değişken olmadığı için içsel değişkenlerle hata terimleri arasında ilişki yoktur. Seriler durağan ise EKK uygulanabilir. Parametrelerde tutarsızlık olmaz.

Yapısal formdaki bir diğer önemli sorun ise belirlenme sorunudur. Uygulamada standart formla çalışılmanın sebeplerinden birisi de budur.

İçsel değişken, değeri sistem içinde belirlenen değişkendir. Dışsal değişken ise değeri sistem dışında belirlenen değişkendir. Örneğin arz ve talep modelinde fiyat ve miktar değişkenleri içsel, teknoloji ve diğer malların fiyatları dışsal değişkendir.

$$\left. \begin{aligned} y_t &= a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{y_t} \\ z_t &= a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{z_t} \end{aligned} \right\} \text{STANDART VAR(1)}$$

$$X_t = B^{-1}\Gamma_0 + B^{-1}\Gamma_1 X_{t-1} + B^{-1}e_t$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \frac{1}{|B|} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \frac{1}{|B|} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \frac{1}{|B|} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e_{y_t} \\ e_{z_t} \end{bmatrix}$$

$$X_t = A_0 + A_1 X_{t-1} + A_2 X_{t-2} + \dots + A_p X_{t-p} + e_t \rightarrow \text{VAR}(p)$$

Standart form eşanlılardaki indirgenmiş denklemlere benzemektedir. Sağda cari değişken ve içsel değişken bulunmamaktadır. İçsel değişkenler kendi gecikmeleriyle açıklanmaktadır. e'ler ile ilgili beklentiler şöyledir; x_t ve y_t durağan seriler olacağı için ve ε_{y_t} ve ε_{z_t} W.N. olduğu için e'ler W.N. olacaktır. $E(e_{y_t}, e_{z_t})=0$ yani aralarında yüksek bir korelasyon ve O.C. olmamalı, eğer var ise EKK yerine SUR kullanılmalıdır. Aksi halde tutarsız parametreler elde edilir. SUR kullanılması gereken bir diğer nokta ise, modelin simetrik (değişkenlerin gecikme uzunlukları aynı) olmadığı durumdur. Model simetrik ise parametreler etkin olacaktır. Etkinlik, iki modelin de aynı açıklayıcı değişkenlere sahip olmasıyla sağlanmaktadır. Son dönemlerdeki çalışmalarda genellikle simetrik çalışılmamaktadır. SUR, etkinliği sağlayan yöntemdir. Etkinlik kaybının sebebi kısıt olmasıdır. $n=5$ ve $m=3$ ise β_3 ve $\beta_4=0$ dır.

VAR modellerinde amaç öngörü ve parametre tahmini olmadığı için varsayımdan sapmalarla ve t testi ile ilgilenilmez. VAR'da t'ler uzun gecikme uzunluklarının sebep olduğu ÇDB (çoklu doğrusal bağıllık) sebebiyle zaten anlamsız çıkacaktır. Olması gereken gecikme bulunduğunda varsayımdan sapmalar zaten olmaz.

VAR kriz ekonomilerinde çok kullanılır. Amaç politik analizdir. Değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenlere etkisi ölçülür. Şoklarla ilgilenildiği için değişkenlerin durağanlık mertebelerinin eşit olması önem arz etmez. Şokların net görünmesi ve serinin kendi özelliklerinin çok bozulmaması için durağanlık sağlanırken detrending (trend etkisini giderme) yapılmamasını söyleyenler de vardır ama teori durağan serilerin kullanılmasını gerektirmektedir. Azgelişmiş ülkelerde trende dayalı yorumlar yapılır. Ama seri trendden arındırılmaz ise sahte regresyon problemi ile karşılaşılabilir. Bu sebepten durağanlık sağlanırken detrending yerine öncelikle fark alma yöntemi tercih edilmelidir.

AŞAMALAR

- 1- Değişkenlerin seçimi ve sıralanması. Değişkenler dışsaldan içsele doğru sıralanmalıdır. Sıra önemlidir. Matris formunda sıra yanlış belirlenmişse sonuçlar farklı çıkabilir. Örneğin x_t ve y_t içsel olarak belirlensin. Bunların sırası da kendi içlerinde nedensellik testi ile tespit edilebilir
- 2- Durağanlık koşulunun sağlanması (mertebelerin aynı olması şart değildir). Stokastik ya da deterministik trendin ortadan kaldırılması gereklidir.
- 3- Gecikme uzunluklarının belirlenmesi.
- 4- Sistemin çalıştırıldıktan sonra politik analiz ya da öngörünün yapılması.

Likelihood Ratio (Lr) (Sims 1980)

Gecikme uzunluklarının tespiti için LR'ye (likelyhood ratio) bakılır. Akaike, FPE ve Schwartz kriterleri deneme yöntemi olduğu için ve küçük örneklerle uygulanabileceği için VAR analizinde LR tercih edilir. Büyük örnek testidir ve asimtotiktir. Gecikme sayısı olması gerekenden fazla tespit edilirse sd küçülür ya da ÇDB (çoklu doğrusal bağıllık) ortaya çıkabilir, az tespit edilirse bilgi kaybı olur, yani yanlış tanımlama hatası yapılmış olur. Parametrelerde tutarsızlık oluşur. Dolayısıyla gecikme uzunluğunun sistemin tüm dinamiklerini kapsayacak uzunlukta olması gerekir. Gecikme uzunluğunu analist değil, veri belirlemektedir.

$$y_t = \sum y_{t-i} + \sum x_{t-i}$$
$$x_t = \sum y_{t-i} + \sum x_{t-i}$$

Böyle bir sistemde $\sum_{i=1}^6 y_{t-i}$ ve $\sum_{i=1}^5 x_{t-i}$ bulunabilir. Akaike'de deneme vardır. Her bir gecikme denenmek zorundadır ama LR'de $p=12$ ve $p=8$ şeklindeki kısıtlar bizim tarafımızdan belirlenmektedir ve bu kısıtlar etkinliğin sağlanması için simetriktir. LR'da kısıtlar belirlenirken genellikle 3 yılın tüm dinamikleri kapsadığı düşünülüp, 3 yıllık bir gecikmeyi sağlayacak gecikme miktarını almak yeterli olacaktır. LR testi yapabilmek kısıtlanmış modele ihtiyaç vardır.

$p=12$ için $VAR(12) \rightarrow \Sigma_{12} \rightarrow \Sigma_{UR}$ (hata terimlerinin var-cov matrisi)

$p=8$ için $VAR(8) \rightarrow \Sigma_8 \rightarrow \Sigma_R$ elde edilir.

$$\Sigma = \begin{bmatrix} Var(e_{y_t}) & Cov(e_{y_t}, e_{x_t}) \\ Cov(e_{x_t}, e_{y_t}) & Var(e_{x_t}) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 \end{bmatrix}$$

H_0 : kısıtlı model geçerli

H_a : kısıtsız model geçerli

$$LR = T \left[\ln \frac{\det \Sigma_R}{\det \Sigma_{UR}} \right] \approx \chi_m^2$$

T: kullanılabilir gözlem sayısı

(durağan hale geldikten sonraki gözlem sayısı)

m: sistemdeki kısıt sayısı $(12-8)n^2$

n:denklem sayısı (cari değişken sayısı)

$\det \Sigma_{UR} < \det \Sigma_R$ dir çünkü her ilave değişken SSR'ı düşürdüğü gibi Σ 'yı küçültür.

$$y_t = \sum_{i=1}^{12} y_{t-i} + \sum_{i=1}^{12} x_{t-i}$$

$$y_t = \sum_{i=1}^8 y_{t-i} + \sum_{i=1}^8 x_{t-i}$$

bu sistemde $(12-8).2^2=16$ kısıt var.

$$y_t = \sum_{i=1}^{12} y_{t-i} + \sum_{i=1}^{12} x_{t-i}$$

$$y_t = \sum_{i=1}^8 y_{t-i} + \sum_{i=1}^8 x_{t-i}$$

$$LR = (T - C) \left[\ln \frac{|\Sigma_R|}{|\Sigma_{UR}|} \right] \approx \chi_m^2$$

C:Çoklu düzeltme faktörü (UR'deki parametre

sayısı)

$C=(\text{kısıt}.n)+1$ sbt için 1 ile toplanır.

$LR < \chi_{4n^2}^2$ ise H_0 Red edilemez, 8 gecikme uygundur.

Bu durumda $p=8$ ve $p=4$ denenmelidir. H_0 yine red edilemez ise $p=4$ ve $p=1$ denenmelidir. Ara gecikme uzunlukları da denenebilir. Kısıtsız modelde kuklalar olabilmektedir ama uygulamalarda genelde kısıtlı modele geçince kuklalar atılmaktadır.

$$AIC = T \log |\Sigma| + 2N$$

N=tüm denklemlerde tahminlenen parametre sayısı

$$SC = T \log |\Sigma| + N \log T$$

n değişken ve p gecikme uzunluğu için $N=n(np+1)$

5.4.1. Etki-Tepki Analizi (İmpulse-Response Analyses) (IR)

VAR sistemi için uygun gecikme uzunlukları bulunduğundan sonra etki-tepki fonksiyonlarına geçilir. IR fonksiyonları şokların değişkenler üzerindeki etkilerini ve hangi zamanda etkisinin ne olduğunu tablolar ya da grafik gösterimleriyle ortaya koyar. IR fonksiyonlarının geçerli olabilmesi için aşağıdaki matrisinin (karakteristik denklemin) kararlı olması gereklidir.

Burada $B \rightarrow$ geri kaydırma işlemcisi olsun. $B = y_{t-1}$ $B^2 = y_{t-2} \dots$

$$\begin{bmatrix} 1 - \alpha_{11}B & -\alpha_{12}B \\ -\alpha_{21}B & 1 - \alpha_{22}B \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \frac{1}{|\Delta|} \begin{bmatrix} 1 - \alpha_{22}B & \alpha_{12}B \\ \alpha_{21}B & 1 - \alpha_{11}B \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix}$$

$$|\Delta| = (1 - \alpha_{22}B)(1 - \alpha_{11}B) - \alpha_{12}B \alpha_{21}B$$

$$= 1 - \alpha_{22}B - \alpha_{11}B + \alpha_{11}\alpha_{22}B^2 - \alpha_{12}\alpha_{21}B^2$$

$$= (\alpha_{11}\alpha_{22} - \alpha_{12}\alpha_{21})B^2 - (\alpha_{11} + \alpha_{22})B + 1$$

$$\begin{cases} 1 - \lambda_1 B - \lambda_2 B + \lambda_1 \lambda_2 B^2 \\ (1 - \lambda_1 B)(1 - \lambda_2 B) \end{cases}$$

$|\lambda_1|, |\lambda_2| < 1$ ise matrisin kararlı olduğu ve bu değişkenlerin aynı zamanda O.B. de olabileceği söylenebilmektedir. DetB'nin köklerinin $|\lambda_1|, |\lambda_2|, \dots < 1$ olmasıyla kararlılık koşulu sağlanmış olur. Böylece y_t ve z_t değişkenleri ε_{y_t} ve ε_{z_t} cinsinden yakınsayan bir yayılıma sahip olacaklardır. Böylece kararlılık koşulu sağlandığında y_t ve z_t , ε_{y_t} ve ε_{z_t} 'nin cari ve gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir. Bunlar imp-resp fonksiyonu (IRF) olarak adlandırılırlar. ε_{y_t} ve ε_{z_t} 'nin zaman içindeki değişmelerinin y_t ve z_t üzerindeki cari ve gecikmeli etkileri bu fonksiyonlarda ortaya çıkar. Bu fonksiyon, değişkenlerde ani bir şok meydana geldiğinde diğer değişkenlerin vereceği tepkileri gösteren katsayıları elde etmek amaçlı elde edilir.

$$\left. \begin{aligned} AR(1) &\rightarrow y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \\ MA(1) &\rightarrow y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1} + u_t \end{aligned} \right\} \text{idi.}$$

IR fonksiyonu da MA sürecine benzemektedir. MA'lar iki değişken arasındaki kesişimi göstermek için en basit yoldur.

$X = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_{ij} \varepsilon_{t-i}$ hareketli ortalamalar yaklaşımı ile ifade edilmektedir.

$$\left. \begin{aligned} y_t &= f(\varepsilon_{y_t}, \varepsilon_{y_{t-1}}, \varepsilon_{z_t}, \varepsilon_{z_{t-1}}) \\ z_t &= f(\varepsilon_{y_t}, \varepsilon_{y_{t-1}}, \varepsilon_{z_t}, \varepsilon_{z_{t-1}}) \end{aligned} \right\} \text{ETKİ-TEPKİ FONKSİYONU (IRF)}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y}_t \\ \bar{z}_t \end{bmatrix} + \underbrace{\sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{bmatrix}}_{\text{etki tepki katsayıları}} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_{t-i}} \\ \varepsilon_{z_{t-i}} \end{bmatrix} \text{ Bilgisayar bunu hazır olarak verir.}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y}_t \\ \bar{z}_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(0) & \phi_{12}(0) \\ \phi_{21}(0) & \phi_{22}(0) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(1) & \phi_{12}(1) \\ \phi_{21}(1) & \phi_{22}(1) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_{t-1}} \\ \varepsilon_{z_{t-1}} \end{bmatrix} + \dots$$

$\phi(i)$ katsayıları y_t ve z_t 'nin tüm dönemlerde izledikleri yol üzerinde ε_{y_t} ve ε_{z_t} şoklarının etkilerini yaratmak için kullanılır.

$\phi_{11}(0)$ y_t 'de meydana gelen şoklardaki 1br'lik değişimin (y_t 'de yani ε_{y_t} 'de 1 st sapma şok meydana geldiğinde) y_t üzerindeki aynı anlı (cari) etkisini gösterir.

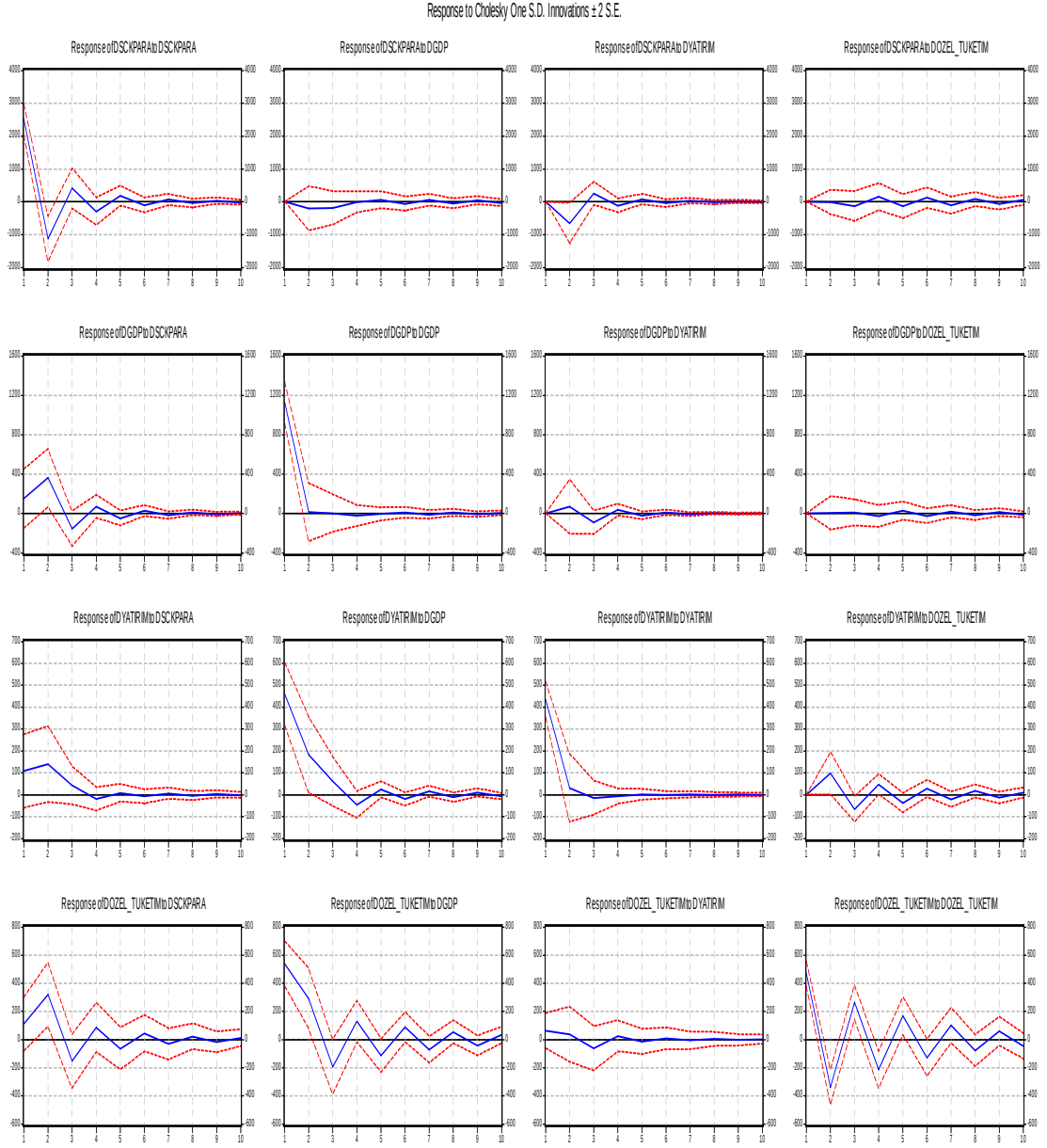
$\phi_{12}(0)$ z_t 'de meydana gelen şoklardaki 1br'lik değişimin (ε_{z_t} 'deki 1 br'lik değişimin) aynı dönemde y_t üzerindeki etkisini gösterir. (y_t 'nin aynı dönemdeki cevabı)

$\phi_{21}(1)$ y_t 'de meydana gelen şoklardaki 1br'lik değişim, bir dönem sonra z_t üzerinde x'lik bir tepki yaratmaktadır.

Değişkenlerin sıralanması normal bir regresyonda farklı sonuçlara sebep olmaz fakat VAR analizinde IR fonksiyonunda sıralamadaki farklılıklar matriste sütunların yer değiştirmesine, dolayısıyla matriste farklılığa sebep olur. VAR'da değişken sıralaması dışsal değişkenlerden içsel değişkenlere doğru yapılır. İki dışsal ya da içsel değişkenin kendi aralarındaki sıralama için kendi aralarındaki nedensellik testi fikir verebilir. Katsayılar arasında çok anlamsız ve iktisadi büyüklüklere uymayan büyüklükler varsa değişkenlerin sırasında bir yanlışlık yapıp yapılmadığına bakılmalıdır.

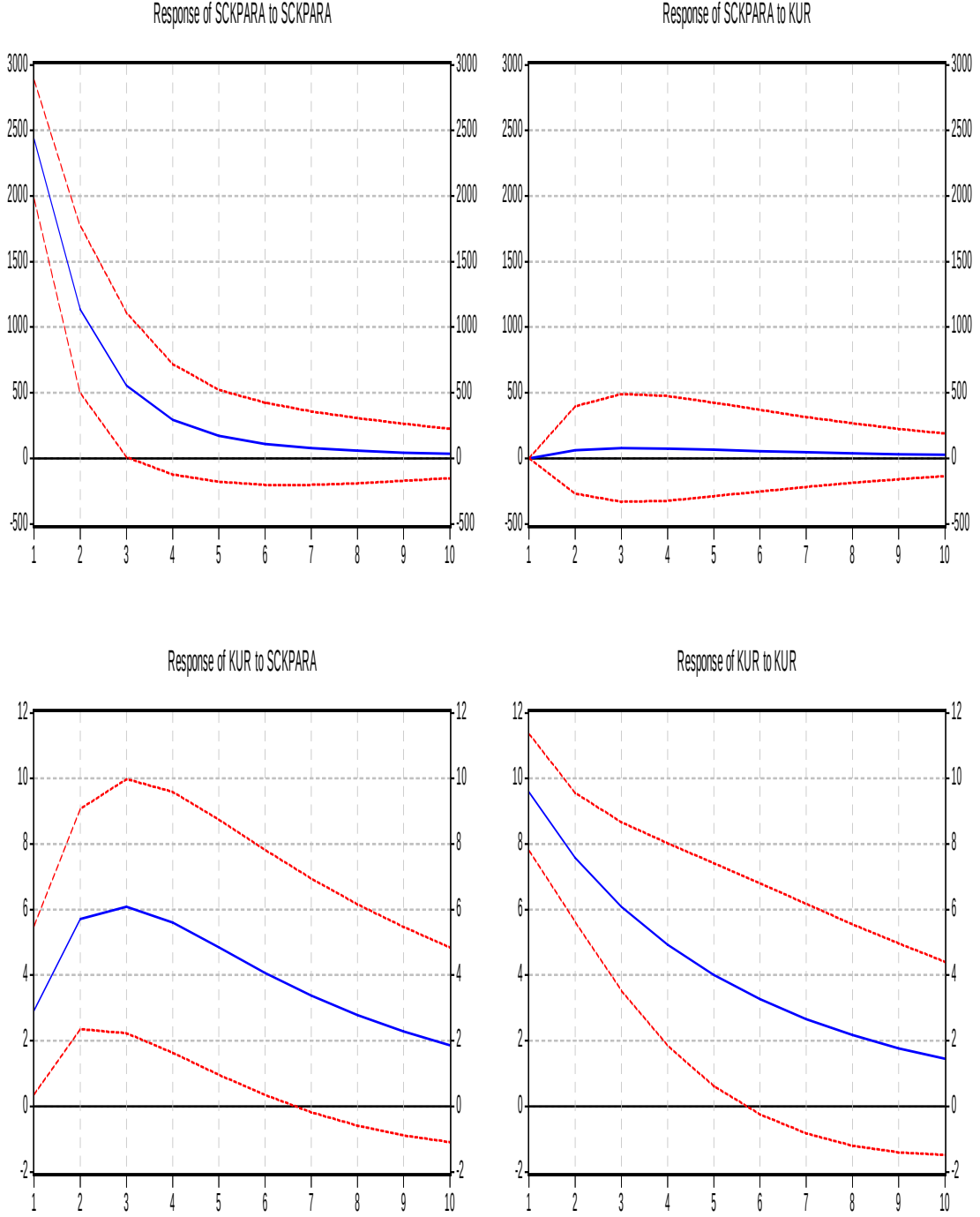
Buna göre, değişkenlerin kendi aralarında etki tepki grafikleri incelendiğinde kısaca şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır: Şekil 17'deki etki tepki grafiklerine göre, sıcak paradaki bir artış kendi kendini besleyici olarak bir dönem sonra kendisinde bir artış yaratmaktadır. Sıcak parada meydana gelen şoklar GSYİH üzerinde bir dönem gecikmeli olarak aynı yönde etkiye yol açmaktadır. Özel tüketim harcamaları üzerinde yine bir dönem gecikmeli olarak sıcak para ve GSYİH değişkenleri etkili görülmektedir. Ayrıca, yatırımlar üzerine sıcak paranın istatistiki olarak anlamsız tepkiler verdiği ve sıcak paradaki bir şokun yatırımlar üzerinde etkisinin olmadığı görülmektedir.

Şekil 17: Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Etki-Tepki Fonksiyonlarının Grafikleri



Şekil 18: Sıcak Para ve Reel Kur Değişkenleri için Etki Tepki Grafikleri

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Şekil 18'e göre, sıcak paranın kur üzerinde ciddi bir etkisinin olduğu söylenebilir.

5.4.2. Değişkenlerin Varyans Ayırıştırması Analizi

Tablo 25-a ve Tablo 25-b Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH değişkenleri için Varyans Ayırıştırması analizi sonuçlarını göstermektedir. Bu sonuçlar, nedensellik sonuçlarıyla örtüşmektedir. Sıcak para değişkeni, GSYİH ve özel tüketim değişkenlerinin varyansındaki değişimi, yatırım değişkenin varyansındaki değişimden daha fazla etkilemektedir.

Tablo 25-a Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Varyans Ayırıştırması Analizi					
Variance Decomposition of DSCKPARA:					
Period	S.E.	DSCKPARA	DGDP	DYATIRIM	DOZEL_TUKETIM
1	2515.710	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2842.563	94.19575	0.519221	5.283568	0.001465
3	2892.268	92.99084	0.934197	5.867292	0.207675
4	2913.798	92.65226	0.920832	5.950658	0.476254
5	2924.352	92.36809	0.954559	5.975730	0.701616
6	2929.743	92.16018	0.992662	5.974689	0.872468
7	2932.924	92.01242	1.029296	5.968157	0.990124
8	2934.858	91.91288	1.058087	5.962428	1.066604
9	2936.033	91.84882	1.078103	5.958382	1.114695
10	2936.743	91.80874	1.091247	5.955753	1.144257
Variance Decomposition of DGDP:					
Period	S.E.	DSCKPARA	DGDP	DYATIRIM	DOZEL_TUKETIM
1	1139.949	1.753698	98.24630	0.000000	0.000000
2	1198.121	10.69811	88.94958	0.349931	0.002379
3	1211.355	12.07690	87.01744	0.897001	0.008657
4	1214.486	12.36055	86.59534	0.988303	0.055814
5	1215.919	12.48607	86.39330	1.012778	0.107855
6	1216.627	12.52726	86.30090	1.021261	0.150578
7	1217.011	12.53954	86.25489	1.023593	0.181979
8	1217.240	12.54291	86.22972	1.024147	0.203228
9	1217.380	12.54345	86.21541	1.024226	0.216913
10	1217.465	12.54322	86.20713	1.024191	0.225464

Tablo 25-b Sıcak Para, Özel Tüketim, Yatırım ve GSYİH Değişkenleri için Varyans Ayrıştırması Analizi					
Variance Decomposition of DYATIRIM:					
Period	S.E.	DSCKPARA	DGDP	DYATIRIM	DOZEL_TUKETIM
1	642.5202	2.813409	51.32316	45.86344	0.000000
2	689.8613	6.489974	51.52236	39.98564	2.002025
3	697.1014	6.722081	51.20128	39.20446	2.872179
4	700.4948	6.738691	51.12607	38.83629	3.298953
5	701.9544	6.724309	51.03000	38.67556	3.570134
6	702.8817	6.718699	50.97896	38.57368	3.728662
7	703.4323	6.715199	50.95067	38.51342	3.820709
8	703.7518	6.712869	50.93395	38.47851	3.874663
9	703.9390	6.711461	50.92423	38.45807	3.906236
10	704.0487	6.710617	50.91858	38.44611	3.924695
Variance Decomposition of DOZEL_TUKETIM:					
Period	S.E.	DSCKPARA	DGDP	DYATIRIM	DOZEL_TUKETIM
1	724.7279	2.346235	54.93572	0.736659	41.98138
2	910.6695	13.94908	44.99442	0.635159	40.42133
3	981.6891	14.41470	42.58830	0.952221	42.04478
4	1017.117	14.15371	41.29828	0.949649	43.59836
5	1039.145	13.94452	40.74904	0.929196	44.37724
6	1052.177	13.78218	40.48283	0.914478	44.82052
7	1059.838	13.67191	40.34116	0.904318	45.08261
8	1064.363	13.60186	40.26495	0.897842	45.23535
9	1067.029	13.55856	40.22295	0.893879	45.32461
10	1068.597	13.53227	40.19936	0.891494	45.37688
Cholesky Ordering: DSCKPARA DGDP DYATIRIM DOZEL_TUKETIM					

5.5. Ekonometrik Analiz Sonuçları

Sıcak paranın varyansındaki değişim ilk dönemde kendisi tarafından açıklanmaktadır. Sıcak para varyansındaki değişimlerin hepsi 1. dönemde sadece kendisinden kaynaklanmaktadır. 1. dönemde, yani sıcak para ilk girişte, sadece kendi iç dinamiğinden etkilenmektedir. Bundan dolayı, sıcak para bağımsız (dışsal) bir değişkendir. İkinci dönemde artık sıcak paranın dışsalılığı ortadan kalkıp içsel bir değişken olmuştur. Daha sonraki dönemler incelendiğinde sıcak paranın değişimi kendisi tarafından % 92 oranında açıklanırken Yatırımlar 2. olarak varyans değişimini açıklayan değişken olarak gözümüze çarpmaktadır. Yine de bu değişkenin sıcak para varyans değişkenini açıklamadaki etkisini % 5 ten yukarı taşımamaktadır. GSYİH değişkeni ise sıcak paranın değişimini en az açıklayan değişkenimizdir.

GSYİH'nın varyansındaki değişim ilk dönemde kendisi tarafından %98 oranında açıklanırken sıcak paranın ilk dönemdeki etkisi % 1,8'e yakındır. Daha sonraki dönemler incelendiğinde GSYİH değişimi kendisi tarafından %86 oranında açıklanırken sıcak paranın varyans değişimi üzerine etkisi %13 lere çıkmaktadır. Var Granger testinin sonuçları da Türkiye ekonomisi için GSYİH değişimi ile sıcak para hareketleri arasında bir ilişki ortaya koymaktadır. Bu anlamda bulgular örtüşmektedir.

Yatırımın varyansındaki değişim ilk dönemde kendisi tarafından %46 oranında açıklanırken GSYİH'nın ilk dönemdeki etkisi % 51'e yakındır. Daha sonraki dönemler incelendiğinde yatırımların varyansındaki değişimler en çok GSYİH değişkeninden etkilenmektedir.(% 51). Bu sonuç, girişimcilerin yatırım kararlarını ekonomik konjonktüre göre şekillendirdiklerini göstermektedir. Sıcak para yatırımların varyansındaki değişimin %7 gibi düşük bir kısmını açıklamaktadır. Var Granger testinin sonucu da, Türkiye ekonomisi için sıcak para ile yatırım arasında bir nedensellik ortaya koymamaktadır.

Özel tüketimin varyansındaki değişim ilk dönemde kendisi tarafından %42 oranında açıklanırken GSYİH'nın ilk dönemdeki etkisi % 55'lere yakındır. Daha sonraki dönemler incelendiğinde Özel tüketimin varyansındaki değişimler en çok kendisi tarafından etkilenmektedir. (% 45). Sıcak para diğer değişkenlere göre en büyük

oranda özel tüketime varyansındaki değişimi açıklamaktadır. Bu ise %14' lük bir orana karşılık gelmektedir. Var Granger testinin sonuçları da sıcak para hareketleri ile tüketim harcamaları arasında yakın bir ilişki ortaya koyduğundan, sonuçlar etki tepki grafiklerinin yansıttıkları ve varyans ayrıştırması analizi ile örtüşmektedir.

6. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

1960'lı yılların ikinci yarısından itibaren ileri kapitalist ülkelerde kâr oranlarının ve verimlilik artış hızlarının düştüğü, büyüme hızlarının yavaşladığı ve yüksek fiyat artışlarının ortaya çıktığı bir sürece girilmesi ile spekülâtif sermaye hareketlerinde hissedilir artışlar oldu. ABD'nin büyüyen dış açıkları sebebiyle artan spekülâtif ataklar dolar-altın bağının kopmasına neden olurken, üst üste yaşanan petrol krizleri tüm ekonomilerde büyük değişiklikler ortaya çıkardı.

Gelişmiş ülkeler bu konjonktürden, petrol ihracatçısı ülkelerin ellerinde biriken muazzam düzeydeki dolarları kendi bankalarına çekip; bunları yüksek faizlerle azgelişmiş ülkelere satarak çıkmayı bildiler. Böylece, gelişmiş ülkelere ağır maliyetlerle borçlanan azgelişmiş ülkeler borç batağı içine düştü. Bu gelişmeler ile birlikte IMF'nin ilgisi azgelişmiş ülkelerin üzerine odaklandı. IMF'nin bu ülkelere örtük olarak isteği uluslararası spekülâtif sermaye hareketlerine pazar olmalarıydı. Hatta bunun teorileri bile hazırды. Egemen iktisatın serbest dış ticaretin refah maksimizasyonu ilkeleri serbest finans piyasalarına uyarlandı. Azgelişmiş ülkeler yetersiz tasarruflarını böylece sözde arttırıp, yatırımlara aktaracaklardı. Bu ülkelerin finans piyasaları, bozuk ya da eksik karakteristik yapılarına bakılmaksızın zamansızca serbestleştirildi. Böylece, 1990'lı yıllara birkaç istisna ülke dışında pek çok azgelişmiş ülke, finans piyasalarını spekülâtif sermaye hareketlerine açarak girdi.

IMF'nin azgelişmiş ülkelerin para ve sermaye piyasalarını serbestleştirme yaptırımının altında bir ideoloji yatmaktadır. Bu ülkeler sermaye hareketlerini serbestleştirdikçe borçları artmıştır. İçeride kâr oranları düşen gelişmiş ülke ekonomileri ise kendilerine yüksek getirili alanlar bulmuşlardır. Fakat sermaye çektikçe spekülâtif olarak balon gibi büyüyen azgelişmiş ekonomiler bir spekülâtif atakla karşılaştıklarında krize girmişlerdir. Geniş halk kesimlerini fakirleştiren bu krizler yurtiçi tasarrufların daha da düşmesine neden olmaktadır.

Bu ülkelerde finansal serbestleşme sonrası artan faiz oranları reel yatırım kararlarını olumsuz olarak etkilemekte ve hükümetlerin ulusal hedeflerine ulaşmak amacıyla yatırımlar için faiz oranlarını bir araç olarak kullanabilme olanaklarını azaltmaktadır. Öte yandan, bu ülkelere giren kısa vadeli sermayenin ulusal paralarda aşırı değerlenme yaratması ithalatı ve özellikle de ithal tüketimi özendirip, ihracatı caydırmakta ve kronik dış ticaret ve cari işlem açıklarına neden olmaktadır. İthal tüketim ve dolayısıyla tüketim harcamalarındaki artış

ulusal tasarrufları azaltırken yatırımları da olumsuz etkileyen bir başka unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

Finansal serbestleşme sonrası azgelişmiş ülkelerde GSYİH artışlarının kısa vadeli sermaye hareketlerinin tamamen etkisine girdiğini gösteren birçok çalışma vardır. Dışarıdan fon girerken ekonomiyi büyüten, çıkışta da küçülten bu istikrarsız yapılarda girişimciler de sabit yatırım yapıp GSYİH artışına katkıda bulunmak yerine finansal kazançları tercih etmektedirler. Bu durum sürdürülebilir ekonomik büyüme yerine spekülasyon büyümenin tercih edilmesi anlamını taşımaktadır.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisi üzerine yapılan ekonometrik analiz sonuçları, finansal serbestleşme sonrası GSYİH artışları ile sıcak para girişleri arasında bir ilişkiyi ortaya koymaktadır. Türkiye ekonomisinde serbestleşme sonrası dönemdeki büyümenin temel itici gücü, tüketim harcamalarında yaşanan canlanma olarak gözükmemektedir. Yatırımlar serbest finans piyasalarının varlığından etkilenmemektedir. Oysa bu sonuç, McKinnon-Shaw'un finansal serbestleşmenin yurtiçi tasarrufları, dolayısıyla yatırımları arttıracak şeklindeki tezine tamamen terstir. Çünkü Türkiye gibi ülkelerde artan tüketim harcamaları yurtiçi tasarrufların artmasına engel teşkil eder. Kısa vadeli spekülasyon sermayenin ülke tasarruflarına katkısı yoktur; hatta etkisi negatiftir.

Çalışmada da tartışıldığı gibi, anlamlı bir ekonomik büyüme, sabit sermaye yatırımlarının ve net ihracatın GSYİH artışına daha büyük ölçüde katkı yapması ile mümkün olabilir. Bunun için yapısal rekabet gücünü arttıracak şekilde dışa açık sektörlerin yatırım oranlarının artırılması gerekmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanan büyüme ivmesinin sürmesi, bugünkü koşullarda dış kaynak hareketlerinde artışları gerekli kılmaktadır. Kısacası, yüksek düzeyde, ancak, bir önceki yılın altında seyreden dış kaynak girişlerinin, bu yapıda GSYİH'ı aşağıya çekmesi mümkündür. Türkiye ekonomisinin büyüme süreci böylece, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara sıkı sıkıya bağlanmıştır.

Ülkelere giren kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin ortak özelliği; her çıkışın bir inişinin olması, yani spekülasyon çıkışlarının bir noktada çöküşle sonuçlanması; bu tip hareketlerin sıfır toplamı bir oyun olması, başka bir ifadeyle, kazananlar karşısında kaybeden birilerinin daima bulunmasıdır. Buna göre spekülasyonla bir gelir yaratılamayacağı için, ekonomik büyümelerini bu tip hareketlere bağlayan ülkeler aynı zamanda çöküşlerini de buna bağlamaktadırlar.

Bu çalışmada incelenen finansal krizlerde geniş halk kesimlerinin büyük refah kaybına uğradığı, krizlerin ülke içinde sınırlı kalmayıp bölgesel yayılma gösterdiği görülmektedir. Böylece, azgelişmiş ülkeler için adeta bir kader birliği söz konusu olmaktadır. Bu kadarı yazan uluslararası spekülasyon sermaye sahipleri, uygulatıcısı da IMF'dir. Tahlil edilen Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Türkiye krizlerinde de görüldüğü gibi, IMF kriz öncesi ve sonrası uygulattığı yanlış politikalarla ülkelerin makroekonomik göstergelerinin daha da bozulmasına neden olmaktadır. Fakat IMF ısrarla uluslararası finans sermayesinin lehinde hareket ederek, finansal serbestleşmeyi sorgulanmaz bir zorunluluk olarak görmekte ve çalışanlarına yaptırdığı analizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin yıkıcı etkisini dikkate aldırılmamaktadır.

Finansal krizlerde finansal serbestleşmenin etkileri bu derece yüksekse akla şöyle bir soru gelmektedir: Latin Amerikanın, Güneydoğu Asya'nın ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu diğer kriz ülkeleri sermaye hesaplarını bu derece dışa açmasalardı, acaba bugün içinde bulundukları durumdan daha kötü koşullarda mı olurlardı? Eğer bu sorunun cevabı "hayır" ise o zaman IMF tarafından ısrarla önerilen finansal serbestleşme sorgulanmalıdır. Stiglitz (1999)'in çok ilginç bir benzetmeyle vurguladığı gibi, eğer bir yolda tek bir kaza varsa, neden olarak sürücüye, arabaya ya da hava şartlarına bakılır. Fakat aynı yolda yüzlerce kaza gerçekleşiyorsa, o zaman yolun kendi yapısı ile ilgili soruların çevrede yükselmesi beklenir. Yolların, kusursuz ya da yarış pistlerinde eğitimli sürücülere göre değil, sıradan insanlara göre tasarlanması gerekir. Eğer ortalama seviyedeki sürücüler yoldaki dönemeçleri çok keskin görüyorlarsa o zaman yolun tekrar yapılandırılması için tasarlanması ya da arabaların gerekli düzenlemelere tabi tutulması gerekir. Daha açık bir ifadeyle, bu tip ülkeler için sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gereği vardır. Kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine belirli limitler koyma şeklinde doğrudan kontrollere başvurulabileceği gibi, yabancıların bankacılık ve menkul kıymet işlemlerinin vergilendirilmesi gibi dolaylı kontrollere de gidilebilir.

KAYNAKÇA

Agenor, P. R. ve Montiel, P.J. (1996). “Development Macroeconomics”, Princeton University Press.

Akyüz, Y. ve Boratav, K. (2001). “The Making of the Turkish Financial Crisis”, Conference in University of Massachusetts, December 7-8.

Alper, C. E. ve Öniş, Z. (2001). “Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, Doğu Batı Düşünce Dergisi, Ankara, Felsefe Sanat ve Kültür Yayınları, Sayı 17, 203-223.

Apak, S. (1993). “Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik İstikrar Uygulamaları”, İstanbul, Anahtar Kitaplar.

Azariadis, C. ve Stachurski, J. (2004). “Poverty Traps”, Handbook of Economic Growth.

Bal, H. (2001). “Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye”, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayını.

Barro, J.R. ve Sala-i-Martin, X. (1999). “Economic Growth”, The MIT Press Cambridge- Massachusetts, London, England.

Barro, J. R. ve Lee, J. W. (2002). “IMF Programs: Who is Chosen and What are the Effects?”, NBER Working Paper Series, Working Paper 8951, Cambridge, May 2002, Erişim: <http://www.nber.org/papers/w8951>

Beattie, A. (2001). “Turkey and Argentina Cause Headaches for the IMF”, Financial Times, November 28, 2001.

Bekaert, G. ve Harvey, C. R. (2000). “Foreign Speculators and Emerging Equity Markets”, Journal of Finance, 55, 565-614, NBER Working Paper No: 6312.

Bhagwati, J. (1968). “Distortions and Immiserizing Growth: A Generalization”, Review of Economic Studies.

Boratav, K. (2000). “Yeni Dünya Düzeni Nereye”, Ankara, Siyasal Kitabevi.

Boratav, K., Yeldan, E., Köse, A.H. (2000). “Globalization, Distribution and Social Policy: Turkey, 1980-1998”, CEPA Working Paper Series I, Working Paper No.20, New York, Erişim: <http://www.newschool.edu/cepa>

Boratav, K. (2001a). “Finansal Kriz IMF’nin Eseridir”, Erişim: <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar/finansalkrizymf.htm>

Boratav, K. ve Yeldan, E. (2001). “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution”, Bilkent University, December, 2001.

Boratav, K. (2001b). “2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Eylül 2001, Sayı 186.

BSB (Bağımsız Sosyal Bilimciler). (2006). “IMF Gözetiminde On Uzun Yıl, 1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset”, Haziran 2006, Ankara. Erişim: www.bagimsizsosyalbilimciler.org

Calvo, G. A. ve Vegh, C. A. (1999). “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”, Handbook of Macroeconomics, 24th chapt., North Holland.

Calvo, G. A. ve Mendoza, E.G. (2000). “Capital Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational - Frictions Approach”, The American Economic Review, Vol.90, No.2, pp.59-64, May, 2000.

Caselli, F., Nahm, J., Fedorova, K. (2000). “Currency Crises”, Harvard University, Econ1011b, Spring 2000.

Celasun, M. (2001). “Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001”, Doğu Batı Düşünce Dergisi, Ankara, Felsefe Sanat ve Kültür Yayınları, Sayı 17, 161-179.

Chandler, V. L. (1964), “The Economics of Money and Banking”, Harper & Row, Publishers, New York, Evanston, and London, Fourth Edition.

DeLong, J. B. (2001). “The International Financial Crises of the 1990s: Analytics”, November, 2001, Erişim: <http://www.j-bradford-delong.net/>

Demir, G. (1999). “Asya Krizi ve IMF”, İstanbul, Der Yayınları.

Dickey, D.A., Fuller , W.A. (1979), “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, Journal of the American Statistical Association, 74, p. 427–431.

Dornbusch, R. (2001). “A Primer on Emerging Market Crises”, Massachussets Institute of Technology, January, 2001.

Driscoll, D. D. (1998). “What is the International Monetary Fund”, IMF, Washington DC, September, 1998.

Eichengreen, B. ve Leblang, D. (2002). “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?”, NBER Working Paper No: 9427, December 2002.

Enders, W. (2004). “ Applied Econometric Time Series”, New York John Wiley & Sons, Inc., New York.

Engle, R. F., Granger, C. W J. (1987). “Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, Econometrica, Econometric Society, vol. 55(2), pages 251-76, March.

Ertop, K. (2006). “Makroiktisat”, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No:534/767, İstanbul.

Ertuğrul, A. ve Yeldan, E. (2002). “On the Structural Weaknesses of the Post-1999 Turkish Dis-Inflation Program”, Bilkent University, Ankara, March, 2002.

Eshag, E. (1989). “Some Suggestions for Improving the Operation of IMF Stabilization Programmes”, International Labour Review, Vol.126, No.3.

Feldstein, M. (2002). “Argentina’s Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis”, Foreign Affairs, March/April 2002, Volume 81, Number 2.

Fischer, S. (1998). “The Asian Crisis: A View from the IMF”, Midwinter Conference of the Bankers’ Association for Foreign Trade, Washington DC, January 22, 1998.

Frenkel, R. (1998). “Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America”, CEPA Working Paper Series III, Working Paper No.1, May 1998, New York, Erişim: <http://www.newschool.edu/cepa>

Fry, M. J. (1995). “Money, Interest and Banking in Economic Development”, Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.

Fry, M. J. (1997). “In Favour of Financial Liberalisation”, The Economic Journal, Vol. 107, No.442, May, 1997, pp. 754-770.

Goldstein, M. (1998). “The Asian Financial Crisis”, International Economics Policy Briefs, No.98-I, March 1998.

Greenwood, J., ve Jovanovic, B. (1990). “ Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, Journal of Political Economy, 1076-1107.

Gujarati, N. D. (2001). “Temel Ekonometri”₂ (Çev. Şenesen, Ü., Şenesen, G.), Literatür Yay., İstanbul.

Güvenç, N. (1998). “Küreselleşme ve Türkiye”, İstanbul, BDS Yayınları.

Hausmann, R., Pritchett, L., Rodrik, D. (2005). “Growth Accelerations”, NBER Working Paper No:10566, Revised August, 2005

Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri, Erişim: www.hazine.gov.tr

Henry, P. (2000). “Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms”, Journal of Financial Economics.

Henry, P.B. (2003). “Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth”, The American Economic Review, Vol. 93, No.2, pp.91-96, May, 2003.

Hutchison, M. (2001). “A Cure Worse Than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs ”, NBER Working Paper No. 8305, May, 2001.

ILO (International Labor Organization). (2006). “Global Employment Trends 2005”, February, 2006

IMF. Erişim: <http://www.imf.org/external/about.htm>

IMF-a. “Articles of Agreement of the International Monetary Fund”

IMF-b. (2006). “Quotas”, A Factsheet.

IMF-c. (2005). “IMF Conditionality” A Factsheet, September, 2005..

IMF-d. (2006). “IMF Lending”, A Factsheet, September, 2006.

IMF-e. (2006). “What is the International Monetary Fund”, September, 30, 2006

IMF-f. (2006). “Special Drawing Rights”, A Factsheet, August, 2006.

IMF-g. (2006). “IMF Surveillance”, A Factsheet, August 2006.

IMF-h. (2005). “Repurchases”, June, 30, 2005.

IMF-k. (2001). “Terms of IMF Financial Assistance”, A Factsheet, 2001.

İnsel, A. ve Sungur, N. (2003). “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği- 1989:III-1999:IV”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2003/8.

Johansen, S. (1988) “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”, Journal of Economic Dynamics and Control, (12), pp. 231-254.

Kaldor, N. (1963). “Capital Accumulation and Economic Growth”, in Proceedings of a Conference Held by the International Economics Association, London, Macmillan.

Kaminsky, G. L. ve Schmukler L. S. (2003), “.Short-Run Pain, Log-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, IMF Working Paper, WP/03/34, Washington, DC: International Monetary Fund.

Kazgan, G. (1999). “Tanzimat’tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi”, İstanbul, Altın Kitaplar.

Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2000). “Türkiye Ekonomisi”, İstanbul, Remzi Kitabevi.

Keyder, N. (2000). “Para Teori Politika Uygulama”, Ankara, Bizim Büro Basımevi, 7. Baskı.

Keynes, J.M. (1936). “The General Theory of Employment, Interest and Money”, London, Macmillan.

King, R.G. ve Levine, R. (1993). “Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence”, Journal of Monetary Economics, 32, 513-542.

Knut S. R. ve Jomo, K. S. (2003). “Southeast Asian Paper Tigers? From Miracle to Debacle and Beyond”, Routledge Curzon Studies, UK.

Köse, A. H. ve Öncü, A. (2004). “Türkiye’nin Dış Ticaret Yapısı Üzerine Gözlemler”, Türkiye Ekonomi Kurumu 2004 Yılı Tartışma Metni.

Krugman, P. ve Obstfeld, M. (1997). “International Economics”, New York, Addison Wesley.

Krugman, P. (1997). “What ever Happened to the Asian Miracle?”, Fortune, August 18, 1997, Erişim: <http://web.mit.edu/krugman>

Krugman, P. (2001a). “Other People’s Money”, The New York Times, July 18, 2001.

Krugman, P. (2001b). “Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü” (Çev. Neşenur Domaniç), İstanbul, Literatür Yayıncılık.

Kumcu, E. (2000). “İstikrar Arayışları”, İstanbul, Doğan Kitapçılık.

Kumcu, E. (2001). “The IMF’s Blunder in Turkey”, Financial Times, March 12, 2001.

Little, I. M. D. , Corden M. W. , Cooper, R. N., Rajapatirana S. “Boom, Crisis and Adjustment: The Macroeconomic Experience of Developing Countries”, Oxford University Press, USA.

Maddala, G.S. (1992). “Introduction to Econometrics”, 2. Edition, India: McHill Publish, 1992.

McKinnon, R. (1973). “Money and Capital in Economic Development”, Washington DC, The Brookings Institution.

Meltzer, A. H. (2004). “The IMF and Its Critics: Reform of Global Financial Architecture”, Cambridge University Press

Mussa, M. (2001). “Argentina Needs Effective Not Unthinking Support”, Financial Times, November 9, 2001.

OECD. (2001). “OECD Economic Surveys-Turkey”, Erişim: <http://www.oecd.org/economicsurveys/turkey2000>

Ragbendra, J. (2003). “Macroeconomics for Developing Countries”, 2nd edition, Routledge Taylor&Francis Group, London and New York.

Resmi Gazete. (11.08.1989). “Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar”, Sayı:20249.

Rodrik, D. (2002). “After Neoliberalism, What?”, BNDES Seminars on New Paths of Development, Rio, September 12-13, 2002.

Rodrik, D. (2006). “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, NBER Working Paper No:11952, January, 2006

Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999), “Short – Term Capital Flows”, ABCDE Conference, World Bank, May 1999.

Roubini, N. (1996). “Case Study of Fixed Exchange Rate- Collapses Mexico 1982”, Erişim: <http://www.stern.nyu.edu>

Roubini, N. (1998). “1997 Asian Currency Crisis”, Erişim:
<http://www.stern.nyu.edu>

Sachs, D. J. (1997). “The Wrong Medicine for Asia”, November 3, 1997, Erişim:
<http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaSachs>

Salvatore, D. (1986). “Uluslararası İktisat, Teori ve Problemler” (Çev. Tamer İşgüden), İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.

Salvatore, D. (2000). “International Economics”, London, Wiley Publishers, 7th Edition.

Sarıdoğan, E. (2006). “ Interaction among the Saving, Investment and GDP in Turkey and Selected Latin American Countries”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Selçuk, F. (2001). “Alacakaranlık Kuşağı”, Doğu Batı Düşünce Dergisi, Ankara, Felsefe Sanat ve Kùltür Yayınları, Sayı 17, 181-186.

Serper, Ö. (1993). “Uygulamalı İstatistik 2”, 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (2001). “Uluslararası İktisat - Teori, Politika ve Uygulama”, İstanbul, Güzem Yayınları, 14. Baskı.

Shaw, E. S. (1973). “Financial Deepening in Economic Development”, Oxford University Press.

Somçağ, S. (2006). “Türkiye’nin Ekonomik Krizi, Oluşumu ve Çıkış Yolları”, 2006 Yayınevi.

Sönmez, M. (2005). “ Türkiye İhracatının İthalata Bağımlılığı: 2000-2004”,
http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/SonmezOct05.pdf

Stiglitz, J. (1994). “The Role of the State in Financial Markets”, in Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics 1993 (ed. Bruno, M. and Pleskovic, B.), ss. 19-52, Washington, D.C., World Bank.

Stiglitz, J. (1998a). “The Role of the Financial System in Development”, Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador, June, 29, 1998.

Stiglitz, J. (1998b). “Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice”, from the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., April 20-21, 1998.

Stiglitz, J. (1999). “What Have We Learned from the Recent Crises: Implications For Banking Regulation”, Chicago, IL, May 6, 1999, Erişim: <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>

Stiglitz, J. (2000b). “What I Learned at the World Economic Crisis: The Insider”, The New Republic, April 17, 2000.

Stiglitz, J. (2000a). “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, World Development, Vol.28, Issue 6, pp 1075-1086, June 2000.

Stiglitz, J. (2001). “Globalization and its Discontents: How to Fix What’s Not Working”, IPDM, University of Manchester, UK, 4 April, 2001.

Taylor, L. (1983). “Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World”, Basic Books.

Telli, ., Voyvoda, E., Yeldan, E. (2006). “Modeling General Equilibrium for Socially Responsible Macroeconomics: Seeking For the Alternatives to Fight Jobless Growth in Turkey”, Bilkent University, Ankara, March 2006.

Tobin, J. (1998). “Financial Globalization”, Autumn Meeting of the American Philosophical Society 1, 1998, Erişim: <http://www.rrojasdatabank.org/Global-index.htm>

Tornell, A., Westermann, F., Martinez, L. (2004). “The Positive Link Between Financial Liberalization Growth and Crises” NBER Working Paper No: 10293.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistikleri Erişim: www.tcmb.gov.tr

Unctad. (2006). “Trade and Development Report, 2006”, United Nations, New York and Geneva.

Utkulu, U. ve Kahyaoğlu, H. (2005). “Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye’de Büyümeyi Ne Yönde Etkiledi?”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, Ekim 2005, 13

Venet, B. (2003). “Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme”, (Çev.Özatalay, C.), İktisat Dergisi, Sayı 438, ss. 60-70.

Wolf, M. (2001). “Time for Plan B in Argentina”, Financial Times, October 30, 2001.

World Bank. (2000a). “Global Development Finance”, World Bank Issues, New York, Erişim: <http://www.worldbank.org/prospects/gdf2000>

World Bank. (2000b). “Global Economic Prospects and the Developing Countries”, Washington, DC.

World Bank. (2006). “World Development Report 2006: Equity and Development”, World Bank Issues, New York.

Yeldan, E. (2001a). “Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi”, İstanbul, İletişim Yayınları.

Yeldan, E. (2001b). “On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey”, Bilkent University, Ankara, September, 2001.

Yeldan, E. (2006). “Türkiye 2006: Spekülatif Büyüme ve İstihdam Sorunu”, Bilkent Üniversitesi, Ankara, Ocak 2006.

Yenal, O. (2002). “Görünen Köyün Klavuzu”, Ankara, İktisat-İşletme ve Finans Yayınları, No.6.

Yentürk, N. (2003). “Körlerin Yürüyüşü - Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 46, Ekonomi 6, İçinde “Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri”ss.131-146.

Yükseler, Z. ve Türkan, E. (2006). “Türkiye’nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm: Küresel Yönelimler ve Yansımalar”, Tüsiad ve Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu, Haziran 2006, Erişim: http://eaf.ku.edu.tr/calisma_raporlari

EKLER

EK -1:

SICAK PARA AKIMLARINI OLUŞTURAN ÖDEMELER DENGESİ KALEMLERİ

ÖDEMELER DENGESİ AYRINTILI SUNUM		
II -	SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI	
A.	SERMAYE HESABI	
1.	Göçmen Transferleri	
B.	FİNANS HESAPLARI	
2.	Portföy Yatırımları	
2.1.	Varlıklar	
2.1.1	Genel Hükümet	
2.1.2	Bankalar	
2.1.3	Diğer Sektörler	
2.2.	Yükümlülükler	
2.2.1.	Hisse Senetleri	+
2.2.2.	Borç Senetleri	
2.2.2.1.	Merkez Bankası	
2.2.2.2.	Genel Hükümet	
2.2.2.2.1.	Yurtiçi	+
2.2.2.2.2.	Yurtdışı	
2.2.2.2.2.1.	Borçlanma	
2.2.2.2.2.2.	Geri Ödeme	
2.2.2.3.	Bankalar	
3.	Diğer Yatırımlar	
3.1.	Varlıklar	
3.1.1.	Ticari Krediler	
3.1.1.1.	Verilen Krediler	
3.1.1.2.	Geri Ödeme	
3.1.2.	Krediler	
3.1.2.1.	Merkez Bankası	
3.1.2.2.	Bankalar	+
3.1.3.	Bankaların Döviz Varlıkları	
3.1.4.	Diğer Varlıklar	
3.1.4.1.	Merkez Bankası	
3.1.4.2.	Diğer Sektörler	

3.2.	Yükümlülükler	
3.2.1.	<u>Ticari Krediler</u>	
3.2.1.1.	Uzun Vade	
3.2.1.1.1	Kullanım	
3.2.1.1.2	Geri Ödeme	
3.2.1.2.	Kısa Vade	
3.2.1.2.1	Kullanım	
3.2.1.2.2	Geri Ödeme	
3.2.2.	<u>Krediler</u>	
3.2.2.1.	Merkez Bankası	
3.2.2.1.1.	Uluslar. Para Fonu Kredileri	
3.2.2.1.1.1.	Kullanım	
3.2.2.1.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.1.2.	Uzun Vade	
3.2.2.1.2.1.	Kullanım	
3.2.2.1.2.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.1.3.	Kısa Vade	
3.2.2.2.	Genel Hükümet	
3.2.2.2.1.	Uluslar. Para Fonu Kredileri	
3.2.2.2.1.1.	Kullanım	
3.2.2.2.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.2.2.	Uzun Vade	
3.2.2.2.2.1	Kullanım	
3.2.2.2.2.2	Geri Ödeme	
3.2.2.2.3.	Kısa Vade	
3.2.2.3.	Bankalar	
3.2.2.3.1.	Uzun Vade	
3.2.2.3.1.1.	Kullanım	
3.2.2.3.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.3.2.	Kısa Vade	+
3.2.2.4.	Diğer Sektörler	
3.2.2.4.1.	Uzun Vade	
3.2.2.4.1.1.	Kullanım	
3.2.2.4.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.4.2.	Kısa Vade	+

3.2.3.	<u>Mevduatlar</u>	
3.2.3.1.	Merkez Bankası	
3.2.3.1.1.	Uzun Vade	
3.2.3.1.2.	Kısa Vade	
3.2.3.2.	Bankalar	+
3.2.3.2.1.	Yurtdışı Bankalar	
3.2.3.2.2.	Yurtdışı Kişiler	
3.2.4.	<u>Diğer Yükümlülükler</u>	
III -	NET HATA NOKSAN	+

Kaynak: Merkez Bankası

EK-2: Sıcak Para Hareketlerinin Belirleyicileri*

Kısa vadeli sermaye giriş çıkışını, politik vb nedenlerden kaynaklanan riski payı, işlem komisyonu vb giderleri hesaba katmazsak, yurtdışındaki ve yurtiçindeki getiri oranları belirler. Söz konusu getiri oranlarının belirleyicileri de, r_s , r , e ve e^e dir

Örneğin 3 aylık faiz oranının, ABD de % 2 ($r_s = 0,02$) , Türkiye’de % 13 ($r = 0,13$); döviz kurunun 1\$ = 500 TL olduğunu ($e = 500$) ve ABD li yatırımcının, döviz kurunun 3 aylık dönem sonunda, 550 TL’ye çıkacağını ($e^e = 550$) beklediğini varsayalım.

Yatırımcı, 1 \$ ını ABD’de yatırması, örneğin 3 ay vadeli Amerikan Hazine Bonosu satın alması durumunda 1 \$ vade sonunda 1,02 \$ olacaktır.

Yatırımcı 1 \$ ını Türkiye’de yatırmak istediğinde :

Önce 1\$ verip 500 TL alacak; bununla, örneğin, 3 ay vadeli Hazine bonosu aldığı anda dönem sonunda $500 * (1,13) = 565$ TL [$e (1 + r) = 565$] elde edecektir.

Döviz kurunun 3 ay sonunda 1 \$ = 550 TL olacağını *beklediğine* göre 565 TL ’yi \$ a çevirdiğinde eline $565 / 550 = 1,03$ \$ geçecektir. [$\frac{e(1+r)}{e^e} = 1,03$]

1 \$ ın, ABD’ye yatırılması durumunda dönem sonunda 0,02 \$ getiri sağlanırken; Türkiye’ye yatırılması durumunda 1\$ lık yatırım değerinin dönem sonunda 1,03 \$’a çıkması beklendiğinden, beklenen net getiri $1,03 - 1 = 0,03$ \$ olacaktır. Bu durumda yatırım, Türkiye’ye yapılacaktır. (Açıklamayı basitleştirmek için risk payı, işlem komisyonu vb giderleri hesaba katmıyoruz)

Sembollerle gösterdiğimizde:

1 \$ ın, TL’ye çevrilmesiyle elde edilen miktar e TL dir. Bu miktarın, Türkiye’de yatırılması durumunda, dönem sonundaki değeri

$$e (1 + r) \text{ TL ;}$$

bunun \$ cinsinden beklenen değeri yani $e (1 + r)$ TL ile alınması beklenen \$ miktarı

$$\frac{e(1+r)}{e^e} \$$$

dir. Öte yandan 1 \$, Türkiye’ye değil de ABD de yatırıldığında, dönem sonunda $1 + r_s$ değerine ulaşacaktır. Bu durumda

$$(1 + r_s) < \frac{e(1+r)}{e^e} \text{ ya da}$$
$$r_s < \frac{e(1+r)}{e^e} - 1$$

ise Türkiye’ye yapılacak yatırımın beklenen getirisi yurt dışındakinden daha yüksek olacağı için Türkiye’ye kısa vadeli yabancı sermaye girer .

Yurtiçi getiri formülü, yaklaşık değerler kullanılarak daha basit bir biçime dönüştürülebilir:

$$\frac{e(1+r)}{e^e} - 1 \text{ formülünde}$$

* Ayrıntılı bilgi için bakınız Ertop, 2006, ss.227-229.

e/e^e yi $1 + [(e - e^e) / e^e]$ bunu da $1 - [(e^e - e) / e^e]$ biçiminde yazıp (örneğin $e = 95$, $e^e = 100$ ise $e/e^e = 1 - (100 - 95) / 100 = 0,95$) gerekli işlemleri yaparsak

$$r - \frac{e^e - e}{e^e} = r - \frac{e^e - e}{e^e}$$

formülünü elde ederiz. r nin ve $(e^e - e) / e^e$ nin yeterli ölçüde küçük olması durumunda yurtiçi getiri oranı yaklaşık olarak

$$r - \frac{e^e - e}{e^e} \text{ olur.}$$

Yada $\frac{e(1+r)}{e^e} - 1$ formülünün pay ve paydasını e ile bölelim:

$$\frac{\frac{1+r}{e^e} - 1}{e}$$

e^e / e yi, aşağıdaki biçimde yazalım ve yukarıdaki yerine koyalım

$$\frac{e^e}{e} = 1 + \frac{e^e - e}{e} = 1 + \frac{\Delta e^e}{e} \quad \text{Örneğin } \frac{105}{100} = 1 + \frac{105 - 100}{100} = 1 + \frac{5}{100} = 1,05$$

$$\left(\frac{1+r}{1 + \frac{\Delta e^e}{e}} \right) - 1 = \frac{(1+r) - (1 + \frac{\Delta e^e}{e})}{1 + \frac{\Delta e^e}{e}} = \frac{r - \frac{\Delta e^e}{e}}{1 + \frac{\Delta e^e}{e}} = \left(r - \frac{\Delta e^e}{e} \right) \frac{1}{1 + \frac{\Delta e^e}{e}}$$

$\Delta e^e / e$ nin yeterli ölçüde küçük olması koşuluyla

$$\frac{e(1+r)}{e^e} - 1 \approx r - \frac{e^e - e}{e^e}$$

Sonuçta yaklaşık değerlerle

$$r_{\text{ş}} < r - \frac{e^e - e}{e^e}$$

ise Türkiye'ye yapılan yatırımın beklenen net getiri oranı, yurtdışı faiz oranından büyüktür, bu nedenle Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişi olur.

Net yurtiçi getiri oranı, “yurtiçi faiz oranı – döviz kurundan beklenen artıştan (TL’ nin beklenen değer kaybından) doğan zarar oranı” dır.