

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

**DIŞ BORÇLANMA VE FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİ BAĞLAMINDA
TÜRKİYE' DEKİ KRİZLERİN ANALİZİ(1994-2001)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mete DİBO

Ekim - 2009

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

**DIŞ BORÇLANMA ve FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİ BAĞLAMINDA
TÜRKİYE' DEKİ KRİZLERİN ANALİZİ(1994-2001)**

Mete DİBO

Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce

Bilim Uzmanı (Maliye)

Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez'dir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 30.10.2009

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 24.11.2009

Tezin Danışmanı : Prof.Dr. Ahmet ULUSOY

Jüri Üyesi : Prof.Dr. Harun TERZİ

Jüri Üyesi : Yrd.Doç.Dr. Tayyip YAVUZ

Enstitü Müdürü : Doç. Dr. Haydar AKYAZI

Ekim – 2009

TRABZON

0. SUNUŞ

00. Önsöz

1990' ların başından itibaren başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm ülke piyasalarında meydana gelen liberalleşme akımıyla birlikte artış gösteren finansal krizler güncelliğini hiçbir zaman kaybetmemekte, aksine her geçen gün daha çok araştırmacı dikkatini bu konu üzerine yoğunlaştırmaktadır.

Finansal krizlerin ortaya çıkış sebepleri değişkendir ve farklı göstergelerle ilişkilendirilmesi mümkündür. Finansal krizlerin sebeplerinden önemli bir tanesi dış borçlanmanın akılcı yapılamaması ve uluslararası kuruluşlarca belirlenen standartların çok üzerinde gerçekleşmesidir. Gelişmekte olan ülkeler, yurt içi tasarruflarının ve gelirlerinin yetersiz olmasından dolayı kalkınmak ya da büyümelerini sürdürmek için gerçekleştirmek zorunda oldukları büyük altyapı yatırımları ile üretim odaklı yatırımlarının finansmanında dış borçlanmaya kaçınılmaz olarak başvurmuşlardır. Dış finansmanın ağır koşullarla sağlanmış olması ya da alınmış olan borçların verimsiz alanlarda kullanılması zaman zaman ülkeleri zor durumlara düşürebilmekte ve krizlere neden olabilmektedir.

Çalışma konusunun seçilmesinde ve gerçekleştirilmesinde desteklerini eksik etmeyen değerli hocam Prof.Dr. Ahmet ULUSOY' a, düzeltmeler aşamasında yardım ve önerilerini esirgemeyen Yrd.Doç.Dr. Birol KARAKURT' a, çalışma motivasyonuma ve moralime olumlu katkılarda bulunan eşim Melike' ye, iş arkadaşlarıma ve tüm aileme, çalışmada kullanılan kaynakların bir kısmına ulaşmamda bana yardımcı olan kardeşim Şahin'e ve Bora GÜRDAŞ' a teşekkür ederim.

Trabzon, Ekim 2009

Mete DİBO

01. İçindekiler

	Sayfa Nr.
0. SUNUŞ.....	III
00. Önsöz	III
01. İçindekiler	V
02. Özet.....	VIII
03. Summary	IX
04. Tablolar Listesi	X
05. Şekiller Listesi	X
06. Grafikler Listesi	XI
07. Kısaltmalar Listesi.....	XII
GİRİŞ	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL KRİZ.....	3-40
10. Finansal Kriz Tanımı	3
11. Finansal Kriz Teorileri	4
110. Yeni Keynesci Finansal Kriz Teorisi	4
111. Finansal Kırılganlık Hipotezi.....	5
112. Rasyonel Beklentiler Teorisi	8
113. Para Arzının Endojenliği Teorisi	9
114. Kredi Tayınlaması Teorisi.....	11
115. Marksist Teori	12
12. Finansal Kriz Türleri	13
120. Bankacılık Krizi	13
121. Para Krizi	16

1210. Birinci Nesil Kriz Modeli	16
1211. İkinci Nesil Kriz Modeli(Kendi Kendini Besleyen Kriz Modeli)....	18
1212. Üçüncü Nesil Kriz Modeli(Bulaşma Etkisi Modeli)	20
122. Dış Borç Krizi	22
13. Finansal Krize Sebep Olan Faktörler	23
130. Aşırı Borçlanma ve Mali Dengesizlik	23
131. Finansal Serbestleşme	26
132. Enflasyon	28
133. Sabit Döviz Kuru Politikası	29
14.Finansal Krizin Ekonomik Etkileri	30
15.Finansal Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri.....	32
150. Sağlık Harcamaları ve Sağlık Durumu Üzerindeki Etkileri.....	32
151. Hane Halkı Geliri Üzerindeki Etkileri	33
152. Yoksulluk Üzerindeki Etkileri	34
16. Finansal Krizlere Karşı Uygulanabilecek İstikrar Programları	35
160. Yapısalcı İstikrar Politikası	36
161. Ortodoks İstikrar Politikası	36
162. Heterodoks İstikrar Politikası	38

İKİNCİ BÖLÜM

2. DIŞ BORÇLANMA-FİNANSAL KIRILGANLIK ve ÜLKE ÖRNEKLERİ	41-72
20.Dış Borcun Tanımı ve Nedenleri.....	41
21.Kırılğanlığa Sebep Olan Dış Borç Göstergeleri	43
210. Dış Borç Stoku/GSMH Oranı	43
211. Dış Borç Stoku/İhracat Oranı	44
212. Toplam Dış Borç Servisi/İhracat Oranı	45
213. Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Oranı	46
22. Literatürde Dış Borçlanma ve Kriz	47
23. Dış Borç Kırılğanlık Göstergeleri Bağlamında Bazı Kriz Ülkeleri	50
220. 1997 Güneydoğu Asya Krizi ve Dış Borçlanma.....	50
221. 1998 Rusya Krizi ve Dış Borçlanma	55
222. 1994-1995 Meksika Krizi ve Dış Borçlanma	60

223. 1998-1999 Brezilya Krizi ve Dış Borçlanma	65
224. 2001 Arjantin Krizi ve Dış Borçlanma	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DIŞ BORÇLANMA ve FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİNİN TÜRKİYE ANALİZİ..73-102	
30. 1994-2001 Krizleri ve Dış Borç Kırılganlık Göstergeleri	73
32. Türkiye’ de Dış Borç-Kriz İlişkisinin Analizi	81
320. Zaman Serilerinin Durağanlıklarının İncelenmesi	83
321. Granger Nedensellik Testi	92
322. Dış Borçlanma ve 1994-2001 Kriz İlişkisinin Logit Regresyon Analizi.....	97
4. SONUÇ	103
YARARLANILAN KAYNAKLAR	109
ÖZGEÇMİŞ	

02. Özet

1980' den sonra dışı açılma ve liberalleşme politikalarına ağırlık veren Arjantin, Brezilya ve Türkiye' nin de içinde bulunduğu birçok ülke 1980' lerde ve özellikle 1990' lı yıllarda finansal krizlerle karşılaşmış ve bu krizlerin sebeplerine ilişkin olarak farklı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmada da finansal krizlerin önemli bir sebebi olan dış borçlanmanın ve çeşitli dış borçluluk göstergelerinin finansal krizle olan ilişkisinin bazı ülke ve Türkiye örnekleriyle incelenmesi amaçlanmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda çalışmada kriz yaşayan ülkelerin dış borçla olan ilişkisi kırılma göstergeleriyle rakamsal olarak ele alınmıştır. Türkiye' de yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinin dış borçla olan ilişkisini ortaya koymak amacıyla değişkenler ile kriz arasındaki nedenselliğin açıklanması için Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Bu testin sonuçlarına göre Dış Borç Stoku/GSYH, Dış Borç Stoku/İhracat ve MB Rezervleri/Dış Borç Stoku göstergelerinin 1994 ve 2001 krizlerinin nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Türkiye' de dış borç stoku-finansal kriz ilişkisinin analizi için logit regresyon modeli kullanılmış ve sonuçta Dış Borç Stoku/GSYH değişkeninin 1994 ve 2001 krizlerini açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır.

03. Summary

Argentina, Brazil and many countries also included Turkey, focusing on opening and liberalization policies after 1980, experienced financial crisis in the 1980 's, and especially in the 1990s, and in relation to the causes of this crisis, the different studies have been made. In this study, a significant cause of the financial crisis, foreign borrowing and the financial crisis with a variety of indicators of foreign borrowing of the country examples are intended to be reviewed.

To achieve these objectives, in this study, the relationship with external dept of the countries that are in crisis has been taken with the indicators of fragility. In order to indicate, the relationship with the external dept of the crisis in Turkey in 1994 and 2001, the Granger causality test has been applied to reveal the relationship between variables with the crisis of causality. According to the results of this test, the indicators of External Debt Stock/GDP, Foreign Debt Stock/Exports and CB Reserves/External debt stock to be the cause of the crisis in 1994 and 2001 has been concluded. In addition, the logit regression model has been used for the analysis of the relationship between Turkey's external debt stock and of the financial crisis, and as a result of this, we say that the crisis in 1994 and 2001 to be the cause of the External Debt Stock and GDP variables.

04. Tablolar Listesi

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Toplam Dış Borç Stoku/GSMH Oranları.....	44
2	Toplam Dış Borç Stoku/İhracat Oranları.....	45
3	Toplam Dış Borç Servisi/İhracat Oranları.....	46
4	Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Oranları.....	47
5	Endonezya-Malezya-Tayland Dış Borç Stoku/GSMH(1982-2002).....	54
6	Endonezya-Malezya-Tayland Kısa Vadeli Dış Borçların Rezervler İçindeki Payı(%)	55
7	Arjantin Kamu-Özel Sektör Borç Stokunun GSYH' ya Oranı.....	70
8	Düzeydeki Değişkenler (I[0]) İçin ADF Test Sonuçları	90
9	Fark Düzeydeki Değişkenler (I[1]) İçin ADF Test Sonuçları	91
10	VAR Modelinde Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimi	95
11	Granger Nedensellik Testi Sonuçları	95
12	Logit Modeli 1	100
13	Logit Modeli 2	100
14	Logit Modeli 3	101
15	Logit Modeli 4	101
16	Logit Modeli 5	102

05. Şekiller Listesi

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şeklin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Granger Nedensellik Diyagramı	96

06. Grafikler Listesi

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Endonezya-Malezya-Tayland Dış Borç Stoku (1982-2002).....	52
2	Endonezya-Malezya-Tayland Dış Borç Stoku/GSMH(1982-2002)	53
3	Rusya Özel ve Kamu Kesimi Dış Borç Tutarı(1990-2002).....	58
4	Rusya Dış Borç Stoku(1990-2002).....	58
5	Rusya Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2002)	59
6	Rusya Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv Oranı(1992-2002).....	60
7	Meksika Uzun Vadeli Kamu ve Özel Dış Borçları(1990-2002).....	63
8	Meksika Dış Borç Stoku ve İhracatı(1990-2002).....	64
9	Meksika Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2002)	65
10	Brezilya Dış Borç Stoku(1982-2002).....	66
11	Brezilya Özel ve Kamu Kesimi Dış Borcu(1982-2002).....	67
12	Arjantin Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv Oranı(1990-2002).....	71
13	Arjantin Dış Borç Stoku/İhracat Oranı(1990-2002)	71
14	Arjantin Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2002)	72
15	Türkiye Toplam Dış Borç Stoku Gelişimi (1990-2007).....	77
16	Türkiye Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2007).....	78
17	Türkiye Uzun Vadeli Kamu ve Özel Kesim Dış Borcu(1990-2008).....	79
18	Türkiye Dış Borç Servisi/İhracat Oranı(1985-2007)(%)	79
19	Türkiye Dış Borç Stoku/İhracat Oranı(1985-2007)	80
20	Orijinal Serilerin Grafikleri	83
21	Mevsimsel Düzeltmesi Yapılmış Serilerin Grafikleri	85
22	Birinci Sıra Farkı Alınan Serilerin Grafikleri	91

07. Kısaltmalar Listesi

ABD	:	Ana Bilim Dalı
ADF	:	Genişletilmiş Dickey – Fuller
a.g.e	:	Adı Geçen Eser
a.g.m	:	Adı Geçen Makale
a.g.r	:	Adı Geçen Rapor
a.g.t	:	Adı Geçen Tez
AÜ	:	Ankara Üniversitesi
BIS	:	Bank for International Settlements
CÜ	:	Cumhuriyet Üniversitesi
Ç.Ü	:	Çukurova Üniversitesi
DBS	:	Dış Borç Stoku
DOM	:	Doğrusal Olasılık Modeli
DF	:	Dickey – Fuller
DEÜ	:	Dokuz Eylül Üniversitesi
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
ECU	:	European Currency Unit
FAO	:	Food and Agriculture Organisation
FX	:	Foreign Exchange Reserves
GOÜ	:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HM	:	Hazine Müsteşarlığı
IFS	:	International Financial Statistics
IMF	:	International Monetary Fund
İİBF	:	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İÜ	:	İstanbul Üniversitesi
KSÜ	:	Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi
KTÜ	:	Karadeniz Teknik Üniversitesi
LDC	:	Least Developed Countries

MB	:	Merkez Bankası
NAFTA	:	North American Free Trade Agreement
NBER	:	National Bureau of Economic Research
OECD	:	Organization for Economic Co-operation and Development
OPEC	:	Organization of the Petroleum Exporting Countries
SBE	:	Sosyal Bilimler Enstitüsü
SD	:	Short Term Debt
US	:	United States
TL	:	Türk Lirası
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
TUHİS	:	Türk Ağır Sanayii ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenleri Sendikası
VAR	:	Vektör Otoregresif Regresyon
WPA	:	Working Paper Archive
ZKÜ	:	Zonguldak Karaelmas Üniversitesi

GİRİŞ

1980'lerden itibaren pek çok gelişmekte olan ÷lke neoliberal politikaların da etkisiyle üretim faktörlerinin özellikle de sermayenin dolaşımı önündeki engellerin elemine edilmesi gibi serbestleşme ve küresel sisteme dâhil olma yönünde pek çok adım atmıştır. Bu düzenlemeler yapıldığı takdirde küresel sermayeden daha çok pay alacakları, ekonomilerinin kalkınmasının önündeki en önemli engel olan sermaye yetersizliğini aşacakları ve yüksek ekonomik büyüme ve ekonomik istikrara kavuşacakları vurgulanması yapılmıştır. Fakat finansal serbestleşme politikalarıyla ÷lkeler ekonomilerine istedikleri katkıyı sağlayamamış ve politikalar uygulandığı ÷lkelerin birçoğunda finansal krizlere neden olarak ÷lke ekonomilerine ciddi zararlar vermiştir. Ortaya çıkan olumsuz sonuçlar iktisatçıların finansal krizler üzerine yoğunlaşmasını teşvik etmiştir. Bu çalışmalar krizleri belirli sınıflara ayırarak nedenleri ve meydana getirdikleri etkiler bakımından araştırmayı hedeflemiştir.

Gelişmekte olan ÷lkeler iç tasarruftaki yetersizlik nedeniyle ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması ve kamu kesimi finansman gereksiniminin karşılanması için ihtiyaç duydukları kaynaklara iç tasarruflardan ziyade piyasalardan borçlanarak ve yabancı sermayeyi teşvik ederek ulaşmaktadırlar. Borçlanma yoluyla temin edilen kaynaklar ithalata yönelik tüketim harcamalarına yönlendirilerek içerde gelir arttırıcı alanlara kaydırılmayarak asıl elde edilmiş amaçlarından saptırılmıştır. Borçları karşılamaya yönelik olarak ihracatın arttırılamaması ve gelirlerin yetersiz düzeyde olması nedeniyle zamanı gelen borçların ödenememesi ve bu sebeple ÷lke ekonomisine duyulan güvenin azalması ÷lkelerin daha yüksek faizle borçlanması sonucunu doğurmuştur. ÷lkelerin borçlarını ödeyemeyeceği yönündeki bekleyişler yabancıların yatırımlarını ÷lkeden çekmelerine ve bu da zaten yetersiz olan tasarruflar sebebiyle gerçekleştirilemeyen önemli yatırımların yapılamamasına yol açar. Yatırımların düşmesi, işten çıkarmalar, yeni işe alımların yapılmaması ve sosyal harcamalarda meydana gelen azalma nedeniyle yoksul halkın daha da yoksullaşmasına neden olmuştur. 1980'lerde başlayan bu süreç 1990 ve 2000'li yıllarda yaşanan krizlerde de kendisini göstermiştir. Borç krizleri ve bunların reel

ekonomide yarattığı olumsuz etkiler, söz konusu ülke yanında, bu ülke ile yakın ekonomik ilişkilerde bulunan diğer ülkeleri de belli ölçüde etkilemektedir. Bu durum, özellikle finansal krizlerin nedenleri, türleri ve etkileri ile bu krizlerin uyarıcıları ve önleme politikaları konusunda geniş bir çalışma alanı oluşturulmasına yol açmıştır.

Finansal krizlerle ilgili yapılan çalışmalardan yola çıkarak üç tür krizin varlığından söz edebiliriz. Bunlar; bankacılık krizi, para krizi ve dış borç krizidir. Para krizi de en çok rastlanan kriz türü olması nedeniyle üzerinde yapılan birçok çalışma sonucunda kendi arasında birinci, ikinci ve üçüncü nesil krizler olmak üzere üçe ayrılmıştır. Bu türlerin hepsi çıkış sebepleri yönünden birbirinden farklıdır. Krizlerin ortaya çıkardıkları etkiler ise temelde aynı olmakla birlikte ülkenin kriz karşısında uygulayacağı politikalara göre bu etkilerin süreleri ve şiddetleri farklı olacaktır. Krize karşı uygulanacak politikalar da çoğu zaman IMF odaklı heterodoks, ortodoks ve yapısalci istikrar politikaları şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Krizlerin tek bir sebebe bağlanması ve bu konuda genel bir yargıya ulaşılması pek mümkün değildir. Bu çalışmada da bütün krizlerin çıkış sebebinin dış borca endekslenmesi amaç edinilmemekle birlikte dış borçlanmanın krizlerde önemli bir değişken olduğunun vurgulanması, ülkelerin elde ettikleri kaynakları doğru kullanamadıklarında bu durumun ekonomiye vereceği olumsuz etkilerin belirlenen ülkeler açısından ortaya konulması hedeflenmektedir. Çalışma, “Dış Borçlanma ve Kriz” ilişkisini ele aldığından buradaki hipotez “dış borçlanma Türkiye’ de 1994–2001 krizlerini tetiklemiştir ve Arjantin, Brezilya, Meksika, Güneydoğu Asya ile Rusya krizlerinde de etkili olmuştur” şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Hipotezi belirtilen çalışmanın ilk bölümünde finansal kriz teorileri ve türlerine, krizlere neden olan faktörlere ve krizin çeşitli etkilerine yer verilerek finansal krizlerin ardından uygulanan istikrar politikalarına değinilmiştir. İkinci bölümde dış borçlanma ile ilgili kırılganlık göstergelerine dayanarak kriz yaşayan bazı Güney Doğu Asya ülkeleri ile Arjantin, Brezilya, Meksika ve Rusya’ nın kriz öncesi ve sonrası durumları incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise Türkiye’ de yaşanan Nisan 1994 ve Şubat 2001 finansal krizlerinin dış borçlanmayla olan ilişkisi öncelikle kırılganlık göstergeleriyle değerlendirilmiş, daha sonra da logit model yardımıyla ekonometrik analizle test edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL KRİZ

10. Finansal Kriz Tanımı

Etimolojik olarak bir hastalığın gelişmesindeki doruk noktası olarak tanımlanan kriz kavramı, ekonomik konjoktürdeki yön değiştirmeyi, yani genişleme ya da sürekli bir ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım veya daralma evresine geçişi tanımlar. Bir başka tanımlamaya göre söz konusu kavram genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade eder¹. Krizler mal ve hizmet piyasalarıyla işgücü piyasasında kendini gösteren ve enflasyon, resesyon, işsizlik kavramlarını içeren reel sektör krizi olarak ortaya çıkabileceği gibi bankacılık, para-döviz, dış borç, ödemeler dengesi veya borsayla alakalı olarak kendisini gösteren finansal krizler şeklinde de ortaya çıkabilir.

Burada, krizlerin sadece finansal boyutu ele alınmaktadır. Finansal kriz kavramı genel olarak; finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerinin bozulması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır².

Finansal krizle ilgili başka bir tanımlama da Mishkin'e aittir. Mishkin' e göre finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike³ ve ters seçim⁴

¹ Güven Delice, "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (20), (2003), s. 58.

² Adil Korkmaz, Koray Duman, Sayım Işık, "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması", **D.E.Ü.İ.İ.B.F Dergisi**, 19(1), (2004), s. 46.

³ Fon talep edenlerin kredileri fon arz edenlerle yapılan sözleşme şartlarına uygun bir şekilde kullanmaması nedeniyle kredi verenlerin zarara uğraması durumudur.

⁴ Kredi piyasalarında riskli ve geri ödeme yeteneği az olan fon talep edenler ya da yatırımcıların, riski az olan ve geri ödeme yeteneği fazla olan yatırımcıları piyasadan kovması durumudur.

problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır⁵.

Söz konusu kavram, genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir. Öte yandan, Paul Krugman krizin belirli bir tanımının bulunmadığını öne sürerken, Edward ve Santanella ise krizleri paranın değerindeki belirgin bir düşüşe bağlamıştır. Bunların dışında kalanlar ise krizleri paranın değerindeki düşüş ve uluslar arası rezervlerin ciddi biçimde tükenmesine bağlamışlardır. Pablo Bustelo ise, bir krize finansal kriz diyebilmek için onun dört ögeyi içermesi gerektiğini söylemiştir. Bu öğelerden birincisi; paranın değerindeki büyük ve istenilmeyen bir kayıp, ikincisi; hisse senedi endeksinde meydana gelen büyük bir düşüş, üçüncüsü; yerli finans sistemindeki ciddi zorluklar ve sonuncusu; GSYH büyümesinin eksiye veya daha düşük pozitif bir değere ulaşmasıdır⁶. Finansal krizler, sorunun kaynağına bağlı olarak para krizi, bankacılık krizi ve dış borç krizi olarak sınıflandırılabilir.

11. Finansal Kriz Teorileri

110. Yeni Keynesci Finansal Kriz Teorisi

Yeni Keynesçilere göre finansal kriz; ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin kötüleşmeye başladığı bir finansal karmaşadır. Finansal piyasaların böyle bir karmaşa içine girmesi, fonları üretken yatırım alternatiflerine yönlendirmede etkinliğini yitirmesi anlamını taşır⁷. Buradaki ters seçim; borç verenin borç alanın geri ödememe riskini tam olarak bilememesi, ahlaki risk ise; borçlunun aldığı krediyi verimsiz kullanarak batırması olarak ifade edilebilir. Ahlaki çöküntü veya risk, taraflar arasındaki finansal işlem gerçekleşikten sonra ortaya çıkmaktadır. Buna göre, kredi kullanan tarafın söz konusu krediyi, kişisel çıkarları doğrultusunda kullanması ve kredi kullanarak üstlendiği projeye

⁵ Bülent, Erdoğan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, KSÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şubat 2006, s.5.

⁶ Murat Pıçak, Sema Yılmaz, Yavuz Giray, “Küresel Ekonomik Sistemde Finansal Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı”, **Mevzuat Dergisi**, (137), (2009), <http://www.mevzuatdergisi.com/2009/05a/03.htm> (25.06.2009).

⁷ Gökhan Karabulut, **GOÜ’ lerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul: Der Yayınları, 2002.

dönük yeterince çalışmaması ve işten kaçınmasından dolayı, projenin karlı olmayacak bir yatırıma dönüşmesi şeklinde tanımlanmaktadır⁸.

Kredi verenler, amaçları dışında bir şekilde kullanılarak ahlaki risk ve dolayısıyla geri dönmeme riski taşıyan kredileri önleyebilmek için takip ve denetleme yoluna gideceklerdir. Fakat bu durum kredi verenler için maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla kredi verenlerle alanlar arasında ahlaki risk sorunundan kaynaklanan bu terslik, verilebilecek kredi miktarında bir daralma meydana getirecek ve yatırımların olması gereken düzeyden daha düşük düzeyde oluşmasına neden olacaktır. Bankaların geri dönmeyen krediler sebebiyle bilançolarında meydana gelen bozulmalar da krize yol açacaktır⁹.

Yeni Keynesyen ekonomistlerden F. Mishkin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bankacılık ve para krizlerini açıklarken asimetrik enformasyon(ters seçim) kavramına başvurmaktadır. Asimetrik enformasyon kavramını, bankacılık sektörünün gelişmekte olan ülkelerdeki önemini ve bankacılık ve para krizlerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini açıklamak amacıyla yoğun bir biçimde kullanmaktadır. Mishkin'e göre, finansal sistemin temel işlevi, fonların, üretken yatırım olanaklarına sahip ekonomik aktörlere doğru hareketini sağlamaktır. Finansal sistem bu temel işlevini etkin bir biçimde yerine getiremediği takdirde, ekonomi de etkin bir biçimde işleyemeyecek ve ekonomik büyüme engellenecektir. F. Mishkin'e göre, finansal sistemin bu işlevini yerine getirmesini engelleyen temel etken asimetrik enformasyondur¹⁰.

111. Finansal Kırılganlık Hipotezi

Post Keynesci okulun önemli iktisatçısı Hyman Minsky' ye ait bir teoridir. Zaman zaman kapitalist ekonomilerde, kontrolden çıkma potansiyeli bulunan enflasyon ve borç

⁸ Ömer Emirkadı, "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler", **Sosyo-Ekonomi**, (2), (2005), s.35.

⁹ Murat Doğanlar, Harun Bal, Mehmet Özmen, "Döviz Krizi Modelleri", **Ç.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 16(1), (2007), s.269-270.

¹⁰ Sanem Çakmak Şahin, "Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **Mülkiye Dergisi**, 30(250), (2006), s.123.

deflasyonu¹¹ görülür. Enflasyonun enflasyonu ve borcun da borcu beslediği böyle bir süreçte ekonomik sistemin reaksiyonu ekonomik genişleme olacaktır¹².

Ekonomide genişleme arttıkça iyimserlik artar, uygun borç düzeyi ve risk değişir. Finansal varlıkların fiyatları artar ve spekülasyon düzeyi yükselir. İyimserlik sebebiyle ortaya çıkan risk ve mali yükümlülükteki tutum değişikliğiyle finansal sistem daha kırılgan bir hale gelir. Minsky' nin görüşüne göre borç düzeyi arttıkça, kısa vadeli borçların oranı arttıkça, likidite azaldıkça ve spekülatif firmalar arttıkça finansal kırılganlık artar¹³.

Konjonktürel dalgalanmaların genişleme aşamasında ortaya çıkan kâr fırsatları nedeniyle artan yatırım talepleri, faiz oranlarının yükselmesine yol açmaktadır. Faiz oranlarındaki bu artışa, finansal kırılganlık¹⁴ eşlik etmektedir. Faiz oranı artışı ile birlikte oluşan finansal kırılganlığa neden olan dört temel faktör vardır. Bunlar; uzun vadeli borçlanma sürecinden kısa vadeli borçlanmaya geçiş, borç bunalımı süreci, finansal kurumlara yönelik güven sorunu ve karar birimlerinin hedge finansman yapısından spekülatif ve ponzi finansman yapılarına geçişlerdir. Karar birimleri; hedge finansman, spekülatif finansman ve ponzi finansman yapısına sahip olanlar şeklinde sınıflandırılmaktadır. Karar biriminin uzun dönem gelir akımı, ödeme akımını aşılırsa; bu karar birimi hedge finansman yapısına sahiptir. Buna karşın; gelir akımı, ödeme akımını karşılayamıyorsa, ancak mevcut borçlarının faiz ödemelerini karşılayabiliyorsa spekülatif finansman yapısına sahip karar birimi olarak tanımlanmaktadır. Ponzi finansman yapısına sahip bir karar birimi de faiz ödeme yükümlülüklerini gelir akımı ile karşılayamamaktadır¹⁵.

Finansal istikrarsızlık hipotezine göre krizler kendilerini bir borç deflasyonu dolayısıyla, sermaye ve finansal varlıkların değerlerindeki bir düşüş olarak gösterir. Borç deflasyonu ise, genelde büyük bir bankanın ya da firmanın iflas etmesiyle tetiklenir. Sistem

¹¹ Irvin Fisher'ın borç deflasyonu teorisine göre ekonomik bunalımla birlikte fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen düşüşler borçların reel değerini yükseltecektir.

¹² Hyman P. Minsky, The Financial Instability Hypothesis, **Working Paper**, No:74, (1992).

¹³ Martin H. Wolfson, "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context", **Journal of Economic Issues**, 36(2), (Haziran 2002), s.393-394.

¹⁴ Finansal kırılganlık kavramı karar birimlerinin nakit gelir akımları ile finansal yükümlülük akımlarını karşılayamama derecesidir.

¹⁵ İsmail Çeviş, "Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım", Yayın No:187, Ankara, 2005, <http://icevis.pamukkale.edu.tr> (Erişim: 20.04.2009).

içinde uzun borçlanma zincirleri olduğundan büyük bir firmanın ya da bankanın iflas etmesi, merkez bankası ve devlet müdahalesi olmadığı koşullarda tüm borç zincirinin aksamasına yol açar. Yeni borçlanmaların aksamasının ise en dolaysız anlamı, varlık fiyatlarının düşmesidir. Kısacası bir borç deflasyonu, sistemde uzun borçlanma ilişkilerini öngörür. Aşağıdaki sıralamada finansal istikrarsızlık hipotezinin sonucu en başta ve nedeni en sonda bulunmaktadır. Sıralamada yer alan her olgu, kendinden sonrakileri kapsamaktadır. Örneğin, yatırımlarda bir artış olabilmesi için sermaye varlık fiyatlarının artmış olması ya da borç deflasyonu olabilmesi için sistemde uzun kredi zincirlerinin bulunması gerekmektedir¹⁶.

1. Kriz
2. Borç deflasyonu (varlık fiyatlarındaki düşüş)
3. Uzun kredi ve borç zincirlerinin oluşması (borç yükünün artması)
4. Ekonomik genişleme (Sermaye birikimindeki artış)
5. Yatırımlardaki artış
6. Sermaye varlık fiyatlarındaki artış (ikili fiyat yapısı)
7. Kârlardaki artış
8. Üretim malları fiyatlarındaki artış.

Minsky' nin teorisinde en temel öngörü ekonomide uzun süre devam eden istikrarın istikrarsızlık yaratacağı görüşüdür. Eğer ekonomi çok istikrarlı ise faizler düşük olacağından daha kolay borç ve daha fazla risk alınır. Riskli ürünlerin fiyatı daha da düşerse tekrar risk alınır ve riskli borçlar tekrar ucuz maliyetle çevrilir. Bunu gerçekleştiren kurum ya da kişilere Ponzi oyunu oynuyor denir. Ponzi oyunu adını, borcunu başka borçlarla kapatmaya çalışan fakat 1920' de hapis cezasına çarptırılan Charles Ponzi adında bir kişiden almıştır. Minsky' nin istikrarsızlık anı ise tam bu zincirin bozulduğu paniğin tepeye çıktığı ve sistemlerin tılandığı andır. Varlık fiyatları düşer, borçlanma faizleri artar, kimse kimseye borç vermez ve merkez bankaları devreye girer¹⁷.

¹⁶ Bülend Karadağ, **Minsky' nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, A.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2004, s.104-105.

¹⁷ Burak Saltoğlu, "Minsky Anı"(17.09.2008). http://www.finanstrend.com/yazi_detail.asp?y=496(Erişim: 06.04.2009).

112. Rasyonel Beklentiler Teorisi

Flood, Garber, Blanchard, Watson ve Krugman, paniğe yol açan en önemli faktör olarak fiyat değişmelerine ilişkin beklentileri görmektedir. Fiyatı belirleyen temel faktörlerden bağımsız olabilse de, geçmiş dönemdeki fiyat değişmesine bağlı olan fiyatlardaki değişim beklentisi paniğe neden olmaktadır¹⁸.

Rasyonel beklentiler teorisine göre, iktisadi birimlerin beklentileri, izlenen politikaların sonuçlarını belirlemektedir. İktisadi birimlerin devalüasyon beklentileri faizleri yükselterek kurun çökmesine neden olabilmektedir. Artan faizler fiyatlar yolu ile enflasyona ve kamu bütçelerinin bozulmasına yol açarak, kur politikasının sürdürülmesini engelleyebilmektedir. Kendi kendini besleyen beklentilerle başlayan spekülasyon atakları, ekonomik temeller güçlü olsa bile parasal krizlere yol açabilmektedir¹⁹.

1995 Meksika krizi, 1997-1998 Asya krizi, 1998 Ağustosunda Rusya hükümetinin yükümlülüklerini yerine getirememesi, 1999’ da Brezilya’ da realin büyük ölçüde değer kaybetmesinde olduğu gibi birçok finansal kriz finansal piyasalar arasındaki bulaşıcılıkla ilişkilendirilmektedir ve bu bulaşıcılık ülke ekonomilerinde dalgalanmalara neden olmuştur²⁰. Bulaşma etkisi finansal kurumların ve finansal piyasaların birbiriyle olan bağlantısından kaynaklanmaktadır. Ancak herhangi bir ülkenin bölgedeki sorunlu(krizdeki) ekonomilerle zayıf ticari ilişkilerinin bulunması sebebiyle fon yöneticilerinin bu duruma güvenerek fonlarını çekmemeleri rasyonel bir davranış olmayacaktır. Çünkü bir şekilde bu ülke ekonomisi de yaşanan olumsuzluklardan etkilenecektir²¹.

Faiz oranı, para ve ülke riski yatırımcıların satın alma kararlarını etkiler. Yani daha güvenli olan yatırım araçlarına, örneğin bir ülkedeki hazine bonolarına yönelirler. Hükümetin bütçe gelirlerinde bir düşüş yaşanacağı beklentisi borçların ödenemeyeceği beklentisini arttırır ve bu durum devalüasyon için bir neden olabilir. Borçların

¹⁸ Koray Duman, “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, (4), (2002), s.132.

¹⁹ Eren Aslan ve Bora Süslü, “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’ de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye**, (41), (2001), s.662.

²⁰ Laura E. Kodres ve Matthew Pritsker, “A Rational Expectations Model of Financial Contagion”, **The Journal of Finance**, 57(2), (2002), s.769.

²¹ T.C Başbakanlık DTM EAD Genel Müdürlüğü, “Para Krizleri”, Mart 1998, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/blm21.doc (Erişim: 05.05.2009).

ödenebilirliği veya ekonomik büyüme ile ilgili oluşan beklentiler sermayenin özellikle yükselen piyasalara akışını etkiler. Çünkü bu piyasalara gerçekleşen sermaye akışı çoğunlukla portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmektedir²².

Sermaye kaçıışı Rusya’ da ekonomik problemlerin bir nedeni olmakla birlikte bu kaçışın miktarını belirlemek güçtür(tahminler yıllık 10-40 milyar dolar arasındadır). Bu kaçışın bir bölümü Ruslarca yapılan yatırımların uluslar arası dağılımında normal değişimi kapsarken bir kısmı da suç teşkil eden veya vergi kaçırma şeklinde gerçekleşen işlemleri kapsamaktadır. 1997 yılına kadar Rusya’ da sermaye hesabı negatifken yabancı sermaye yatırımlarıyla birlikte hesap artı değer almış ve 1998’ in ilk çeyreğine kadar böyle devam etmiştir. Sermaye akışı aynı zamanda hazine bonusu faizinin %15-20 oranında düşmesine neden olmuştur. 1998’ de Rusya hükümetinin borç ödeyemeyeceği endişesiyle yatırımcıların bono satışları artış göstermiştir. Bu durum sermaye çıkışını hızlandırmış ve krizin daha kötü hal almasına neden olmuştur. 1996-1997’ de yatırımcılar kendi akılcı yaklaşımlarıyla Rusya ekonomisi hakkındaki değerlendirmelerine göre hareket etmiş ve bu durum bono fiyatlarının yükselmesine ve gelirlerinin düşmesine neden olmuştur²³.

113. Para Arzının Endojenliği(İçselliği) Teorisi

Ortodoks parasalcı yaklaşımda Merkez Bankası para arzının artışını kontrolde önemli bir rol oynar. Merkez Bankasının para tabanının²⁴ miktarını arttırıp azaltabileceği varsayılır. Paranın endojenliği hipotezi bu görüşe karşı bir yaklaşım sunar. Bu tezin savunucuları temel olarak para arzı ve özellikle kredi miktarının ana belirleyicisinin finansal piyasalardaki talep olduğu noktasında birleşmelerine karşın konuyla ilgili bazı ayrılıklar söz konusudur²⁵.

Post-Keynesyenlere göre parasal büyümenin asıl kaynağı banka kredi sistemidir ve bu durum makroekonomik aktivite tarafından belirlenmekle birlikte aktarım mekanizması şu

²²Tuomas Komulainen, “Currency Crises Theories-Some Explanations for the Russian Case”, Bank of Finland Institute for Economics in Transition(BOFIT) Discussion Paper, No:1, (1999), <http://www.bof.fi/NR/ronlyres/998086D8-84E9-4A52-9664-6C67BC3C2218/0/dp0199.pdf> (07.05.2009).

²³ Komulainen, a.g.m., s.16-17

²⁴ Emisyon, kanuni karşılıklar ve bankaların serbest mevduatları toplamı olan rezerv paraya repo işlemleri eklendiğinde para tabanı elde edilir.

²⁵ Bala Shanmugam, Mahendhiran Nair, Ong Wee Li, “The Endogenous Money Hypothesis: Empirical Evidence From Malaysia(1985-2000)”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 25(4), 2003, s.600.

şekilde işlemektedir: Önce ekonomik bireyler herhangi bir ekonomik faaliyet için özellikle yatırım faaliyeti için karar verirler, sonra bütçelemeye göre fon gereklerinin karşılanması yoluna giderler. Bunun için öz kaynaklara, ortaklığa ya da banka kredisine başvurulur. İşte bu yol ile finansal varlık yaratılır. Finansal varlık sonuç olarak banka sistemine ya da finansal sisteme ulaşır. Bu modern anlamda para ve para benzerleri olarak ifade edilen içsel paradır. Yasal gereklerin yerine getirilmesi için banka sisteminin para otoritesinden rezerv sağlaması yoluyla para yaratılmış olur. Esas olarak para stoku içseldir ve Post-Keynesyen anlayış kredi miktarının kredi talebi ile belirlendiğini, bankacılık sisteminin kredi talebini karşılamak için kredi vereceğini, daha sonra rezerv gereklerini karşılamak için ise rezerv bulması gerektiğini söylemektedir. Post-Keynesyenler, para arzının içsel ve ilişkinin yönünün kredi hacminden para stokuna doğru olduğunu söylemektedirler²⁶.

Merkez Bankası ve kredi talep edenler veya bankalar para arzı üzerinde tam kontrole sahip değillerdir. Post Keynesci teoride, para arzının endojenliği finansal kriz teorisinin önemli bir ayağını oluşturur. Merkez Bankalarının parasal genişlemeyi kısmen kontrol edebildiği yapısalcı endojenlik yaklaşımında bile faizlerin artışı bir taraftan finansal yenilikleri uyarmakta, diğer taraftan asimetrik enformasyon nedeni ile borç veren ve alan riskini arttırarak finansal krizi yakınlaştırmaktadır²⁷.

Günel(2001), Kasım 2000 krizini Minsky' nin finansal istikrarsızlık hipoteziyle açıklamış, para arzının içselliği yaklaşımı ve finansal istikrarsızlık hipotezinde olduğu gibi Merkez Bankası' nın bankaların rezerv ihtiyaçlarını karşılamaması durumunda krizin ortaya çıkacağı iddiasının bu krizle birlikte geçerlilik kazandığı ve para arzının Türkiye' de içsel olduğu sonucuna ulaşmıştır²⁸.

²⁶ İsmail Seyrek, Mehmet Duman, Murat Sarıkaya, "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye' de Aktarım Mekanizması", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 5(1), (2004), s.205.

²⁷ Karabulut, a.g.e., s.29.

²⁸ Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Yaylacık Matbaası, 2006, s.242.

114. Kredi Tayınması Teorisi

Borç verenler bir taraftan faiz düzeylerini belirlerken diğer taraftan bu faiz oranlarından talep edilen miktardan daha düşük miktarda borç verdiklerinde kredi tayınması ortaya çıkar²⁹. Genel olarak krediyi tayına bağlamayı, borç almak isteyenlerin bankaların mevcut faiz oranından borçlanmak istedikleri halde, bankaların verecekleri krediyi sınırlandırmaları şeklinde ifade etmek olanaklıdır³⁰. Yani kredi tayınması borçluların daha yüksek faiz oranları ödemeye razı oldukları durumda bile kredi bulamamaları durumu olarak ifade edilebilir.

Bankalar kredileri, üzerinden alacakları faize ve kredinin risklilik durumuna bakarak verirler. Fakat, banka yüklediği bir maliyetle kredi havuzunun riskliliğini kendisi arttırabilir. Bu da ters seçim, yani borç verenlerin ayırımı sorunu ile, veya borç alanların davranışlarının etkilenmesi (ahlaki tehlike) yoluyla ortaya çıkar. Bankaların beklenen geliri açıkça geri dönecek olan kredilere bağlıdır ve bu yüzden banka hangi borçluların ödeme yapabileceğini tanımlayabilmek ister. Fakat kimin iyi (risksiz), kimin kötü (riskli) borçlu olduğunu tanımlamak zordur. Borç alanlar kredi geri ödeme olasılıklarının düşük olduğunu öngördükleri için yüksek faiz ödeyerek borçlanmaya razı olabilirler. Bu durum ters seçimi ifade eder ve bu durumda yüksek faiz banka için karlı olmayacaktır³¹. Öte yandan yüksek faiz nedeniyle kredi alan yatırımcıların kredi veren açısından kabul edilmeyecek yüksek riskli projelere yatırım yapması söz konusu olabilecektir. Bu da ahlaki tehlike sorunudur ve her iki durum da genel olarak kredilerin geri ödenmeme riskini aşırı yükseltecek ve nihai olarak finansal istikrarsızlığa yol açacaktır³².

Kredi tayınması teorisi faiz oranlarında meydana gelecek artışların finansal krizlere yol açabilecek bir etken olduğunu ortaya koymaktadır. Piyasa faiz oranları hissedilir düzeyde yükseldiğinde kredi verenler en riskli yatırım projelerine kaynak sağlayacaklardır.

²⁹ Cevat Bilgin, **Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2007, s.61.

³⁰ Aziz Kutlar ve Murat Sarıkaya, "Asimetrik Enformasyon ve Marjinal Maliyet Fiyatlama Modeli Çerçevesinde Türkiye'de Kredi Tayınması ve Faiz Oranlarının Tahmini", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 4(1), (2003), <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/156.pdf>

³¹ Joseph E. Stiglitz ve Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **The American Economic Review**, 71(3), (1981), s.393.

³² Aras Güler ve Alövsat Müslümov, "Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi Ve Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri", **İşletme İktisat Finans Dergisi**, Yıl:19, (222), (Eylül 2004), <http://www3.dogus.edu.tr/asimetri.pdf>

Çünkü kredi riski az olan yatırım projesi sahipleri yüksek faiz oranlarından borçlanmaya istekli değillerken riskli proje sahipleri bu yüksek oranlardan bile borçlanmak isteyeceklerdir. Bunun da nedeni yüksek riskli yatırım projelerinin başarıya ulaşması durumunda diğer projelere oranla daha fazla kar getirecek olmasıdır. Ters seçimlerin artmasından dolayı kreditorler daha az fon arz edecekler, böylece yatırımlarda ve tüm ekonomik faaliyetlerde önemli bir düşüş gerçekleşecektir. Mankiw, kredi faiz oranlarında meydana gelen küçük bir artışın kimi zaman borç vermede büyük düşümlere, hatta fon piyasalarında bozulmalara(çöküşe) yol açabileceğini belirtmektedir³³.

115. Marksist Teori

Marks'ın kapitalist kriz teorisinin çıkış noktasında karların ekonomik büyümeyi ve yatırımları harekete geçiren şey olduğunun farkına varılması bulunmaktadır. Bu nedenle işletmelerin, endüstrilerin, sektörlerin, bölgelerin ve ülkelerin karlılık oranlarındaki değişiklikler artan kriz eğilimlerinin sinyalini vermektedir³⁴. Karlılık oranlarının düşmesi varsayımına göre, ekonomik büyümenin işgücü büyüklüğünü aşması durumunda işgücüne olan ihtiyaç yatırımların artması sebebiyle artacak ve ücretler yükselecektir. Kapitalistler işçilerin güçlü pazarlık konumunun önüne geçmek için makinelere yatırım yapacaklardır. Bu durum daima sermaye bileşenlerinin yükselmesine, aşırı üretim eğilimine ve karlılıkta bir küçülmeye yani krize yol açacaktır³⁵.

Kar oranlarının azalması, ücretlerin yükselmesiyle birlikte artık değer oranının düşmesi sonucu kendini gösterir. Bu ise yatırımları durdurur ve yatırımların durmasıyla işgücü talebi de azalır. İşgücü talebinin yeniden azalması, ücretlerin düşmeye başlaması, kriz ve depresyon halinin devamı endüstri rezerv ordusunun(industrial reserve army)³⁶ artmasına

³³ Frederick Mishkin, "Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective", **NBER Working Paper**, No:5600, (1997), s.19, <http://www.nber.org/papers/w5600.pdf> (Erişim: 06.05.2009).

³⁴ Jim Glassman, "Economic Crisis in Asia: The Case of Thailand", **Economic Geography**, 77(2), (Nisan 2001), s.123.

³⁵ Martin Jones ve Kevin Ward, "Capitalist Development and Crisis Theory: Towards a Fourth Cut", **Antipode**, 36(3), (2004), s.498-499.

³⁶ Karl Marx'ın kapitalist toplumlarda işsizleri ifade etmek için kullandığı bir terimdir. Ordu(Army) kelimesi işçilerin işyerlerinde sermayeyi elinde bulunduranlarca hiyerarşik olarak sınıflandırılmasına işaret etmektedir

yol açar. Fazla nüfus, işgücü piyasasında işsizliğin artmasına, ücretlerin düşmesine ve böylece sömürü oranının artmasına yol açar³⁷.

Marksist teoride kapitalist ekonomilerin genel durumunun temel belirleyicisi karlılık oranıdır. Karlılık oranı yüksekken kapitalist ekonomiler genellikle daha iyi görünümündedir. Yatırımlar yüksek, işsizlik nispeten düşük ve çalışanların yaşam standartları yüksektir. Diğer taraftan karlılık oranı düşükken refah ve zenginlik depresyon ve durgunluğa döner. Böyle bir durumda yatırımlar düşük veya hiç gerçekleşmezken işsizlik yükselir ve yaşam standartları kötüleşir. Teoriye göre karlılık oranındaki büyük azalışlar yüksek enflasyon ve işsizlik ile düşük reel ücretlerin temel sebebidir. Kar oranının azalması, sonuçta daha düşük büyüme ve yüksek işsizlikle sonuçlanacak olan yatırım azalışına yol açacaktır³⁸.

12. Finansal Kriz Türleri

120. Bankacılık Krizi

Bankacılık kriz ve panikleri hakkında literatürde birçok görüş bulunmaktadır. Yapılan çalışmalar kriz ve paniklerin bir resesyon sonrasında kredilerde meydana gelen artışların krizleri tetiklediğini belirtmektedir. Resesyon devam ederse mudiler banka borçlarının riskini yeniden değerlendireceklerdir. Yatırımcılar her bir bankaya ait varlıkların kalite ve değerini bilemediklerinden yaşanacak bir şok mudilerin büyük miktarda hesaplarını boşaltmalarına yol açar. Ayrıca beklenmeyen şekilde ortaya çıkan büyük likidite şokları mevduatların tüm bankalardan çekilmesiyle banka paniklerine neden olur. Stocker(1995), araştırmasında yurtdışı faiz oranlarının artışı gibi bir dış şokun, sabit döviz kuru uygulamasıyla birleştiğinde, rezerv kayıplarıyla sonuçlanacağını belirtmiştir. Eğer sterilizasyon³⁹ gerçekleştirilmezse bu durum kredi daralması, iflaslar ve finansal krizlere sebep olur. Bir devalüasyon olursa ve yükümlülükleri de yabancı para türündense

³⁷ Ömer Yılmaz, Alaattin Kızıltan, Vedat Kaya, "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (24), (Ocak - Haziran 2005), s.77.

³⁸ Fred Moseley, "Marxian Crisis Theory and the Postwar U. S. Economy", <http://www.mtholyoke.edu/~fmoseley/working%20papers/PWCRISIS.pdf> (Erişim 21.04.2009)

³⁹ Merkez Bankalarının para arzındaki değişikliklere açık piyasa işlemleriyle müdahalede bulunmasıdır.

bankaların durumları kötüleşecektir. Eğer merkez bankaları spekülâtif ataklara karşı faiz oranlarını yükseltirse bankacılık sektöründe kırılgnalık artacaktır⁴⁰.

Birçok ekonomist banka kredilerinin büyük ölçekte sekteye uğramasının reel sektöre negatif etkide bulunacağı konusunda hemfikirdir⁴¹. Bankacılık sektörünün büyük ölçekteki sorunları hane halkına ve girişimcilere kredi akışının kesilmesine, yatırımların ve tüketimin kısılmasına ve kendi ayakları üzerinde durabilen çok sayıda firmanın iflasına yol açabileceğinden giderek daha fazla endişe uyandırmaktadır. Ayrıca bankacılık krizi ödemeler sisteminin işleyişini riske sokup ulusal finansal kuruluşların güvenini azaltacak, bundan dolayı ulusal tasarruflarda bir azalmaya veya sermaye kaçışına yol açabilecektir. Sonuçta bankalar kapılarını kapattıklarını ilan edeceklerdir⁴².

Mishkin, 1997 yılında yaptığı çalışmada hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde bankaların finansal sistemde önemli bir rol oynadığını ve bankacılık sektöründeki sorunların finansal istikrarsızlıkların kaynağı olduğunu söylemiştir. Bu çalışmada Mishkin gelişmekte olan ülkelerde banka bilançolarındaki bozulmaların finansal krizin habercisi olduğunu belirtmiştir. Bilançoya bağlı sorunlar çeşitlilik göstermekle birlikte genel olarak aktif kalitesindeki düşüklük, aktif ve pasif(fon ve plasmanlar) arasındaki vade uyumsuzlukları ve açık pozisyon tutmakla ilgilidir. Aktif ve pasifteki vade uyumsuzluğuyla başlayan bankacılık krizi likidite sorununa neden olmakta, bir devalüasyon durumunda ülkeden sermaye kaçışı yaşanmaktadır. Bu kaçış rezervlerde bir azalmaya ve sonuçta nakit sıkışıklığına yol açmaktadır⁴³.

Geçtiğimiz yarım yüzyıl boyunca yüzü aşkın ülkenin çeşitli bankacılık krizine girdiği kaydedilmiştir. Bu krizlerin ortak noktalarını ve farklılıklarını anlamak ekonomi politikalarına rehberlik etmesi açısından ve teorik açıdan önemlidir⁴⁴. Sistemik bankacılık krizlerinin en önemli sebebi, belirsiz ve istikrarsız piyasa koşullarında denetimsiz bırakılan

⁴⁰ Graciela L. Kaminsky, "Currency and Banking Crisis:The Early Warnings of Distress", **International Finance Discussion Paper**, No:629, (1998).

⁴¹ Steven Ongena, "Firms and Their Distressed Banks: Lessons From the Norwegian Banking Crisis", **Journal of Financial Economics**, 67(1), (2003), s.81.

⁴² Aslı Demirgüç-Kunt ve Enrica Detragiache, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", **IMF Staff Papers**, 45(1), (1998), s.81.

⁴³ Ziya Tunç Aloğlu, **Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizleri Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, , Ankara, 2005, s.56.

⁴⁴ Peter Englund, "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences", **Oxford Review of Economic Policy**, 15(3), (1999), s.80.

bankacılık sektörüdür. Mali altyapı unsurlarının güvenilir olmadığı düzensiz bir makro ekonomik yapı ile etkin denetim ve gözetim sistemlerinin eksikliği, risk yönetimi için gerekli kredi kültürüne ve piyasa bilgisine sahip olmayan bankaların aşırı risk almalarına neden olmaktadır⁴⁵.

Bankacılık krizlerine sebep olan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir⁴⁶:

- Dışsal ve içsel makro ekonomik büyüklüklerdeki değişkenlik,
- Kredilerde ve sermaye girişlerinde aşırı artışlar,
- Varlık fiyatlarında ani kayıplar,
- Vade ve kur uyumsuzluğuna bağlı olarak bankacılık sisteminin yükümlülüklerinde artışlar,
- Finansal serbestleşme uygulamalarının altyapısının zayıflığı,
- Aşırı kamu müdahalesi ve krediler üzerinde kontrollerin kaybolması,
- Ekonominin yapısına, enflasyon veya dışa açıklık düzeyine uygun olmayan döviz kuru rejimleri,
- Muhasebeleştirme, şeffaflık ve yasal düzenlemelerdeki eksiklikler.

Bankacılık krizine sebep olan faktörlerin etkisini azaltacak çeşitli politik önlemler mevcuttur. Makro ekonomik istikrarın iyileştirilmesi, yabancı sermayeli bankalara daha fazla sorumluluk verilmesi, kur riskini azaltmaya yönelik piyasa enstrümanlarının daha geniş ölçekte kullanımı ve banka sermayesinin daha yüksek seviyelerde olması kırılğanlığın azalmasına yardımcı olacak ya da ulusal bankacılık sisteminin daha az zarar görmesini sağlayacaktır. Banka kredilerinin özellikle faiz oranlarına duyarlı sektörlerde dağılımının sınırlandırılması, zayıf sermaye yapısına sahip bankaların borçlandırma işlemlerinin yakından takibi ve döviz kuru politikalarıyla makro ekonomik politikaların uyumlu şekilde kullanılması kredi miktarındaki aşırı artışı, varlık fiyatlarındaki düşüşleri ve sermaye akışındaki yükselişi sınırlayacaktır⁴⁷.

Bankacılık sisteminde meydana gelen krizler genellikle gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Bunun nedeni geçiş ekonomilerinde bankacılık sisteminin iki şekilde

⁴⁵ Niyazi Erdoğan, **Dünya ve Türkiye' de Finansal Krizler**, Yaklaşım Yayınları, Haziran 2002, s.22.

⁴⁶ Arzu Tay, **Erken Uyarı Sistemleri ile Finansal Krizlerin Analizi:Türkiye ve Geçiş Ekonomileri Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, ZKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak, 2007, s.14.

⁴⁷ Morris Goldstein ve Philip Turner, "Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options", **BIS Economic Papers**, (46), (1996), s.57.

işlemesidir. Birincisi, sistem içerisindeki mevduata devlet güvencesinin verilmesi ve bunun kötü kullanıma açık olması nedeniyle banka sahiplerinin topladıkları fonları kendi şirketlerine aktararak müşterilere olan yükümlülüklerini yerine getirememesi şeklinde olmaktadır. İkincisi, kamu bankalarının görev zararlarının devlete olan maliyetinin sürekli artması ve böylelikle merkez bankalarının sağlıklı çalışmalarının engellenmesi şeklindedir⁴⁸.

121. Para Krizi

Para veya döviz krizleri genellikle spekülasyon atakları nedeniyle ulusal paranın değer kaybetmesi, döviz rezervlerinin azalması ve faiz oranlarında meydana gelen aşırı artışlar şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Farklı dönemlerde yaşanan krizlerin ortaya çıkış nedenlerinin de farklı olması para krizlerinde bir ayrıma gidilmesine neden olmuş ve bunun üzerine türlü modellerle krizlere açıklama getirilmiştir.

1210. Birinci Nesil Kriz Modeli

Bu model Krugman tarafından 1979’ da yayınlanan bir makale ile ortaya çıkarılmıştır. Krugman makalesinde sabit döviz kuru rejiminde döviz rezervlerinin, sırasıyla, neden ve ne zaman tükendiğini açıklamıştır. Krugman’a göre krizler kamu açıklarının genişletici para politikalarıyla finansmanı sonucu ortaya çıkar⁴⁹. Diğer bir deyişle para krizi, sabit döviz kuruyla baş edemeyen para ve maliye politikalarının sonucudur. Bu model daha sonra 1984’ de Flood ve Garber ile Connolly ve Taylor tarafından geliştirilmiştir⁵⁰.

Latin Amerika’ da yaşanan krizlere dayanılarak geliştirilen geleneksel ortodoks görüşe göre krizlerin ana nedeni döviz girdisi kısıtlı olan bir ekonomide hızla artan kamu harcamalarının yarattığı açıklar ve bu açıkların emisyon yoluyla finansmanının döviz stoklarında meydana getirdiği erimedir. Bu erime belli bir seviyeye ulaştığında sabit döviz

⁴⁸ Ömer Eroğlu ve Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Isparta: Bilim Kitapevi, 2002, s.98.

⁴⁹ Pablo Bustelo, Clara Garcia, Iliana Olivie, “Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes”, **ICEI Working Paper**, (16), (Kasım 1999), s.29 <http://www.ucm.es/info/eid/pb/ICEIwp16.pdf> (Erişim: 05.05.2009).

⁵⁰ Clara Garcia ve Nuria Malet, “Exchange Market Pressure, Monetary Policy and Economic Growth: Argentina 1993-2004”, **The Developing Economics**, 45(3), (2007), s.253.

kurunun sürdürülemeyeceği beklentisiyle spekülâtorler dövize yönelerek kurun çökmesine ve ulusal paranın diğer ülke paralarına oranla değer kaybetmesine yol açarlar⁵¹.

Bu modellerde hükümet bütçe açığı vermektedir ve bu açık iç borçlanma ya da para basımı ile finanse edilmektedir. Aşırı genişletici mali politikaların para yaratılarak finanse edilmesi, enflasyona, beklentilerde olumsuzluğa ve sermaye çıkışına neden olarak ödemeler bilançosunda bir açığa yol açar. Sabit kur sistemini korumak isteyen hükümetler, döviz rezervlerini kullanmak durumunda kalır ve rezervlerde azalma görülür. Spekülâtorlerin yerli paradan kaçışı rezerv kaybını hızlandırır. Sonuçta sınırlı rezervlere sahip merkez bankasının sabit kur sistemini sürekli olarak koruması mümkün olamaz. Bu noktada para ya devalüe edilir ya da dalgalanmaya bırakılır⁵².

Bu modelde krizi oluşturan faktörler mali yapıdaki dengesizlik ve birbiriyle tutarsız politikalarlardır. Bütçe açıklarını borçlanma ile finanse etmek mali yapıda dengesizliğe sebep olmaktadır. Sabit döviz kuru politikası ile monetizasyon içeren maliye politikalarının arasındaki tutarsızlık da buna eklenince ekonomi, döviz kuru krizlerine ve spekülâtif saldırılara açık hale gelmektedir. Spekülâtif atağın büyüklüğüne paralel olarak parasal taban daralmaya başlar, yerel para faiz oranlarındaki artış nedeniyle yerel paraya olan talep azalır ve bu gelişmeler sonrasında rezervler sıfıra ulaşır. Sabit döviz kuru rejiminin ne zaman çökeceği ise rezervlerin kriz öncesi miktarına ve yurtiçi kredi büyüme hızına bağlıdır. Rezervlerin fazlalığı ve yurtiçi kredi büyüme hızının düşüklüğü döviz kuru rejiminin ömrünün daha uzun olmasını sağlamaktadır. Modele göre para otoritesinin sterilizasyon yapması ya da yapacağını spekülâtorlerce bilinmesi halinde sabit döviz kuru rejiminin sürdürülebilmesi imkânsızdır. Çoğunlukla para otoritesinin yurtiçi kredi hacmini genişletmesi ve ardından bunu devlet iç borçlanma senetleri satmak için kullanması şeklinde görülen sterilizasyon spekülâtif atağın etkilerini para piyasasından çekip, yurtiçi tahvil piyasasına aktarmaktadır⁵³.

⁵¹ Ahmet H.Köse, Fikret Şenses, Erinç Yeldan, **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s.226.

⁵² Hatice Erkekoğlu ve Emine Bilgili, "Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (24), (2005), s.15.

⁵³ Burçin Hacıhasanoğlu, **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005, s.7-10.

Birinci nesil kriz modellerini geliştiren çalışmalarda, reel dvız kuru artışının ve dış ticaret dengesindeki kötüleşmenin genellikle spekulatif ataklardan önce ortaya çıkabileceği gösterilmektedir. alışmalar, kredi politikaları ve otoritelerin pariteyi sürdürme istekleri nedeniyle ortaya çıkan rezerv kayıpları miktarındaki belirsizliklerin yurtiçi faiz oranlarını yükselterek kriz olasılığını arttırabileceğini ifade etmektedir. Modellerde, özellikle kamu sektörüne açılan kredilerin gelişimi, uluslararası rezervler, dış ticaret dengesi ve yurtiçi faiz oranları krizlerin nc göstergeleri olarak kullanılmıřtır⁵⁴.

1211. İkinci Nesil Kriz Modeli(Kendi Kendini Besleyen Kriz Modeli)

İkinci nesil para krizi Obstfeld(1986,1994) tarafından geliştirilmiş ve hükümetlerin karşılaştığı sabit dvız kuru çıpasının korunması ile diğer politika hedefleri arasındaki takasın önemini vurgulayarak dikkatleri sabit dvız kurunun fayda ve maliyet politikalarına evirmiřtir⁵⁵. Hükümetler yüksek düzeydeki ulusal borçlar veya işsizlik sebebiyle uygulanacak genişletici para politikaları sebebiyle devalüasyon yapabilirler. Ayrıca uluslar arası ticareti kolaylaştırmak, enflasyona karşı korunmak veya ulusal itibar için sabit dvız kurunu sürdürme ihtiyaı duyabilirler. Spekulatrler pariteyi korumanın maliyetli olmaya başladığına inandıklarında, atakları başarıya ulaşıncaya kadar atakta bulunacaklardır⁵⁶.

Sabit dvız kuru politikası, faydaları maliyetlerini aştığı sürece devam edecektir. Sabit dvız kurunun devam ettirilebilirliği konusundaki piyasa beklentilerindeki bir değişim fayda-maliyet hesaplarını değiştirebilecektir. Örneğin spekulatrler devalüasyon olacağına ihtimal verilerse faiz oranları yükselir, borç geri ödemelerinin yapılamayacağı beklentisi artar, bankacılık sistemi bozulur ve işsizlik artar. Bu durumda hükümet, sabit dvız kuru sisteminde kalmanın çok maliyetli olduğuna karar verebilir⁵⁷.

⁵⁴ Halil Altuntaş ve Bülent z, “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı İle ngrlebilirliği:Türkiye rneği”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(2), (2007), s.19.

⁵⁵ Massimo Sbracia ve Andrea Zaghini, “Expectations and Information in Second Generation Currency Crises Models”, **Economic Modelling**, 18(2), (2001), s.203.

⁵⁶ Bhagwan Chowdhry ve Amit Goyal, “Understanding The Financial Crisis in Asia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 8(2), (2000), s.135.

⁵⁷ Peter Isard ve Assaf Razin, *International Finance and Financial Crises*, Kluwer Academic Publishers, 1999, s.3.

Böylesi bir senaryo şu sonucu doğurmaktadır: Tüm şartlar aynı iken, piyasa katılımcılarının beklentilerindeki ani ve keyfi değişimler, bir ekonomideki para istikrarını olumlu veya olumsuz etkileyebilmektedir. Böylece beklentiler, bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli bir rol oynamaktadır. Buna göre, bu modeller ekonomide “çoklu dengelerin” olası olduğunu vurgulamaktadır⁵⁸.

İkinci nesil finansal kriz modellerine göre makro değişkenler iktisadi bozulmayı işaret etmese de, gerçekte olmayan fakat beklenen politika değişimlerine iştirak edilmesiyle oluşan spekülatif ortam kriz olgusunu da beraberinde getirecektir. Zayıf makro değişkenler krizi tahmin için yeterli değildir. Bu modeller, beklentilerdeki değişmeye neyin ya da nelerin neden olduğu konusuna tam manasıyla bir açıklık getirmezler 1990’ ların başında, birçok Avrupa ülkesi paralarını sabit pariteden Avrupa Para Birimi(ECU)’ ne bağladılar. İspanya, İngiltere ve İtalya makro değişkenlerinde önemli bir bozulma olmamasına rağmen 1992-1993 döneminde sabit kur sistemi altında kriz olgusu ile birlikte yaşadılar⁵⁹.

İkinci nesil kriz modelleri para krizlerini, makro ekonomik politikaların sürdürülebilirliğiyle ilgili olarak aniden ortaya çıkan olumsuz beklentilerden kaynaklanan bir olgu olarak ele almaktadır. Bu modellere göre piyasa aktörleri beklentilerini oluştururken kendi davranışlarının iktisat politikası uygulamalarını etkilemeyeceğini varsayarlar. Bunun aksine piyasa aktörlerinin beklentileri ile cari dönemde ortaya çıkan sonuçlar arasındaki karşılıklı etkileşim ikinci nesil kriz modellerinin hareket noktasını oluşturur. Piyasada oluşan beklentiler doğrudan makro ekonomik politika kararlarını etkiler. Makro ekonomik göstergelerle ilgili olumsuz beklentiler kendi kendini besleyen bir süreç yaratmaktadır⁶⁰.

Türkiye’ de yaşanan 2000 Kasım krizi ile Şubat 2001 krizi bu kriz türü içerisinde gösterilebilir. Nitekim Kansu(2004), çalışmasında bu krizleri ikinci nesil döviz krizi içerisine dahil etmiştir.

⁵⁸ Yılmaz ve diğerleri, a.g.m., s.91.

⁵⁹ Zeynep Karaçor ve Volkan Alptekin, “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi**, 13(2), (2006), s.237.

⁶⁰ Işık Sayım, **Para, Finans ve Kriz**, Ankara: Akçağ Yayınları, 2004, s.264-265.

1212. Üçüncü Nesil Kriz Modeli(Bulaşma Etkisi Modeli)

Bu modelde problemin ana kaynağı bankacılık sistemidir. McKinnon ve Pill(1996), Krugman(1998) ve diğerleri ahlaki riske dayalı kredilendirmenin yatırımlara bir çeşit gizli subvansiyon sağlayabileceğini fakat hükümetin görünen açıklar arttığında örtülü garantilerinden vazgeçmesiyle yatırımların tamamlanmadan bırakılabileceğini söylemektedirler⁶¹. Bir piyasadaki likidite eksikliği durumunda yatırımcılar diğer piyasalardaki aktiflerini likit hale getirmeye çalışmaktadırlar. Yatırımcılar(borç verenler) bütün piyasalar hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıklarından ve yeni bilgiler de maliyetli olduğundan ülkede borçlu olanlar ödemelerini yerine getiremediklerinde diğer ülkelerdeki yatırımlarını da çekmektedirler. Bu da yatırımcıların sürü davranışıyla yayılma etkisini hızlandırmaktadır⁶².

Üçüncü nesil para ve finansal kriz modelleri üzerine literatürde 1997-98 Doğu Asya finansal ve parasal krizinin yaşanmasıyla gelişme ve ilerleme olmuştur. Bu modellerin ortaya çıkmasında özellikle Doğu Asya krizinin birinci nesil kriz modellerindeki gibi krizleri tetikleyen mali açıklardan ya da ikinci nesil kriz modellerindeki gibi hükümetlerin daha fazla bir genişletici maliye politikası izlemek için sabit döviz kurundan vazgeçmelerinden kaynaklanmamış olması etkili olmuştur. Aslında üçüncü nesil krizler spekülasyon atak veya para kriz modellerinden ziyade finansal sektör kriz modelleridir. Fakat bu tanımlamayla üçüncü nesil kriz modellerinin etkinlik veya müdahale politikaları açısından çok az uygulaması mevcuttur⁶³.

Üçüncü nesil krizler genellikle borçlanma sıkıntısına yol açan bir eksiklik şeklindeki “kötü piyasalar” veya düşük faizli kredi imtiyazları tanıyarak hükümetin bir kamu şirketini iflastan koruması(bailout guarantee) şeklindeki “kötü politikalar” ile oluşabilecek iki tür bozulmadan birine dayanır. Bu şekildeki(bailout) garantiler Asya Krizi tartışmalarıyla ön plana çıkmıştır⁶⁴. Tornell ve Westerman da “kötü piyasalar” ile “kötü politikalar” arasında

⁶¹ Paul Krugman, “Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crisis”, **International Tax and Public Finance**, 6(4), (1999), s.459.

⁶² Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2001-47, İstanbul, 2001, s.27.

⁶³ Lucio Sarno ve Mark P. Taylor, “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If so, How Does It Work?”, **Journal of Economic Literature**, 39(3), (2001), s.839.

⁶⁴ Martin Schneider ve Aaron Tornell, “Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees And Financial Crises”, **The Review of Economic Studies**, 71(3), (2004), s.883.

bir etkileşim olduğunu varsaymışlardır⁶⁵. Öncelikle sermaye kontrolündeki serbestleşme gelişen piyasalara sermaye akışını yükseltmiş, bu da ulusal sektöre borç verme kapasitesini arttırarak daha riskli kredileri ortaya çıkarmıştır. Yoğun sermaye atağı yolsuzluk ve fırsatçılık olanaklarını arttırmıştır. Bunun anlamı çoğu kredinin asılsız projelerin finansmanı için verilmesidir. Üçüncü olarak ulusal finansal serbestleşme, özellikle faiz oranlarının kontrolü hususunda, bankalar arası rekabeti arttırmıştır. Rekabetin artması bazı bankaların riskli krediler kullanarak piyasa paylarını ve karlılıklarını arttırma şeklinde kumar oynamaya daha istekli olmasına yol açmıştır. Dördüncü olarak hükümet tarafından bankalara sağlanan mevduat sigortası düzenlemesi ve ayrıca IMF tarafından yabancı kredi kuruluşları için yapılan düzenlemeler ulusal bankaların sahip oldukları sigortanın da üstünde risk almalarını teşvik etmiştir⁶⁶.

Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin birleşimi ile oluşan üçüncü nesil modellere göre, hükümet ile büyük işletmeler arasındaki uygun olmayan ilişkiler (crony capitalism) krizlerde önemli rol oynamaktadır. Bu modeller birinci nesil modellerdeki aşırı genişletici makro ekonomik politikalar yerine crony capitalism'i koymakta ve varlık fiyatlarındaki ve ekonomideki ciddi daralmayı açıklamak için ise ikinci nesil modelleri göz önüne almaktadır. Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümetin bankaların yada şirketlerin yurt dışından aldıkları borçlara doğrudan yada dolaylı biçimde garanti vermesi, finansal birimlerin kontrolünün yetersiz olduğu durumda ciddi ahlaki risk problemlerine neden olmaktadır. Alınan borçların marjinal ve verimli olmayan yatırımlara yönlendirilmesi, hükümet garantisi altında olan sermayenin kaybına neden olmaktadır. Negatif bir dışsal şok, kayıpları daha da arttırarak ekonomide ciddi daralmaya, geri dönmeyen kredilere, banka iflasları ve sermaye kaçışına neden olmaktadır. Üçüncü nesil modellerde, bankacılık ve para krizlerine neden olan kırılgan bir finansal yapının krizlerin oluşmasındaki rolü ön plana çıkarılmaktadır⁶⁷.

⁶⁵ Barbara Fritz, Aaron Tornell, Frank Westermann, "Boom-bust Cycles and Financial Liberalization", **Journal of economics**, 92(1), (2007), s.92.

⁶⁶ Janice Boucher Breuer, "An Exegesis on Currency and Banking Crises", **Journal of Economic Surveys**, 18(3), (2004), s.293.

⁶⁷ Tay, a.g.t., s.40.

122. Dış Borç Krizi

İkinci Dünya Savaşından sonra gelişmekte olan ülkeler bir yandan sanayileşme politikaları izlemeye başlamış, diğer yandan bu politikaları gerçekleştirmek için yetersiz sermaye birikimleri nedeniyle uluslar arası kuruluşlardan yardım ve kredilerle beslenmişlerdir. Bu bağımlı büyüme modeli ülkelerin borçlarının katlanarak artmasına ve sanayileşme süreci için daha fazla borca ihtiyaç duymalarına neden olmuştur. 1970' lerde dünya ekonomisini etkisi altına alan bunalım süreci borcun borçla ödenmesi kısır döngüsünü daha kötü bir duruma getirmiştir⁶⁸. Tüm bu gelişmelerden sonra Ağustos 1982' de Meksika borçlarını ödeyemeyeceğini açıkladığında kırktan fazla gelişmekte olan ülke dış finansman krizi yaşamıştır⁶⁹.

Borç krizleri yeni olmamalarına rağmen bu krizlerin belirlenmesinde ortak bir görüş bulunmamaktadır. Borç krizleri genellikle yükümlülükleri gerçekleştirememeye veya süresi geçmiş borç yükümlülüklerinin yerine getirilememesi olarak belirlenir⁷⁰. Dış borç krizi ise bir ülkenin ister devlet isterse özel kesim olsun dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda ortaya çıkmaktadır⁷¹.

Berg ve Sach(1988), Lee(1991), Balkan(1992), Lanoie ve Lemarbre(1996) ve Marchesi(2003), dış borç krizinin belirlenmesinde yeni bir ödeme planının yapılması durumunu göz önüne almışlardır. Bütün bu çalışmalar ülkelerin dış borçlarını yeni bir plana bağladıkları yılları hedef almışlardır. Genel olarak söylenecek olursa, yeni borç ödeme planı uygulaması borçlu ülkelerin kreditoirlere(ticari bankalar ve sanayileşmiş ülkeler) borç ödemedede güçlüğü düşmemek için yeni bir anlaşma teklif etmeleri durumudur. Anlaşma, borç ana para ve servisinde bir indirim ile ödemelerin ertelenmesini içermektedir⁷².

⁶⁸ Neşe Çapraz, **Ekonomik Bunalımların Dünya' da ve Türkiye' de Yansımaları**, İstanbul: Der Yayınevi, 2001, s. 111-112.

⁶⁹ Jeffrey Sachs, "Managing The LDC Debt Crisis", **Brooking Papers on Economic Activity**, 1986(2), (1986), s.397-440.

⁷⁰ Amadou N.R. Sy, "Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?", **Journal of Banking & Finance**, 28(11), (2004), s.2845.

⁷¹ Korkmaz, Duman ve Işık, agm., s.47.

⁷² Jan Jacob Lestano ve Gerard H. Kuper, "Indicators of Financial Crisis Do Work!: An Early Warning System for Six Asian Countries", **Econ WPA International Finance**, No 0409001(2003), <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0409/0409001.pdf> (05.05.2009).

McFadden(1985) ve Hajivassiliou(1989, 1994) çalışmalarında vadesi geçmiş faiz veya anapara ödemelerinin varlığını borç servisi problemi olarak dikkate almışlardır. Onlara göre eğer bir ülke bir yılda resmi veya ticari kreditorlerle yeni bir ödeme planı anlaşması yapmışsa, yüksek dilimli(upper-tranche) IMF anlaşması yürütölmekteyse, faiz ödemelerinde birikme var veya anapara geri ödemeleri yapılamıyorsa dış borç krizi yaşıyor demektir⁷³.

Dış borç krizini aşğıdaki durumların birinin veya her ikisinin meydana gelmesi olarak belirtebiliriz; birincisi ticari alacaklılara olan vadesi geçen borcun ana para veya faizinin toplam ticari borç yükümlölüklerinin yüzde beşinden fazla olması durumudur. İkincisi; ticari alacaklılarla bir borç yapılandırma veya düzenleme anlaşmasının yapılması ihtiyacının doğması durumudur. Birinci durumda yüzde beşlik eşik ödenemeyen borç payının önemsiz olduğı durumu ifade eder. İkinci durumdaki ölkeler ise ödeyemeyecek duruma gelmeden önce yükümlölüklerinde yeniden yapılandırma veya düzenlemeye gittiklerinden teknik olarak ödenmemiş borca sahip değillerdir⁷⁴.

Bir dış borç krizi, dış borç geri ödeme, miktar ya da vadelerindeki yükümlölüklerini tam ve eksiksiz bir şekilde yerine getirmeyeceğı veya getiremeyeceğinin beyanı ile başlamış kabul edilmektedir. Dış borç krizlerinin en önemli özelliğı krizlerin sürekli değil geçici ve bir döneme ait olmasıdır⁷⁵.

13. Finansal Krize Sebep Olan Faktörler

130. Aşırı Borçlanma ve Mali Dengesizlik

Fisher, Kindleberger gibi ekonomistlerin belirttiğı üzere, gerek firmaların gerekse ölkelerin hızlı büyüme dönemlerinde aşırı borç birikimi oluşmaktadır. Bu borç birikimi finansal krizin meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır⁷⁶.

⁷³ Lestano ve diğeri, a.g.m., s.6.

⁷⁴ Enrica Detragiache ve Antonio Spilimbergo, "Crisis and Liquidity:Evidence and Interpretation", **IMF Working Paper**, No:01/2, 2000, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1477/papers/Spilimbergo.pdf>, Erişim: 08.06.2008.

⁷⁵ Ahmet Turgut, "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TUHİS İş ve Hukuk Dergisi**, 20(4-5), (Kasım 2006-Şubat 2007), s.38.

⁷⁶ Duman, a.g.m., s.134.

Ağır borç yüküne sahip ülkelerdeki temel sorun, kredi genişlemesini doğru yatırım alanlarına yönlendirecek finansal sistemin olmayışından kaynaklanmaktadır. Bankacılık sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde ise yabancı kaynak girişı, finansal ve makroekonomik istikrarsızlık yaratmamaktadır. Kredi kuruluşları üzerindeki kontrollerin yetersiz olduğu ve piyasa başarısızlıklarının yaygın olduğu koşullarda, ülkeye giren sermaye riski yüksek olan kredi işlemlerinde kullanılmaktadır. Bu durum, ekonomideki risk düzeyinin artmasına ve makroekonomik istikrarsızlıklara neden olmaktadır⁷⁷.

Kamu gelir-gider dengesinin bozulması durumunda hükümetler emisyon, iç borçlanma, dış borçlanma, kamu harcamalarının kısıtlanması, gelir arttırıcı mali tedbirlerin alınması gibi çeşitli gelir sağlama araçlarına başvuracaklardır. Gelişmekte olan ülkelerde içinde bulunulan ekonomik ve siyasal ortam nedeniyle öncelikle dış borçlanmayı seçeceklerdir. Alınan borçların sıkıntı yaratmaması için Gayri Safi Milli Hasılaya oranı %5' i aşmamalı ve yatırımlar aracılığıyla ekonomiye kazandırılmalıdır. Gelişmekte olan ülkeler genellikle bu şartları sağlayamadıklarından borç miktarı yüksek miktarda artar ve yurtiçi ekonomik dengesizlikler nedeniyle dış borçlanma imkanları ortadan kalkar. Böyle bir durumda sıcak para ülkeye girecek ve hükümetler bu parayı ülkede tutmak için faizleri yükselterek döviz kurunu da düşük tutacaklardır. Sıcak para ülkeye girerek ulusal paraya dönüşür ve faize yatırılır. Vade sonunda ise para dövize çevrilerek ülkeden çıkar. Büyük ölçüde bu paralara bağımlı hale gelen ülkede döviz, likidite ve bankacılık krizleri ortaya çıkar⁷⁸.

Davis(2004) aşırı borçluluk durumunu ekonomik birimlerin yükümlülüklerini karşılamak için yeterli likit varlıklara sahip olamamakla açıklar. Bu koşullar altında borçlular borçlarını ödemekte zorlandıkları için, likidite sıkıntısını azaltmak amacıyla varlıklarını likitleştirme yoluna giderler⁷⁹. Aktiflerde ve emtia fiyatlarında meydana gelen bir düşüş borçlular üzerinde baskı yaratarak varlıklarının haciz yoluyla satışına sebep olmakta, bu da fiyatların daha da düşmesine ve finansal güçlükler neden olmaktadır.

⁷⁷ Neĵla Adanur Aklan, "Dış Borçlanma Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?", www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/tanitimkoordinasyondb/disborclanma.doc, 2002, (Erişim: 03.05.2009)

⁷⁸ Kutlu Tekin Coşkun, **Ekonomik Krizler**, Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, No:11, Ankara, 2004, s.18.

⁷⁹ Bilgin, a.g.t., s.38.

Parasal politikalar veri iken, bu problemlerin geniş kesimleri ilgilendirecek düzeyde artması kriz ve bunalıma neden olur⁸⁰.

Gelişmekte olan ülkeler uyguladıkları finansal liberalizasyon politikalarıyla büyük miktarda yabancı kaynağı ülkelerine çekerken dış borç stoklarını da arttırmışlardır. World Bank' ın verilerine göre gelişmekte olan ülkelerin toplam borç stoku 1970' li yılların sonunda 70 milyar dolarken 2006 yılında bu tutar 2 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu ülkelere gelen yabancı kaynağın genel olarak kısa vadeli ve borç doğuran işlemlerden oluşması nedeniyle dış borç yükü sürekli olarak artmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin dış dünyaya yaptıkları mal ve hizmet ihracatından elde ettikleri gelirin daha büyük bir bölümünü borç geri ödemelerinde kullanmalarına neden olarak sürdürülebilir büyümelerinin önünü de tıkamaktadır⁸¹.

Yaşam beklentisinin ortalama 75 yıl olduğu ve nüfusunun %97 sinin de okur yazar olduğu Arjantinde nüfusun neredeyse yarısı ülkenin borçlarını ödeyememesi ve sabit döviz kuru sisteminin çökmesini takiben ortaya çıkan 2002 ekonomik kriziyle yoksulluğa itilmiştir. Bu durum göstermektedir ki yüksek borç miktarı ülkeleri finansal krize sürüklediğinde bu ülke ekonomileri artık yeterli yaşam standardını sürdürebilmek için iş ve gelir sağlayamaz. Ayrıca yüksek borçlar hükümetin temel sosyal hizmetleri sağlamasını büyük ölçüde kısıtlar, kısa dönemde ve uzun dönemde halkın refah seviyesini arttıracak enerji ve kaynakların yok olmasına yol açar⁸².

Yükselen piyasalarda, devletin mali dengesizliği devletin borcunu ödeyemeyeceği korkusuna yol açabilmektedir. Bunun sonucunda devlet piyasaya sürdüğü tahvilleri alacak insan bulmakta zorlanacağından bankalara satın almaları için baskıda bulunabilmektedir. Eğer devletin borçlarını ödeyememe durumu olursa bankaların bilançoları kötüleşecek ve kredi miktarı azalacaktır. Böyle bir durumda, devletin borçlarını ödeyemeyeceği korkusu

⁸⁰ Robert Dimand, "Lessons From The 1929 Crash and The 1930S Debt-Deflation: What Bernanke and King Learned, and What They Could Have Learned", 2007, <http://www.u-bourgogne.fr/CEMF/z-outils/documents/communications%202007/Robert%20W.DIMAND%202007.pdf>, (Erişim 29.04.2008).

⁸¹ Burak Atamtürk, "Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye' de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi", **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 23(2), (2007), s.75.

⁸² Password, F., Excessive Indebtedness As An Ethical Problem, **Ethics&International Affairs**, 21(1), (2007), s.1.

yatırımcıların parayı ülke dışına çıkarırlarken para krizine, yani ulusal paranın büyük ölçüde değer kaybetmesine yol açacaktır⁸³.

131. Finansal Serbestleşme

1980'lerde ülkeler arasında bir yandan mal ve hizmet akımlarının önündeki engeller kaldırılıp ülkeler arasında kota ve tarifelerin olmadığı tam bir serbest ticaret hedeflenirken; diğer yandan üretime yönelik sermaye yatırımı ve finans piyasalarına yönelik para-finans şeklindeki sermaye akımlarının önündeki engellerde kaldırılmaya başlanmıştır. Elektronik ve haberleşme teknolojisindeki hızlı gelişmeler, finans-sermayenin ülkeler arasındaki dolaşımını oldukça kolaylaştırmıştır. Fakat bu gelişmeler kimi zaman uyum sağlayamama nedeniyle krizlere de neden olabilmektedir⁸⁴.

1980'lerden başlayan ve günümüze kadar birçok ülkede devam eden finansal serbestleşmeyle finansal baskı döneminden kalma yasalar kaldırılmış ya da yeniden düzenlenmiştir. Finansal serbestleşme döneminde faiz sınırlamaları kaldırılmış, kredi politikaları değiştirilmiş, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemeler yapılmış, yabancı sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış ve menkul kıymetler borsaları kurulmuş ya da bu borsaların daha aktif hale gelmesini teşvik eden politikalar yürürlüğe konmuştur. Bu tür politikalar uygulanmaya konulduğunda yabancı sermaye girişi hızlanmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte, artan ithalat ve tüketimin de etkisiyle ekonomik büyüme oranları yükselmektedir. Ancak enflasyon oranları istenen seviyeye düşürülmediğinde ve ulusal para aşırı değerlendiğinde ithalat ve kısa vadeli dış borçlar hızlı biçimde artmakta, ihracat azalmakta ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Bu süreç, devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların, finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarmaya başlamalarıyla ve açık pozisyonları yüksek yerli bankaların iflas edeceği endişesiyle hareket eden yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimine girmeleriyle krize dönüşmektedir. Arjantin, Filipinler, Finlandiya, Gana,

⁸³ Tolga Kabaş, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslar arası Finans Sistemi**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 2004, s.21.

⁸⁴ Metin Toprak, **Küreselleşme ve Kriz Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Ankara: Siyasal Kitapevi, 2001, s.93.

İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella böyle bir süreçle ciddi krizler yaşamışlardır.⁸⁵

24 Ocak 1980 kararlarıyla hızlı bir liberalizasyon sürecine giren Türkiye’ de faiz kontrollerinin kalkması, zorunlu rezervlerin azaltılması, piyasaya girişin hem yerli hem de yabancı bankalar için kolaylaştırılması, yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi iç ve dış finansal deregülasyon uygulamaları bankacılık sistemlerinin faiz, döviz kuru, likidite ve ödeyebilirlik risklerini önemli ölçüde artırmıştır. Faizlerin üzerindeki tavanların kalkması ile birlikte asimetrik enformasyon olgusu sistemi zora sokmuş, faiz oranlarının artan volatilitesi(dalgalanma) bankaları ciddi faiz riskleri ile karşı karşıya bırakmıştır. Regülasyon uygulamalarıyla kısa vadeli faizlerin her zaman uzun vadeli faizlerin altında kalması garantilenirken, serbestleşme süreciyle bu garanti ortadan kalkmış ve vade uyumsuzlukları nedeniyle banka bilançoları daha riskli hale gelmiştir⁸⁶.

Chang ve Velasco’ya göre(1998), finansal serbestleşmeyi takiben yerli bankalar, yurtiçi mevduatlar yanında ülke dışından döviz cinsinden borçlanıp, döviz mevduatları alırken, verdikleri krediler genellikle yerli para cinsinden olmaktadır. Böyle olunca bankalar, sahip oldukları kısa vadeli döviz yükümlülüklerinin, kısa vadede elde edebilecekleri döviz miktarını aşması halinde kolayca uluslararası likidite sıkıntısına düşebilmektedir⁸⁷.

Kısa vadeli fon girişlerinin, doğrudan yatırımlar gibi herhangi bir fiziki sermayeye bağlı olmaması, diğer bir deyişle, çok yüksek likiditeye sahip olması, bu fonların gerek ülkeye girişinde, gerekse ülkeyi terk etme aşamasında döviz piyasaları ve sermaye piyasaları başta olmak üzere ekonominin değişik alanlarında aşırı fiyat hareketleri yaratabileceği ve olayın büyüklüğüne göre finansal krizlere ve daha sonraki aşamada reel sektör krizlerine zemin hazırlayabileceği bir gerçektir. 1990’lı yıllardan sonra Türkiye ve

⁸⁵ Bülent Güloğlu ve A.Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, (2002).

⁸⁶ Karabulut, a.g.e., s.41-47.

⁸⁷ Koray Duman, “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, (8), (2004), s.38.

Meksika ve son olarak da Asya’ da yaşanan krizlerde diğerk önemli faktörlerin yanında kısa vadeli uluslar arası fonların önemli rol oynadığı bilinmektedir⁸⁸.

132. Enflasyon

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kurumsal özelliklerinden olan yerleşik enflasyon ve politik istikrarsızlık, finansal istikrarsızlığa paralel olarak, döviz krizine de yol açabilir. Ulusal paranın değerine yönelik belirsizlik, devalüasyonu beraberinde getirirse hem banka bilançolarının bozulmasına hem de firmaların ve kamunun yabancı para cinsinden borçlarının artmasına neden olur⁸⁹.

Aşırı genişleyici para ve maliye politikaları uygulamaları, kredi hacmini arttırıp, borç miktarının artmasına ve gayrimenkul yatırımlarında spekülative artışlara yol açar. Genişlemeci politikalar sonucunda artan enflasyonu kontrol edebilmek, dış dengeyi iyileştirmek ve varlık fiyatlarını düzeltmek amacıyla sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması, ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına, borcun geri ödenmesinde güçlüklerle, alınan kredilerin yeterince etkin bir biçimde kullanılmamalarına neden olmaktadır⁹⁰.

Yüksek enflasyonu düşürmek için uygulanan dezenflasyon politikaları sonucunda enflasyonun hızla düşmesi ve reel faizlerin yüksek kalması bankaların ve diğerk finansal kurumların nakit akımları üzerinde ters etkiler yaratmaktadır. Bankaların zayıflayan mali yapıları sebebiyle finansal sistemin kırılanlaşması durumunda dezenflasyon politikaları olumsuz etki yaratarak ciddi mali krizlere yol açabilecektir⁹¹.

Yüksek enflasyon ortamında bankalar müşterilerinin kredi risklerini etkin olarak ölçememekte, kredi talep edenlerin yatırımları aksayabilmekte ve geri ödemelerinde zorluk yaşayabilmektedirler. Yüksek enflasyonla beraber para ikamesinin artması ve bankaların döviz toplayıp yerli para ile ödünç vermeleri sonucunda açık pozisyonları artmaktadır.

⁸⁸ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.233.

⁸⁹ İlkay Sucu, **Türk Bankacılık Sistemi: Finansal Krizler ve Finansal Kriz Sonrası Uygulanan İstikrar Programlarının Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005, s.2.

⁹⁰ Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No 1096, 1999, s.45.

⁹¹ Erdoğan, a.g.e., s.24.

Kamu açıklarının bankalarca finansmanı, faizleri arttırarak özel sektörün kaynak maliyetini arttırmaktadır. Bankaların kısa vadeli toplayıp uzun vadeli borç vermeleri yüksek enflasyon ortamında para, vade ve getiri uyumsuzluklarına neden olmaktadır⁹².

133. Sabit Döviz Kuru Politikası

Finansal kriz, finansal piyasaların ekonomide yüklendiği fonksiyonları yerine getiremez duruma düşmesidir. Bir ekonominin finansal kriz içerisine girmesinin en önemli nedenlerinden biri, gerçekçi olmayan döviz kuru politikası uygulamasıdır. Bu nedenle, özellikle 1997 Güneydoğu Asya krizinden sonra, gelişmekte olan ülkelerde uzunca bir süre uygulanan sabit döviz kuru politikası sorgulanmaya başlanmıştır⁹³.

Pek çok gelişmekte olan ekonomide yüksek enflasyonla mücadelede döviz kuru çapasına alternatif olabilecek başka bir uygulamanın olmaması sebebiyle döviz kurunu baz alan istikrar politikaları uygulanmak durumunda kalmıştır. Bu tür metodlar genelde enflasyonu düşürme konusunda başarılı olsa da yerel paranın ciddi boyutlarda değer kazanmasına yol açmaktadır. Piyasalar daha esnek bir kur sistemine geçiş için baskı yaratarak yüksek devalüasyonlara yol açmaktadır⁹⁴.

Döviz kurunun belli bir çapaya bağlanarak sabitlenmesi ya da reel değerinin altında baskıda tutulması, finansal sektörü krizlere karşı daha kırılğan hale getirmektedir. Bununla birlikte krizlerden korunma mekanizması olarak Merkez Bankasının son durak borç mercii işlevini yerine getirmesi ve döviz kurunun baskı altında tutulması, bankaların açık pozisyonlarını arttırmasını teşvik edici bir unsur oluşturarak döviz risklerini arttırmaktadır. Böyle bir politika, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist ortamın da etkisi ile finans kurumları dışındaki işletmelerin borç portföylerinde döviz borçlarının önemli bir yer tutmasına neden olmaktadır. Bu şekilde uygulanan politika neticesinde döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki tetikleme mekanizması güçlenmektedir⁹⁵.

⁹²Toprak, a.g.e., s.101.

⁹³Salih Öztürk, "Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: Güneydoğu Asya ve Türkiye Krizleri", **Yönetim ve Ekonomi**, 10(1), (2003), s.171.

⁹⁴Erdoğan, a.g.e., s.25.

⁹⁵Erdoğan, a.g.t., s.7.

Özellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde sabit bir döviz kuru politikasının izlenmesi, kısa zamanda ulusal parayı aşırı değerlendirerek büyük ekonomik sorunlar doğurmaktadır. Bu sebeple makro ekonomik dengesizlik içinde bulunan ülkelerin esnek kur sistemi uygulamalarının büyük önemi vardır. Esnek kur rejimi döviz piyasalarına hiçbir hükümet müdahalesinin yapılmayacağı anlamını taşımamaktadır. Yani Merkez Bankası müdahalelerde bulunarak ulusal paranın mevcut kura göre aşırı değerlendirilmiş bir duruma gelmesini önleyecektir⁹⁶.

14. Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri

Finansal krizler ortaya çıktıklarında Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın gelişimi, enflasyon, cari işlemler dengesi ve işsizlik üzerinde etki yaratmaktadır. Lee(2000) 1973-1994 yılları arasında IMF’ den mali destek alan gelişmekte olan ülkelerde yaşanmış 150 finansal krizi baz alarak bir analiz gerçekleştirmiştir. Ülke analizleri GSYİH büyüme oranlarının finansal krizlerle birlikte düştüğünü fakat sonraki iki veya üç yıl içerisinde kriz öncesi düzeyine ulaştığını göstermiştir. Tüketici fiyat endeksine göre enflasyonun analizinde 2,211 ve cari işlemler açığı analizinde 2,378 değişken kullanılmış ve bu değişkenlerin süreç içerisinde ters “v” şeklini aldığı görülmüştür. Yani kriz öncesinde artış gösterirken iyileşme döneminde düşmüştür. Fakat iyileşme süreci GSYİH’ ya göre daha yavaş seyretmektedir. Kriz öncesi enflasyon artışı kredi artışı ve para değerinin büyük oranda azalışıyla ilişkilendirilebilir. Bu düşüş ithal malların yurtiçi fiyatlarını arttırır. Diğer yandan cari işlemler açığındaki artış harcamalardaki yükselişi, paranın aşırı değerlendirilmesini ve uluslar arası rekabetin kriz öncesine göre azalışını yansıtmaktadır. İstihdam artış düzeyi diğer makro ekonomik verilerle kıyaslandığında iyileşme sürecinde en hareketsiz değişkendir. İstihdam analizinde üretim sektöründeki 1,316 değişken kullanılmıştır. İstihdam artış oranları krizin meydana gelmesinden sonraki iki yıl içerisinde hala bozulma gösterirken krizden sonraki beş yılda bile hiçbir iyileşme işareti göstermemektedir⁹⁷.

Amerika’ da başlayan mortgage kriziyle birlikte azalan ticaret artış hızı gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarında farkedilir düşüşler meydana getirecektir. IMF, dünya ticaretindeki

⁹⁶ Halil Seyidoğlu, “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), (2003), s.141-156.

⁹⁷ Jong-Wha Lee ve Changyong Rhee, “Macroeconomic Impacts of the Korean Financial Crisis: Comparison with the Cross-country Patterns”, University of Rochester **Working Paper**, No:471, (Mayıs 2000).

büyümenin 2006 yılındaki yüzde 9.3 oranından 2009 yılında eldeki verilere göre yüzde 4.1' e gerilediğini açıklamıştır. Buna ek olarak kriz, yükselen piyasalarda yatırımlar üzerinde negatif şoklar yaratacaktır. Yatırımlar için temel olan dış kaynaklar kesilecektir. Riskten kaçınma güdüsüyle sermaye kendi merkezine yakın duracağından portföy yatırımları azalacaktır. Sermayeye ulaşabilen gelişmekte olan ülkeler ise borç verenlerin riskten kaçınmaları ve güven arayışı nedeniyle daha yüksek faiz ödeyeceklerdir. Bu nedenlerle 2007 yılında orta gelir düzeyine sahip ülkelerde yatırımların artış oranı %13 iken 2009'da bu oranın yarıdan fazla azalacağı beklenmektedir. Yatırımların finansmanının durmasıyla bazı projeler tamamlanamayacağından kredilerin verimsiz kullanımı ortaya çıkacak ve banka bilançoları geri dönmeyen krediler nedeniyle bozulacaktır. Bunların sonucu olarak 2004-2007 arasında ortalama GSYİH büyüme oranı %7' lerin üzerinde gerçekleşen gelişmekte olan ülkelerde bu oranın %5' ten daha küçük düzeylere inmesi beklenmektedir⁹⁸.

Güney Afrika, Hindistan, Çin ve Brezilya birbirinden farklı politikalara sahip ülkelerdir. Bu da krizin bu ülkeleri farklı etkileyeceğini göstermektedir. Bu ülkelerin dördü de G20 ülkesidir. Çin ve Hindistan tarihsel olarak global ekonomiye kapalı olan ve sermaye kontrolü uygulayan ülkelerdir. Brezilya ve Afrika ise dışa daha açık ülkelerdir. Çin' in finansal sistemi nispeten dışa kapalı olsa da dış ticarete en bağımlı olan ülkedir. Çin' in son 10 yıllık süreçteki ekonomik başarısı ihracata dayalı büyüme stratejisine dayanmaktadır. 2007' de Çin' in ihracat gelirleri GSYİH' sının %37' sini oluşturmaktaydı. İhracat politikası kırsal alanlardan göçen milyonlarca insana iş imkanı sağlamak ve ülkeye milyar dolarlar kazandırmaktadır. Kriz nedeniyle 2007-2009 arasında toplam ihracat gelirlerinin %18 civarında düşmesi beklenmektedir ve bu oran Çin' in 2007 GSYİH' sının yaklaşık %7' sine denk gelmektedir⁹⁹.

Güney Afrika'da hükümet 1994'den beri global ekonomiye açılma stratejisi benimsemiştir. Bu açılmayla yabancı sermayeye, özellikle de borsadaki ve bankacılık sektöründeki yabancılara olan bağımlılığı ülkeyi krize duyarlı hale getirmiştir. Ülkenin ihracat gelirlerinin 2007 rakamlarının %7' si kadar gerçekleşmesi beklenmektedir ve bu

⁹⁸ Justin Yifu Lin, "The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries", Korea Development Institute, Seoul, 2008,

http://crisistalk.worldbank.org/files/Oct_31_JustinLin_KDI_remarks.pdf, (13.05.2009).

⁹⁹ ActionAid Report(Mart 2009), s.9,

http://www.actionaid.org.uk/_content/documents/Where%20does%20it%20hurt%20final.pdf, (13.05.2009).

oran GSYİH' nin %9' undan daha az bir miktara denk gelmektedir. Sermaye akışında finansal kriz sebebiyle meydana gelen düşüşün, kriz öncesi GSYİH' nin %15' inden fazla olacağı beklenmektedir¹⁰⁰.

Hindistan ve Brezilya uluslar arası ticaret akımlarına hemen hemen eşit düzeyde açık durumdadır. Fakat Brezilya yüksek düzeyde yabancı yatırımlara bağımlı iken Hindistan, yatırımlarının çoğunun finansmanını ulusal fonlardan sağlamaktadır. Bunun aksine Hindistan'ın bankacılık sistemi yabancı kredilere ve borsası da yabancı alıcılara (müşteriler) Brezilya'dan daha bağımlıdır. Finansal akımlardaki azalma iki ülkede de yakın düzeydedir ve kriz öncesi GSYİH' nin %5' ine denk gelmektedir. İhracat gelirlerindeki düşüşse kriz öncesi GSYİH' nin %2' sine eşittir¹⁰¹.

15. Finansal Krizlerin Sosyo Ekonomik Etkileri

150. Sağlık Harcamaları ve Sağlık Durumu Üzerindeki Etkileri

Ekonomik krizlerin sağlık durumunu etkilediği bilinmektedir. Örneğin Meksika'da ölüm oranları kriz öncesi yıllara kıyaslandığında %5-7 daha fazladır. Musgrove(1987) Latin Amerika ve Karayipler' de ekonomik durumdaki bozulmalarla birlikte bebek ölümleri ve çocuk hastalıkları çeşitleri ile ölümlerinin kötü ve ciddi şekilde etkilendiğini ortaya koymuştur. Ekonomik krizler sağlık sektörü üzerinde daha fazla sosyal yük ve baskı yaratabilmektedir. Ekonomik kriz sebebiyle Kore' de genel olarak hane halkı sağlık harcamaları ve hizmet kullanımı yönünden olumsuz etkilenmiştir. Düşük gelir grupları ile işsiz hane halkı sağlık harcamaları miktarıyla ölçüldüğünde krizden en çok etkilenen kesim olmuştur. Gelirlerinin azalması sebebiyle insanlar temel ihtiyaçları veya hayati olmayan harcamalarını kesmişlerdir¹⁰².

Endonezya' da sağlık hizmetlerinin çocuk ve yetişkinlerce kullanımı özel sektör girdi fiyatlarının şiddetli şekilde yükselmesi ve kamu hizmetlerinde stok sıkıntısının yaygın hale gelmesi sonucu 1997 ve 1998 arasında önemli ölçüde azalmıştır. Tayland' da AIDS salgını

¹⁰⁰ ActionAid, a.g.r., s.10.

¹⁰¹ ActionAid, a.g.r., s.10.

¹⁰² Bong-Min Yang, Nicholas Prescott, Eun-Young Bae, "The Impact of Economic Crisis on Health-Care Consumption in Korea", **Health Policy and Planning**, 16(4), (2001), s.372.

hastalığına yönelik sağlık harcamalarında kesintiye gidilmesi endişeleri arttırmıştır¹⁰³. Tayland, Endonezya ve diğer bölge ülkelerinde Asya Krizi etkisini tümüyle gösterdiğinde hane geliri önemli ölçüde azalan aileler hem özel sektörün hem de devletin sağlık hizmetlerini daha az kullanmaya itilmiş ve bu da sağlık standartlarında düşüşle sonuçlanmıştır¹⁰⁴.

151. Hane Halkı Üzerindeki Etkileri

Krizle birlikte işverenler kendi karlılıklarını koruyabilmek için işten çıkarma veya ücretleri düşürme yoluna gidebilmektedirler. Ücretlerde meydana gelen azalma tüketimin kısılmasıyla bir miktar azaltılabilse de bu durum zaten yoksul durumda olan ve harcamalarının çoğunu zorunlu tüketim maddeleri için yapan hane halkları için pek mümkün değildir. Malezya ve Meksika ekonomik krizlerinde tüketim eğilimlerinde düşüş olmuştur. Bu düşüşlerin bazıları devalüsyonla birlikte artan fiyatlara karşı beklenen bir tepkidir. Tüketim harcamaları için kredi almaksa faiz oranlarındaki yükselme sebebiyle mümkün olmamaktadır. Kredi kuruluşlarından sağlanamayan fonlar birçok ailenin borçlanma için resmi olmayan kaynaklara yönelmesine neden olmuştur¹⁰⁵.

1998 Rusya krizinde ortalama hane halkı geliri iki yıl öncesine göre % 20 oranında azalmıştır. Toplam hane halkı harcamaları %25 düşüş göstermiştir. Aralarındaki oransal fark düşük olsa da şehirdeki hane halk, kırsal kesimdeki halka göre krizden daha çok etkilenmiştir. Şehirdekilerin harcamaları %27, kırsal alandakilerin harcamaları ise %21 azalmıştır. Krizle birlikte hane halkının gelir dağılımına ilişkin kompozisyonu iki yıl öncesine göre değişiklik göstermiş, 1996 yılında en yüksek harcama grubuna dahil hane halkının %14' ünün harcamaları 1998 yılında yoksulluk sınırının altında kalmıştır. Aylık toplam ücret ödemelerinin yüzdesi olarak ödenmeyen ücretlerin oranı 1992' deki %5 oranından 1996' da %111' e ve 1998' de %120' ye ulaşmıştır¹⁰⁶.

¹⁰³ Peter R.Fallon ve Robert E.B.Lucas, "The Impact of Financial Crises on Labor Markets, Household Incomes, and Poverty: A Review of Evidence", **The World Bank Research Observer**, 17(1), (2002), s.21.

¹⁰⁴ Anne Booth, "The Social Impact of the Asian Crisis: What Do We Know Two Years On?", **Asian-Pacific Economic Literature**, 13(2), (1999), s.16.

¹⁰⁵ Fallon ve Lucas, a.g.m., s.23.

¹⁰⁶ Michael Lokshin ve Martin Ravallion, "Welfare Impacts of Russia's 1998 Financial Crisis and the Response of the Public Safety Net", **Economics of Transition**, 16(3), (2000), s.269.

Son yaşanan global krizde gelişmekte olan ülkelerdeki çok sayıda insan gıda fiyatlarındaki artıştan olumsuz etkilenmiştir ve etkilenmektedir. Bazı ülkelerdeki düşüşlere rağmen fakir halk hala açlıkla mücadele etmektedir. Uluslar arası Gıda Politikaları Araştırma Kurumu Genel Müdürü Joachim Braun hemen hemen tüm tarım ürünleri fiyatlarının son iki yılda önemli ölçüde arttığını belirtmiştir. 2008' in ikinci yarısında buğday ve mısır fiyatları 2003 yılı başına göre üç kat, prinç fiyatları ise beş kat artarak doruğa ulaşmıştır. Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü(FAO)' ne göre yetersiz beslenen insan sayısı 2003-2007 arasında yaklaşık 100 milyon artmış ve 2008 yılında fiyat artışlarının devam etmesi nedeniyle bu rakam daha da yükselmiştir¹⁰⁷.

152. Yoksulluk Üzerindeki Etkileri

Finansal şoklar yoksulluk üzerine en direk olarak nominal gelir veya ücretlerdeki azalma şeklinde kendini göstermektedir. Bu durum da kriz sırasında açığa alınan işçi sayısındaki artışlarda ilişkilidir. Krizler sırasında özellikle de temel mal fiyatlarında meydana gelen artışlar da parasal yoksulluk sınırının yükselmesine neden olmaktadır¹⁰⁸.

1997'de Tayland' da başlayan Güneydoğu Asya krizi sonrasında Endonezya' da yoksulluk oranı % 19'dan % 37'ye yükselerek, neredeyse iki katına çıktığı gözlenmiştir. Yoksul kesimler zaten çok düşük seviyede olan tüketimlerini kriz sonrasında daha fazla azaltamazken daha zengin kesimler tüketim seviyelerini kriz sonrası şartlarla uyumlu olarak azaltmışlardır. Yine Arjantin' de 1994' den sonra yoksulluk oranı sürekli olarak artmış, kriz yılı olan 2001'de % 37.1'e ulaşmıştır. Ekonomik krizle birlikte yoksulluk oranlarında büyük artışlar meydana gelmiştir. 2002 yılının yoksulluk göstergeleri hiperenflasyon döneminkilerini bile geride bırakarak rekor seviyelere ulaşmıştır. Bu yıl yaklaşık 21 milyon kişi, yani ülke nüfusunun %55.3'ü, yoksulluk sınırının altında bir gelir elde ederken, aşırı yoksulluk oranı % 26.2'ye çıkmış, bu konumdaki yoksul insan sayısı ise 10 milyona yaklaşmıştır. Bu durum, Arjantin nüfusunun düşük gelirli kesimlerinin kriz sonrasında çok büyük güçlüklerle karşı karşıya kaldığını göstermektedir¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Mohamed, a.g.m.

¹⁰⁸ Iwan J.Azis, Erina E.Azis, Erik Thorbecke, "Modeling the Socio-Economic Impact of the Financial Crisis: The Case of Indonesia, Final Report Prepared for The International Food Policy Research Institute and the World Bank, 2001, <http://www.iwanazis.net/papers/azis-erik-wb1.pdf>, Erişim:05.06.2008

¹⁰⁹ Murat Koyuncu ve Fikret Şenses, "Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri", **Economic Research Center Working Papers in Economics**, 04/13, 2004.

Meksika’ da 1994–1995 finansal krizinden sonra yoksulluk oranı tek ebeveynli haneler, orta veya lise düzeyi eğitime sahip bireyler, emekliler, serbest çalışanlar ve ücretliler için hızlı bir şekilde artmıştır. Yoksulluk oranı 1994 yılında nüfusun %11’ ini oluştururken 1996 yılında bu oran %17’ ye çıkmıştır. Yine bu yıllar arasında ortalama aylık hane halkı geliri %31 düşmüş, tüketim de %25 oranında azalmıştır. Yoksulluk artışı genel kanının aksine kırsal kesimlerdeki halkı şehirdekilere göre daha az etkilemiştir. Kırsal kesimdeki halk kayıt altındaki sektörlerin dışındadırlar ve kendi gıda üretimlerini gerçekleştirebilmektedirler. Bunun aksine şehir halkı kayıt altındaki sektörle daha yakın ilişkilere sahiptirler ve bir kriz durumunda reel ücretlerde meydana gelecek düşüş nedeniyle daha çok etkilenmişlerdir¹¹⁰.

Rusya’ da 1996 yılında yoksulluk sınırından üç kat gelire sahip hane halkının %17’si 1998 kriziyle birlikte yoksullaşmıştır. Krizde toplam nüfusun %20’sinin yoksulluk sınırının altına düşmesiyle yoksul hane halkı içerisindeki insan sayısı yaklaşık %50 artmıştır. Kriz sonrasında yoksulluk oranı 1996 yılındaki %22 oranından %33’e çıkmıştır¹¹¹.

16. Finansal Krizlere Karşı Uygulanabilecek İstikrar Politikaları

Asya Krizi’ne ilişkin çalışmalar, finansal krizleri önlemede, finansal politikaları tavsiye etmektedir. Geniş bir literatür taraması, finansal reformların en az 11 temel alanda yapılması gerektiğini göstermektedir. Bu reform alanları: Bankaların basiretli şekilde denetlenmesi, muhasebe ve açıklık şartlarının gereği, yasal sistemler, piyasa tabanlı disiplin, yabancı bankaların girişi, sermaye kontrolleri, dış kaynaklı borçları sınırlandırma, finansal sektörde devlet müdahalesinin azaltılması, bankalar ve büyük şirketler için çok büyük, batmaz düşüncesini yok etmek, fiyat istikrarını sürdürmek, döviz kuru yönetiminde etkin çalışılması ve uluslararası rezerv birikiminde tedbirli bir yaklaşım tarzının benimsenmesi, şeklinde ortaya konulmuştur¹¹².

¹¹⁰Emanuele Baldacci, Luiz De Mello, Gabriela Inchauste, “Financial Crisis, Poverty and Income Distribution”, **IMF Working Paper**, Washington, 2002, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/baldacci.htm> (Erişim: 04.05.2009).

¹¹¹ Lokshin ve Ravallion, a.g.m., s.276.

¹¹²Seyhun Doğan ve Halil Özekicioğlu, “Güney Kore ve Türkiye’ de Uygulanan IMF Politikaları”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 6(1)(2005), s.147.

160. Yapısalci İstikrar Politikası

Yapısalci istikrar politikası yaklaşımı, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik istikrarsızlığın temel kaynağı olarak yapısal bozuklukları ve darboğazları görmektedir. Buna göre kaynakların hareketsizliği, piyasaların parçalı olması ve sektörel bazda arz-talep arasında ortaya çıkan dengesizliklerden kaynaklanmaktadır. Bunun sonucu olarak büyüme ile birlikte talepte meydana gelen değişmelere arz tam olarak karşılık verememekte, böylece ekonomide darboğazlar ortaya çıkmaktadır. Yapısalci temele dayalı politikalar, ekonomik faaliyetin geniş bir alanına devlet müdahalesini ve ithal ikameci sanayileşme stratejisini gerekli görmektedir. Bu kapsamda kamu altyapı yatırımları arttırılmalı, selektif kredi politikası uygulanmalı, gerçekçi döviz kuru uygulamasına geçilmeli, vergi ve toprak reformları yapılmalıdır¹¹³.

Yapısalci görüşe göre, yapısal nedenler enflasyona yol açmaktadır. Parasal nedenler ise, enflasyonun nedeni değil, sonucu olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin dış dengesizlikleri, söz konusu ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklandığı için, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıları değişmedikçe dış dengesizliklerin devamlılık arz etmesi kaçınılmaz olmaktadır. IMF' nin desteklediği istikrar programları, gelişmekte olan ülkelerin iç ve dış dengesizliklerini gidermede yeterli ve etkili performans gösterememektedir. Yapısal sorunlara çözüm üretememesi nedeniyle ortaya çıkan bu sonuç kimi zaman yeni krizlerin başlangıcı da olabilmektedir¹¹⁴.

161. Ortodoks İstikrar Politikası

Para arzının büyüme oranının kısıtlanması, daha yüksek faiz oranları, piyasa mekanizmasına daha fazla güvenilmesi, kamu harcamalarının sınırlandırılması ve vergi artırımları gibi önlemler ortodoks istikrar programlarının talep yanlı politika araçlarını; kapasite kullanımının arttırılması, sübvansiyonların kaldırılması ve tasarruf-yatırım teşvikleri ise arz yanlı politika araçlarını ifade etmektedir. Ortodoks istikrar programları bu

¹¹³ Coşkun, a.g.e, s.26.

¹¹⁴ Yusuf Bayraktutan ve Hilmi Özkaya, "IMF İstikrar Politikalarının Doğu Asya' da Ekonomik Performans Sonuçları", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), (2002), s.1-18.

politika araçlarının kullanımı ile ödemeler dengesinde iyileşme sağlamayı ve para arzındaki artışı kontrol altına alarak enflasyonu düşürmeyi amaçlamaktadır¹¹⁵.

Ortodoks istikrar programları döviz kuru, para arzı ve kamu harcamaları idaresinden oluşan iktisat politikası araçlarına dayanır ve bunların birlikte ele alınması sıkı para politikasını oluşturmaktadır. Enflasyonist dönemlerde Monetarist Teori'ye uygun önlemleri içeren söz konusu programların özünü, enflasyonun kaynağını sırf parasal gördüğü için, sıkı para politikası oluşturmaktadır. Monetarist ve Neoklasik görüşlerin sentezinden meydana gelen bir ekonomik modele dayanan ortodoks istikrar programları, 1950'lerden 1980'lerin ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelere enflasyon ve ödemeler dengesi sorunlarının çözümü için Uluslararası Para Fonu(IMF) tarafından önerilmiştir. IMF tarafından gelişmekte olan ülkelere önerilen ortodoks istikrar programlarının uygulandıkları ülkelerde yüksek kronik enflasyona çözüm getirememeleri ve mevcut krizi daha da derinleştirmeleri nedeniyle, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren, özellikle Latin Amerika ülkelerinde geleneksel istikrar politikası araçları yanında kapsamlı fiyat ve ücret kontrolleri gibi gelirler politikasını içeren heterodoks istikrar programları uygulamaya konmuştur¹¹⁶.

Ayrıca, kredi piyasalarında faiz oranlarının pozitif reel seviyede belirlenmesine izin verilmesi, özellikle sürdürülebilir döviz kuru istikrarının sağlanması, kamu-özel sektör kuruluşlarının ihracat teşvikinde gelişme sağlanması, geleneksel olmayan ihracata yönelik vergi iadeleri ve ithalata ilişkin yükümlülüklerde düzenleme ve kolaylık sağlanması gibi ticari reformlar, ekonominin daha büyük yabancı yatırımlara açılması, bazı kamu hizmetleri ile sermayesinin yarısından fazlası hükümete ait girişimlerin özelleştirilmesi, kamu faaliyetlerinin rasyonelleştirilmesi, bütçe tekniklerinin geliştirilmesi ve kamu istihdam seviyesinin azaltılması gibi liberalleşme stratejileri kapsamında ortodoks yaklaşım içerisinde sayılabilecek politikalardır¹¹⁷.

Özetlemek gerekirse ortodoks politikalar genel olarak; devletin ekonomi içindeki rolünü azaltmayı, daha düşük parasal genişlemeyle fiyat istikrarının sağlanmasını, maliyet

¹¹⁵ Elçin Güraslan, **Uluslar arası Finansal Kuruluşlar ve Mali Reform Önerileri: Türkiye Deneyimi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi SBE, Adana, 2005, s.15.

¹¹⁶ Bayraktutan ve Özkaya, a.g.m., s.3.

¹¹⁷ Arthur J. Mann ve Manuel Pastor, "Orthodox and Heterodox Stabilization Policies in Bolivia and Peru: 1985-1988", **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, 31(4), (1989), s.163-192.

ve fiyatların birbirine yakınlaşmasıyla rekabetin ve etkinliğin artırılmasını, yabancı yatırımlar ve ihracatın teşvik edilerek ödemeler dengesinde istikrarın sağlanmasını amaçlamaktadır.

Ortodoks istikrar programlarının kısa vadede yaşam standartlarını düşürmesi sebebiyle hükümetler popülitelerini kaybetmemek adına bu politikaları uygulamak istemezler. Bu nedenle ortodoks programların yalnızca otoriter rejimlerde uygulanabilir olduğu tartışma konusudur¹¹⁸. Bununla birlikte 1982 Şili ve 1994 Meksika krizlerinde kura dayalı, 1991 Arjantin krizinde de paraya dayalı ortodoks istikrar programları başarıyla uygulanmıştır.

162. Heterodoks İstikrar Politikası

Heterodoks programlar ücret ve fiyat kontrollerini içeren gelir politikalarından oluşmaktadır. Heterodoks programları ortodoks programlardan ayıran en önemli özellik, gelir politikalarının belirli bir süre içinde geçici olarak kullanılmasıdır. Heterodoks programların amacı, enflasyonu hızla ve kalıcı bir şekilde düşürmektir. Bu programlar genellikle yüksek kronik enflasyonun yaşandığı ekonomilerde tercih edilmektedir. Heterodoks programlarda fiyatlar sabit tutulduğu için, programın başında enflasyon hızla düşmektedir. Fakat önemli ve zor olan, kontroller kaldırıldığında fiyat seviyesini kalıcı bir şekilde düşük tutmaktır¹¹⁹.

Bu istikrar politikası yaklaşımı genellikle az gelişmiş ekonomilerdeki bazı sıkıntılara dikkat çekerek bunların önemli rolü üzerine vurgu yapmaktadır. Oligapol yapıya sahip endüstriyel sektörün birim maliyetlerinin (faiz maliyetlerini içeren) yükselmesi şeklindeki fiyat düzenlemesi, resmi sektördeki işçiler için ücretlerin enflasyona endekslenmesi, devalüasyona karşı düşük ihracat miktarı, sermaye malları ve ara mal için nispeten sabit ithalat katsayıları ve gelişmemiş finansal sektör bu sıkıntıların bazılarıdır. Bu özellikler enflasyonun talep baskısından çok ekonominin içine firmaların fiyat ayarlamaları yoluyla

¹¹⁸ The Economy of Latin America Orthodox and Heterodox Stabilization Programs, <http://www.econ.umn.edu/~julian/html/ECON4311/4311stabilization04.pdf> (Erişim:28.04.2009).

¹¹⁹Sema Bahçeci, **Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, 1997, s.6-7.

giren ve daha sonra ücret endekslemesi yoluyla enflasyonist sarmalı besleyen fiyat baskılarından kaynaklandığını göstermektedir¹²⁰.

Heterodoks istikrar programları enflasyona karşı “şok tedavisi” şeklinde uygulanmaktadır. Kronik yüksek enflasyon, hiperenflasyona doğru hareket etmeye başladığında, şok politikaları uygulamak kaçınılmaz olmaktadır. Şok programların, politika kısıtları ve ülke yapıları farklı olsa da enflasyon sorununa yaklaşımları aynıdır. Enflasyonun yüksek düzeylere ulaşması ve devamında iki farklı değişken önemli olmaktadır. Birincisi, geleneksel istikrar programlarında gözlendiği gibi yurt içi fiyatlar üzerindeki talep baskısıdır. İkincisi ise, özellikle beklentisel değişkenlerin neden olduğu, enflasyonun sürüp giden (inertial inflation) bileşenidir. Bu bileşenin varlığı ekonomik politikanın etkinliğini azaltırken, politika değişikliğine olan tepkiyi yavaşlatmakta ve uyum maliyetlerini artırmaktadır. Şok programların heterodoks unsurları, çünkü enflasyon ile bugünkü enflasyon arasındaki bağlantıyı keserek, enflasyonist ataleti ortadan kaldırmayı amaçlamak olmaktadır¹²¹.

Arjantin’ de uygulanan Austral Planı (1985), Brezilya’ da uygulanan Cruzado Planı (1986) ve Peru’ da uygulanan İnti Planı (1985) başarısız olmuştur. Her üç ülkede de enflasyon birkaç ay düşmüş daha sonra yeniden canlanmıştır.

Heterodoks programlar yüksek kronik enflasyona sahip iki ülke olan İsrail’de 1985 yılında ve Meksika’ da 1987-88 yıllarında başarıyla denenmiştir. İki durumda da bu programlar döviz kurunun nominal çapa olarak kullanımını içeren ortodoks programların devamı niteliğindedir. Programlar başarıya ulaşıırken, reel döviz kuru artışı ve yüksek reel faiz oranları şeklinde maliyetler ortaya çıkmıştır. Temel olarak bu ülke deneyimlerinden çıkarılan dersler şu şekilde sıralanabilir¹²²;

¹²⁰ Mann ve Pastor, a.g.m., s.165.

¹²¹ M.Fatih Cin, Bilge Köksel Yalçın, M.Kemal Doğru, “Heterodoks Politikalar Işığında Türkiye’ de Uygulanmakta Olan İstikrar Programı ve Bir Değerlendirme”, **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:23-24, (2000-2001), s.65.

¹²² Miguel A Kiguel ve Nissan Liviata, “Lessons From The Heterodox Stabilization Programs”, Country Economics Department The World Bank, WPS 671, 1991.

Heterodoks programın başında enflasyonda meydana gelen hızlı düşüş, bu programların kolay kısmı iken zor kısmı fiyat istikrarının devamının sağlanmasıdır.

Heterodoks istikrar programlarındaki gelir politikaları yalnızca enflasyonun dirençli ve problemlili olduğu yüksek kronik enflasyona sahip (yıllık enflasyon oranı yüzde yüzün üzerinde olan) ülkeler için uygundur.

Başarısız olan bir heterodoks program ortodoks programa göre enflasyonda daha büyük bir istikrarsızlığa yol açar.

Ortodoks programlarla kıyaslandığında ilk aşamada heterodoks programların daha büyük büyüme oranı sağladığı ve daha düşük işsizlik gözlendiği söylenebilir. Bu sonuçlar gelirler politikasının sonucu olarak yurtiçi talepte meydana gelen canlanmanın ürünüdür¹²³.

¹²³ İlker Parasız, **Kriz Ekonomisi**, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa, 1996, s.93-94.

İKİNCİ BÖLÜM

2. DIŞ BORÇLANMA-FİNANSAL KIRILGANLIK ve ÜLKE ÖRNEKLERİ

20. Dış Borcun Tanımı ve Nedenleri

Genel olarak borçlanma, belli bir süre sonra ödemek üzere para ya da benzeri değerli şeylerin geri verilmek üzere alınmasıdır. Devlet borçlanması ise; bir devletin ya da devlet kuruluşlarının kendi kaynakları dışındaki kaynaklardan kredi sağlamasıdır. Devletin dış borçlanması ise, yabancı kaynaklardan sağlanan, alındıkları ya da geri ödemeleri sırasında ulusal gelir üzerine artırıcı veya azaltıcı etkide bulunan ve uluslararası ilişkiler sonucu doğan transfer akımlarıdır¹²⁴.

Dünya Bankası, BIS, IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşlar dış borç verilerinin standart hale getirilmesini sağlamak amacıyla, 1984 yılında ortak bir çalışma grubu kurmuştur. Bu çalışma grubunun 1988 yılında önerdiği ve ülkemizde de Hazine Müsteşarlığı tarafından kabul edilen dış borç tanımı şöyledir; Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamıdır¹²⁵.

Dünya Bankası dış borç çeşitlerini vadesine, borçlanana ve alacaklılara göre sınıflandırmıştır. Kredinin anlaşma tarihiyle son ana para ödeme tarihi arasındaki süre bir yıl ya da daha az ise kısa vadeli, bir yıl ila beş yıl arasında ise orta vadeli ve beş yıldan fazla olanlarına uzun vadeli kredi denmektedir. Kısa vadeli krediler faiz oranlarının düşüklüğü sebebiyle daha çok özel sektör tarafından tercih edilmekte veya hükümetlerce likidite sıkıntılarının aşılması için kullanılmaktadırlar. Kısa vadeli poliçeler, kabul kredileri, akreditifler bunlara örnek olarak gösterilebilir. Orta ve uzun vadeli borçlanmada amaç, ekonomik kalkınmanın finansmanıdır. Orta ve uzun vadeli krediler için de, program

¹²⁴ Ahmet Turan Adıyaman, “Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri”, *Sayıştay Dergisi*, (62), (2006), s.22.

¹²⁵ Müslim Sarı, *Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri*, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 2004, s.3.

kredileri, proje kredileri ve borç hafifletme kredileri örnek verilebilir. Dış borçların borçlulara göre ayırımı ise kamu ve özel kesim şeklinde olmaktadır. Ayrıca kamu garantili krediler de kamu kesimi borcu olarak değerlendirilir. Borç veren açısından da aynı şekilde resmi ve özel ayırımına gidilmiş resmi kaynaklar çok yanlı ve iki yanlı olarak ve özel kaynaklar da; ticari bankalar, tahvil ihraçlar ve diğer tüm şekiller olarak nitelenmiştir¹²⁶.

Gelişmekte olan ülkelerde kamu, gelişmiş ülkelere farklı olarak istihdam yaratmak, kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek için büyük yatırım projelerini üstlenmek, eğitim, sağlık, ulaştırma ve haberleşme gibi ülkenin beşeri sermayesine ve altyapı yatırımlarına katkı sağlamak zorundadır. Buna karşılık, mevcut gelir düzeyinin ve iç tasarrufların yetersizliği, etkin vergi toplama yöntemlerinin geliştirilememiş olması ve düşük ihracat, ekonomik büyüme için yapılması gereken yatırımların gerçekleştirilmesinde gereken finansmanın dış kaynaklardan sağlanması zorunluluğunu doğurmaktadır¹²⁷.

Dış borçlanma nedenleri ülkeden ülkeye, pazardan pazara, dönemden döneme, kültürden kültüre değişebilmektedir. Dış ticaret ve tasarruf açıklarının varlığı ülkeyi dış borç almaya yöneltir. Tasarrufların istenilen düzeyde olmadığı durumlarda, ihracat gelirlerinin ekonomik dengeyi kuracağı düşünülmektedir. Ancak ihracat gelirlerinin de istenilen düzeye ulaşamaması, dış kaynak olarak dış borç kullanılmasını gündeme getirmektedir. Diğer yandan tasarrufların da yeterli düzeyde olmaması, üretimin potansiyel üretim düzeyinin altında kalmasına yol açmaktadır. Tasarruflarda bulunan açık, ülke içi yatırımlarda aksamalara neden olurken, bu aksaklıkların dış borçlanmaya gidilerek telafi edilmesi amaçlanmaktadır¹²⁸.

Özet olarak dış borçlanmaya gidilmesinin nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz¹²⁹;

- Döviz ihtiyacını gidermek,
- İthalatı finanse etmek,
- Milli paranın değerini korumak,

¹²⁶ Yalçın Karatepe, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Sorunu", <http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/karatepe/ifinance/Gelismekte.pdf> (Erişim: 03.05.2009).

¹²⁷ Kadir Karagöz, "Türkiye' de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme", **Sayıştay Dergisi**, (66-67), (2007), s.99.

¹²⁸ Feyza Kocaoğlu, **1990 Sonrasında Türkiye' de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 2005, s.7.

¹²⁹ Mahmut Kalenderoğlu, **Kamu Maliyesi, Bütçe ve Borçlanma**, Agon Bilgi Akademisi, Ankara, 2007, s.235.

- Ülke içerisinde vergileme kapasitesine erişilmiş olması,
- Devletin, kendi ülkesinde iç borçlanma yapamayacak olması,
- Süreklilik gösteren bütçe açıkları,
- Yabancı ülkelerdeki faiz oranlarının düşmesi

21. Kırılganlığa Sebep Olan Dış Borç Göstergeleri

IMF ve Dünya Bankası gibi uluslar arası kuruluşlar bir ülkenin güvenilirliğinin ve riskliliğinin ölçülmesine ilişkin olarak bazı borçluluk göstergelerinde sınırlar belirlemiştir. Bu göstergelerin olumsuz olması, ülkede yatırım yapanların davranışlarını etkileyeceğinden, ülke ekonomisi açısından önemlidir. Ülkenin bahse konu oranlarda üst düzeylerde bulunması piyasalarda güvenin azalmasına, ülkeden sermaye kaçışının artmasına ve rezervlerin azalmasına, dolayısıyla finansal zorlukların yaşanmasına yol açmaktadır. Burada ele alınacak oranlar Dış borç Stoku/GSMH oranı, Dış Borç Stoku/İhracat oranı, Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Oranı ve Toplam Dış Borç Servisi/İhracat oranlarıdır.

210. Dış Borç Stoku/GSMH Oranı

Bu oran, genellikle bir ülkenin kredibilitésinin ölçülmesinde kullanıldığı gibi, risk ve borç yükü analizlerinde de genel bir ölçüt olarak değerlendirilmektedir. Bu rasyonun değerlendirilmesinde, Dünya Bankası ve IMF tarafından da kabul edilen bazı eşikler mevcuttur. Bu oran %30 ile %50 arasında ise ülke orta borçlu, bu oran %50 ve daha fazla ise ülke aşırı borçlu ülke grubundadır. Bu oranın küçülmesi ödemeler dengesinde bir iyileşmeye yol açar.¹³⁰

Uluslararası borç yükünün bir sonucu olarak bir çok gelişmekte olan ülkede yatırım seviyesi ve dolayısıyla büyüme oranları düşüktür. Borç/GSMH rasyosu' nun yüksekliği yatırımlara ayrılacak kaynakları azaltarak gelecek dönem milli gelir seviyesini olumsuz yönde etkilemektedir¹³¹.

¹³⁰ Sefer Uçak, "Dış Borçlar, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri ve Türkiye", **Üniversite ve Toplum**, 6(4), (2006), <http://www.universite-toplum.org/about.php?id=26> Erişim: 16.03.2009).

¹³¹ Aklan, a.g.m.

Aşağıdaki tabloda bulunan ülkelerin yaşadıkları finansal kriz yılları koyu renkle belirtilmiştir. Tabloya bakıldığında Arjantin'in 1994 kriz yılında ve öncesinde Dış Borç/GSMH oranında göre orta borçlu, 2000-2001 krizleri öncesinde ve sırasında ise aşırı borçlu olduğu görülmektedir. Brezilya 1994 kriz yılında orta borçlu, 98-99 krizinde aşırı borçluluk sınırına yakın durumdadır. Endonezya 1992 ve 97-98 krizlerinde, krizlerin öncesinde ve sonrasında da aşırı borçlu durumdadır. Meksika' da 1994 krizi öncesinde aşırı borçlu görünümündedir. Rusya'daki 1997-98 krizinde de durum böyledir. Ülkemizde 1994' de yaşanan krizde ve 2000' lerdeki krizler öncesinde de aşırı borçluluk söz konusudur.

Tablo:1

Toplam Dış Borç Stoku/GSMH (%)						
	ARJANTİN	BREZİLYA	ENDONEZYA	MEKSİKA	RUSYA	TÜRKİYE
1990	46,0	28,1	66,2	196,7	10,4	32,3
1991	35,6	32,2	68,9	203,2	12,5	33,4
1992	30,2	34,9	66,9	188,0	18,6	35,2
1993	29,6	33,9	65,9	184,6	29,5	37,8
1994	27,9	27,8	57,2	38,4	37,7	50,6
1995	33,1	24,0	56,9	69,9	37,6	44,1
1996	41,8	23,8	58,3	49,1	32,7	43,5
1997	44,8	25,0	65,0	38,0	32,7	44,0
1998	48,6	31,3	167,9	39,0	68,6	47,5
1999	52,6	47,1	116,9	35,6	92,9	55,0
2000	52,7	41,5	102,0	28,0	64,3	58,9
2001	57,4	40,9	83,4	23,4	49,7	79,3
2002	153,5	45,2	67,3	21,6	42,6	71,7

Kaynak: World Bank Global Development Finance 1994, 2004, World Bank World Debt Tables 1994-1995, <http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

211. Dış Borç Stoku/İhracat Oranı

Bu oran, dış borç ödeme kapasitesini gösteren, mal ve hizmet ihracatı gelirleriyle alınan borcun ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir. Bu oranın yükselmesi, ülkenin dış borca bağımlı hale geldiğinin ve ülkenin yurt içi üretimden ziyade yurt dışı

tüketime yöneldiğinin göstergesidir. Dünya Bankası ve IMF kriterlerine göre bu oranın %275'i aşması halinde ülke çok borçlu olup dış borç sınırını aşmış demektir¹³².

Kriz yaşayan aşağıdaki ülkelerden Arjantin, Brezilya ve Türkiye sürekli olarak dış borç sınırını aşmıştır. Endonezya' da bu oranın hareketliliği genel olarak sınıra yakın gözükmektedir. Rusya bu ülkeler içerisinde DBS/İhracat oranı açısından en başarılı gözükmektedir. Türkiye de çok borçluluk sınırını aşmamakla birlikte bu yıllarda yüksek oranlara sahiptir.

Tablo:2

Toplam Dış Borç Stoku/İhracat*(%)						
	ARJANTİN	BREZİLYA	ENDONEZYA	MEKSİKA	RUSYA	TÜRKİYE
1990	414,7	320,6	223,8	196,7	73,8	376,4
1991	429,6	327,3	227,1	203,2	124,5	369,4
1992	437,6	293,7	219,1	188,0	144,2	373,3
1993	446,2	301,8	219,4	184,6	171,7	431,4
1994	361,2	285,8	207,5	178,9	156,7	362,3
1995	320,2	269,8	202,9	170,5	126,7	338,0
1996	338,9	303,6	219,3	135,9	117,8	342,8
1997	352,2	300,7	206,9	112,8	121,2	323,2
1998	379,4	372,8	262,0	113,8	195,2	359,2
1999	427,5	404,0	257,0	105,0	197,5	382,8
2000	377,6	345,1	194,0	82,2	179,8	378,6
2001	477,1	342,1	214,4	83,6	134,5	362,5
2002	524,5	322,9	204,3	180,0	121,9	359,4

*Buradaki ihracat tutarı mal ve hizmetlerin(işçi dövizleri dahil) ihracını kapsamaktadır

Kaynak: World Bank Global Development Finance 1994, 2004, World Bank World Debt Tables 1994-1995, <http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

212. Toplam Dış Borç Servisi/İhracat Oranı

Toplam dış borç servisi, bir ülkenin bir yıl içindeki anapara ve faiz ödemeleri toplamıdır. Borç servis oranı olarak da anılan toplam dış borç servisi/ihracat oranı,

¹³² Sevda Opuş, "Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (19), (Temmuz-Aralık 2002), s.183.

herhangi bir borçlu ülkenin kısa dönemli likidite değerliliğinin ölçülmesine imkân tanımaktadır. Yıllık ihracat gelirlerinin ne kadarının borç servisi için kullanılacağını gösteren bu oranın yüksek olması, borçlu ülke ekonomisi üzerinde o oranda yüksek bir baskı yaratmakta ve ülkenin likidite sorununu ağırlaştırmaktadır. Bu baskı ödemeler dengesi üzerindeki dış borç yükü olarak anlaşılmaktadır¹³³. Bu oran için belirlenen kritik eşik %30' dur.

Tablo:3

Toplam Dış Borç Servisi/İhracat Oranı (%)						
	ARJANTİN	BREZİLYA	ENDONEZYA	MEKSİKA	RUSYA	TÜRKİYE
1990	37,0	22,2	33,4	20,7		56,2
1991	34,4	22,6	34,3	23,6		55,3
1992	29,7	20,3	32,6	33,9	2,3	57,2
1993	36,7	24,4	33,6	35,9	3,1	52,1
1994	30,9	30,6	30,7	28,1	4,3	51,4
1995	34,2	36,6	30,9	27,8	6,3	40,2
1996	39,5	42,2	36,6	35,2	6,8	49,1
1997	50,1	62,7	30,0	32,1	6,5	47,2
1998	57,7	79,4	31,7	21,0	12,0	61,2
1999	75,8	117,8	30,0	22,4	13,6	68,8
2000	71,3	93,6	22,3	30,3	9,8	89,2
2001	70,8	75,4	23,6	26,1	14,5	78,6

Kaynak: World Bank Global Development Finance Country Tables 1998, 2002,
<http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

213. Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Oranı

Bu oran daha çok dış borçlanmanın maliyetini ölçmede kullanılmaktadır. Oranın % 12 ile % 20 arasında seyretmesi ülkenin orta derecede borçlu bir ülke olduğunu, % 20'nin üzerindeki gerçekleştirmeler ise ülkenin çok borçlu olduğunu göstermektedir. Bu oranın yorumlanmasında ayrıca, dış borç faiz servisi ve ihracatın artış hızını da göz önünde bulundurmak gerekir. Eğer faiz servisi artış hızı, ihracat artış hızından daha yüksek ise, bu sonuç ülke ekonomisi bakımından olumlu bir gelişme olarak kabul edilmez. Bu durum, iç kaynakların verimliliği bir yana, dış borç kullanımlarının ağırlıklı olarak ülke yatırım ve ihracatını artırıcı faaliyetlerde kullanılmamış olması anlamına gelir. Diğer bir ifadeyle, dış borçlanmadan elde edilen kaynaklar, ülke yatırımlarından çok dış borç geri ödemeleri gibi

¹³³ Hatice Özkan, **Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2006, s.51.

diğer verimsiz alanlara kanalize edilmiş veya dış borçlanmadan elde edilen kaynakların ihracat geliştirme yönündeki katkısı dış borçlanma maliyetine oranla daha düşük gerçekleşmiştir¹³⁴.

1997 yılı sonrasında Arjantin ve Brezilya’ da bu oran %20’ nin üzerindedir. Üstte de belirtildiği gibi bunun anlamı ülkelerin çok borçlu konumda olduklarıdır. Kriz yıllarında ülkelerin bu oranlarında birtakım değişimler olsa da ortaya çıkan rakamlar ülkelerin kritik sınırı genel olarak aşmadıklarını göstermektedir.

Tablo:4

Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Oranı (%)						
	ARJANTİN	BREZİLYA	ENDONEZYA	MEKSİKA	RUSYA	TÜRKİYE
1990	16.3	6.1	13.3	13.4		13.5
1991	18.1	9.6	13.8	14.2		13.2
1992	16.7	9.0	11.8	12.3	0.6	13.3
1993	18.5	9.6	11.8	12.0	1.1	13.3
1994	19.0	12.5	11.4	11.8	1.7	12.2
1995	18.2	17.8	11.7	11.6	3.0	10.7
1996	18.9	17.5	11.3	10.1	3.8	8.8
1997	20.2	18.5	10.2	8.5	4.8	8.4
1998	24.0	23.9	12.3	8.0	6.4	9.1
1999	30.2	29.4	10.1	7.6	5.8	11.0
2000	30.1	24.7	9.9	7.0	4.7	11.7
2001	29.9	23.6	8.9	6.9	6.6	11.1

Kaynak: World Bank Global Development Finance Country Tables 1998, 2002,
<http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

22. Literatürde Dış Borçlanma ve Kriz İlişkisi

Ampirik araştırmalar finansal küreselleşmeyle sermaye akışının hızlanması ve dış borçların vade yapılarındaki değişimin ülkelerin kırılabilirlik riskiyle ilişkilendirilebileceğini göstermektedir. Ulusal yatırımların gerçekleştirilmesinde farklı kaynaklara verilen nispi önem bir para veya finansal krizin oluşmasında ve bu krizin şiddeti üzerinde etkiye sahiptir. Banka borçları veya diğer direkt yabancı yatırımlar dışındaki borçlar, dış borçların

¹³⁴ Sarı, a.g.t., s.10

vade yapısının kısa oluşu ve dövizler içerisinde dış borçların payının fazla olması bahsedilen durumları etkilemektedir¹³⁵.

Diamond-Dybvig(1983), modeline göre genel olarak kısa vadeli borçların kısa süreli aktifleri aşması, kısa vadeli borçları ödemeye yönelik özel sektör fonlarının istenilen düzeyde bulunmayışı ve son borç mercisine¹³⁶ başvurulamaması durumlarında panik ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda borç veren kişiler rasyonel bir yaklaşımla kredilerini geri çekmeye başlayacaklardır. Ülkede ortaya çıkan panikler yatırım projelerinin askıya alınmasına, borçluların likidite sıkıntısına düşmesine ve büyük ekonomik kayıplara neden olacaktır¹³⁷.

Frankel ve Rose(1996), 105 gelişmekte olan ülke için 1971-1992 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak probit analiz yapmışlardır. Bu çalışmalarında dış borçların kompozisyonu değişkeni de kullanılmıştır. Analize göre yabancı yatırımların düşük düzeyde olması, uluslar arası rezervlerin azalması, ulusal kredilerdeki artış, yüksek dış faiz oranları ve reel kurların aşırı değerlenmesi para krizi olasılığını arttırmaktadır¹³⁸.

Radelet ve Sachs(1998), 1994-1997 döneminde 22 gelişen piyasa ekonomisinde finansal krizi tahmin etmede alternatif risk göstergelerinin önemini ortaya koymak için Probit metodundan faydalanarak bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, kısa dönemli dış borçların döviz rezervlerine oranının (SD/FX) yüksek olması, spekülative atakları başlatan ve krizin oluşmasına neden olan en önemli göstergedir. Bu oranın yüksek olması durumunda yabancı yatırımcılar, özel sektörün veya hükümetin istedikleri anda kısa dönemli yükümlülüklerini karşılayamayacaklarını düşünürler. Dolayısıyla SD/FX oranının yüksek olması halinde, yabancı yatırımcılar ülkeden çıkmak için acele eder ve her zaman olmasa da sonuçta bir krize yol açarlar¹³⁹.

¹³⁵ Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, M.Ayhan Kose, "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries", **NBER Working Paper**, No:10942, (2004), s.28.

¹³⁶ Ulusal düzeyde Merkez Bankalarını, uluslar arası düzeyde IMF ve BIS(Bank of International Settlements) gibi kuruluşları ifade eder.

¹³⁷ Steven Radalet ve Jeffrey Sachs, **The Onset of the East Asian Financial Crisis**, Chicago: The University of Chicago Press, 2000, s.104.

¹³⁸ Hali J. Edison, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of An Early Warning System", **International Journal of Finance and Economics**, 8(1), (2003), s.11.

¹³⁹ Bilgili ve Erkekoğlu, a.g.m., s.23.

Rodrik ve Velasco(1999), kurdukları model aracılığıyla 32 gelişmekte olan ülke için uyguladıkları analizde, kısa vadeli borçların rezervler içindeki oranının yüksekliğinin neden olabileceği potansiyel bir likidite probleminin önemli bir kırılma yarattığı ve bunun krizi tetikleyici bir neden olduğu sonucuna ulaşmıştır¹⁴⁰.

Detragiache ve Spilimbergo(2001), borç krizlerinin genellikle dış borçlarının vade yapısı kısa olan ülkelerde meydana geldiği yönünde güçlü kanıtlar elde etmişlerdir. Onlara göre bu ülkelerdeki zayıf makro ekonomik yapı kısa vadeli borçlanmayı zorunlu kılmaktadır. Finansal entegrasyonla dünya sermaye piyasalarına ulaşımın kolaylaşması yüksek miktarda borçlanmaya ve bu borçların verimsiz kamu harcamalarına aktarılmasına neden olmuştur. Güçlü para cinsinden yüksek miktardaki kısa vadeli dış borçlar ülkeleri dış şoklara karşı zayıf hale getirmiştir¹⁴¹.

Oka(2003), çalışmasında KLR(1997) ile Berg ve Pattillo(1998) tarafından geliştirilen alternatif modelleri genişletmiş ve 1980-1997 dönemi için 118 ülke verisini kullanarak para krizlerini araştırmıştır. Sinyal ve probit modellerde IMF' ye yüksek borcu bulunan, borç servisinin ihracata oranı yüksek olan, rezervlerin ithalata oranı düşük olan ve ihracat artışı yavaşlayan ülkelerin para krizlerine yakalanma risklerinin artabileceği sonucuna ulaşılmıştır¹⁴².

Falcetti ve Tudela(2006), 92 gelişmekte olan ülkede ve yükselen piyasada 1970-97 dönemine ilişkin verileri kullanarak bir araştırma yapmışlardır. Yapılan araştırmada makro ekonomik ve finansal değişkenler kullanılmıştır. Araştırma sonuçları dış borç yükümlülüklerindeki artışın parasal çöküşe pozitif katkı sağlayacağını göstermiştir. Ayrıca sonuçlar borcun yapısının önemini de göstermiştir. Nitekim analize göre rezervlerin üzerinde gerçekleşen %1' lik kısa vadeli borç miktarı artışı kriz olasılığını %2,7 oranında arttıracaktır¹⁴³.

¹⁴⁰ Karagöz, a.g.m, s.99.

¹⁴¹ Prasad ve diğerleri, a.g.m., s.28.

¹⁴² Altıntaş ve Öz, a.g.m., s.27.

¹⁴³ Elisabetta Falcetti, ve Merxe Tudela, "Modelling Currency Crises in Emerging Markets: A Dynamic Probit Model with Unobserved Heterogeneity and Autocorrelated Errors", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 68(4), (2006), s.445.

Bussiere ve Fratzscher(2006), yaptıkları çalışmada logit erken uyarı sistemi modeli kullanmışlar ve efektif reel döviz kurunda meydana gelecek sapmaların, özel sektör kredilerinde meydana gelecek artışların, ekonomilerin birbirleriyle olan yakın ilişkilerin ve kısa vadeli dış borçların rezervlere oranının yüksek oluşunun bir kriz olasılığını arttırdığını ortaya koymuşlardır. Buna göre kısa vadeli dış borç/rezerv oranındaki %2' lik bir artış kriz olasılığını %3 arttırmaktadır¹⁴⁴.

Krizlerle ilgili bir diğer bakış açısı da bekleyişlerle ilgilidir. Bu açıdan ülkenin borçlarını ödeyemeyeceği beklentisinin kamunun borç servisini artırarak, dış borcun maliyetine bağlı olarak yüksek faiz oranlarına, faiz artışı da bankacılık krizi ve iflaslara yol açabilir¹⁴⁵.

23. Dış Borç Kırılganlık Göstergeleri Bağlamında Bazı Kriz Ülkeleri

230. 1997 Güney Doğu Asya Krizi ve Dış Borçlanma

1997 yılının Temmuz ayında Tayland'da başlayan ekonomik ve finansal kriz, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Güney Kore gibi diğer Güneydoğu Asya ülkelerine de yayılmıştır. Bu ülkelerde 1990' lı yıllarda kamu kesiminde tasarruf-yatırım dengesizliği bulunmamaktaydı. Ancak, özel sektör yatırımlarının özel sektör tasarruflarının üzerinde gerçekleşmesi, para birimlerinin genelde ABD dolarına bağlı olması ve doların başta en önemli ticaret ortaklarının para birimi olan Japon yeni olmak üzere diğer para birimlerine karşı reel olarak değer kazanması nedeniyle artan oranda cari işlem açıkları ile karşılaşmışlardır. Bu açıklar ise doğrudan yabancı sermaye yatırımları vasıtasıyla değil, kısa vadeli dış borçlanma ile finanse edilmiştir¹⁴⁶. Borçlanmanın önemli bir kısmı uygulanan sabit kur rejiminin verdiği güvenle kısa vadeli döviz üzerinden gerçekleştirilmiştir. Bu durum yabancı sermaye girişi ve dış borçlanma ile büyüyen ülke ekonomilerini kırılgan ve hassas bir hale getirmiştir. Zayıf borç ve risk yönetimi, yetersiz

¹⁴⁴ Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher, "Towards a New Early Warning System of Financial Crises", **Journal of International Money and Finance**, 25(6), (2006), s.953.

¹⁴⁵ Cevat Gerni, Selçuk Emsen, M. Kemal Değer, "Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye' de Ekonomik Krizlerin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (2), (2005), s.39.

¹⁴⁶ R. Tuna Turagay, "Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik Krizin Genel Değerlendirmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler" www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/8ozsayma98.doc, (Erişim: 05.06.2008).

düzeydeki döviz rezervleri, şeffaflık eksikliği, bankacılık ve finans piyasası üzerindeki denetim ve kontrollerin yeterli seviyede olmayışı da bu ekonomileri herhangi bir olumsuz mali dalgalanmaya karşı hassas hale getirmiştir¹⁴⁷.

Asya krizi, uluslar arası mali kaynakların aşırı risk algılaması nedeniyle yatırımları geri çekmesiyle başlamış ve kendi kendini besleyen mekanizmayı başlatmıştır. Bu durum önce mali piyasalarda güveni ortadan kaldırmış ve ardından da reel ekonomide yatırımları durdurmuş, üretimi yavaşlatmış, yatırımları durdurmuş ve istihdamı düşürmüştür.

Asya krizinde asimetrik bilgi sorununun artmasına ve finansal krizin ortaya çıkmasına etki eden önemli bir faktör de finans sektörü bilançolarının bozulmasıdır. Asya krizinde kredi hacmindeki büyüme GSYH' dan da çok olmuştur. Buradaki sorun borç artışı değil kurumların aşırı risk almasıdır. Doğu Asya' da liberalleşme sonrasında yüksek risklerin alınmasının iki sebebi vardır. Birincisi, finansal liberalleşme sonrasında ortaya çıkan yeni kredi imkânlarına ilişkin riskleri değerlendirebilecek uzmanların bankacılık kurumlarında bulunmamasıdır. Buna ek olarak kredilerdeki yüksek artışla bankalar gerekli işletme sermayelerini bu yeni kredileri kontrol edecek ve korunacak kadar hızlı arttıramamışlardır. İkincisi, düzenleyici-denetleyici sistemin yetersiz olmasıdır. Hükümetin bankacılık sistemine yönelik açık bir sigorta uygulaması olmamasına rağmen “ahlaki risk” problemini arttıran örtülü bir sigorta uygulaması mevcuttu. Mudiler ve yabancı kreditorler hükümetin onları koruyacak bir kurtarma planının olacağını biliyorlardı. Bunun sonucu olarak da bankalar yeni krediler vererek yüksek risk almaya teşvik edilmiş oldu¹⁴⁸.

Güneydoğu Asya' daki ekonomik büyümenin süreceğine dair olumlu beklentiler firmaların büyük borçlarla çalışmalarına ve gayrimenkul yatırımlarına yönelmelerine yol açmıştır. Bu yatırımlardan kar sağlanamayınca borçları sürdürmek için tekrar borçlanma gereği doğmuştur. 1997 yılında Asya' daki şirketlerde borç/öz sermaye oranı 3/1–6/1 düzeyine kadar çıkmıştır. Ülkelerin kısa vadeli dış borçları büyük miktarlarda iken uluslar arası rezervleri ise önemli ölçüde erimiştir¹⁴⁹.

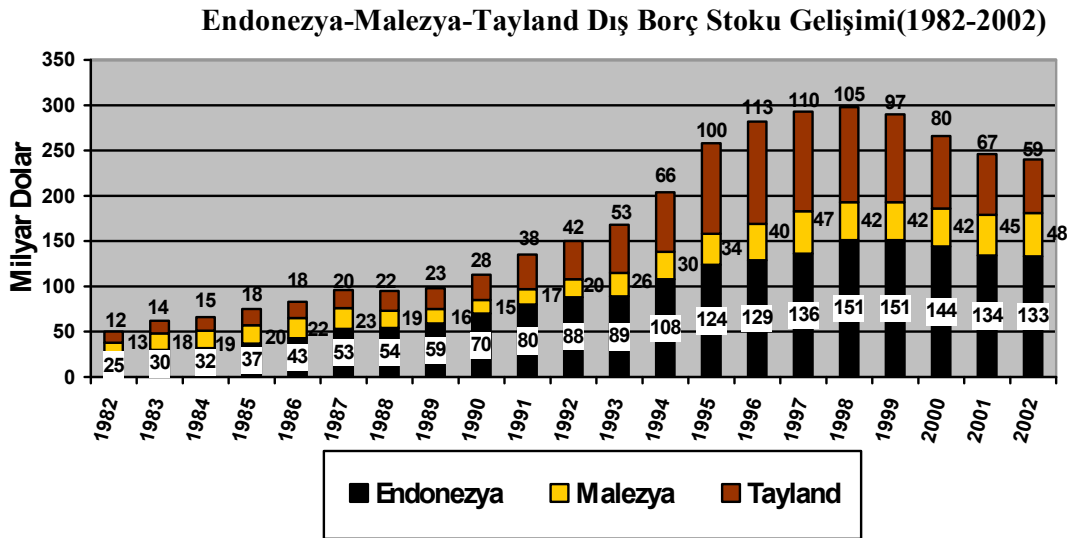
¹⁴⁷ Altuğ İnan, “Kamu Borç Yönetiminde Koşullu Yükümlülüklerin Rolü”, **Sayıştay Dergisi**, (62), (2006), s.107.

¹⁴⁸ Frederic S. Mishkin, , “Lessons from the Asian Crisis”, **Journal of International Money and Finance**, (18), (1999), s.709–723.

¹⁴⁹ Toprak, ag.e., s.113-114.

Güney Kore’ de yabancı kredilerin önemli oranda kısa vadeli borçlardan oluşması ekonomik politikaları bölge dışında oluşan tercih ve politikalara bağımlı kılmıştır. Hem ekonomisi büyüyen hem de borçları giderek artan Güney Kore’ nin borçlarının büyük bir bölümü, Dolar faizinin Güney Kore’ nin milli para birimi olan Won faizinden daha düşük olması nedeniyle, dolar cinsinden olmuştur. Ayrıca, Won’ un Dolar’ a bağlanmış olması, dolar cinsinden borçlanmayı teşvik etmiştir. Ekonomi büyüdüğü sürece bu durum bir sıkıntı yaratmamıştır. Fakat 1995 yılının ortalarından itibaren Dolar’ ın değer kazanması, Güney Kore’ nin ihracatını olumsuz etkilemiş ve 1996 yılında Won dalgalanmaya bırakılmıştır¹⁵⁰.

Grafik:1



Kaynak: World Bank World Development Indicator 1989-90, Global Development Finance 2002, <http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

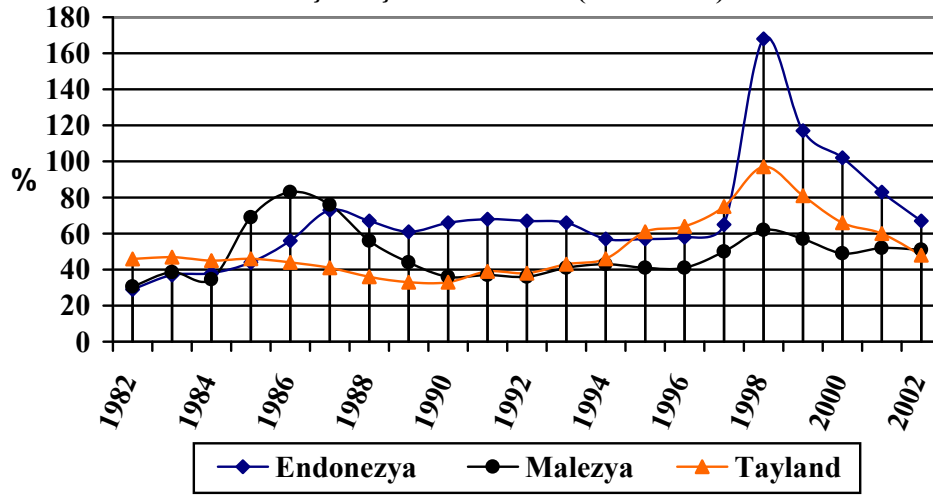
Yukarıdaki grafikten anlaşıldığı gibi bu üç ülke arasında en fazla dış borç stokuna sahip olan ülke Endonezya’dır. Ondan sonra Tayland ve Malezya gelmektedir. 1982-1997 yılları arasında dış borç stoku Endonezya’ da yaklaşık % 445, Tayland’ da % 815 ve Malezya’ da % 260 oranında artmıştır. Miktar olarak Endonezya en yüksek borca sahip ülke iken 1982 yılından kriz yılı olan 1997’ ye kadar geçen sürede Tayland bu üç ülke içinde dış borç stoku en çok artış gösteren ülkedir. Aynı dönemde Tayland’ ın GSMH artışı ise % 308 olarak gerçekleşmiştir ve bu oran dış borç artış oranının yarısından daha azdır. Endonezya’

¹⁵⁰Doğan ve Özekicioğlu, a.g.m., s.150.

da GSMH artış oranı aynı dönemde %127 olarak gerçekleşmiştir ve bu oran dış borç stokundaki artıştan 3.5 kat düşüktür. Malezya’ da ise yine aynı dönemde GSMH artış oranı % 270’ dir ve diğer iki ülkeye kıyasla Malezya daha iyi durumda gözükse de bu artış dış borç stoku artış oranıyla neredeyse aynı düzeydedir. İncelemeler bahse konu ülkelerde dış borçlar artarken gelirlerin aynı düzeyde artmadığını ve dış borçlanmaya bağımlı hale geldiklerini göstermektedir. Gelirlerin yeteri kadar arttırılamaması bu ülkelerin borçlarını finanse etmedeki kabiliyetlerini azaltarak finansal güçlüğü düşmelerini tetiklemiştir.

Grafik: 2

**Endonezya-Malezya-Tayland
Dış Borç Stoku/GSMH(1982-2002)**



Kaynak: World Bank, <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers&userid=1&queryId=5>

Tablo:5
Endonezya-Malezya-Tayland
Dış Borç Stoku/GSMH(1982-2002)

	Endonezya	Malezya	Tayland
1982	29	30	45
1983	37	38	46
1984	38	34	45
1985	44	69	46
1986	56	83	44
1987	73	76	41
1988	67	56	36
1989	61	44	33
1990	66	36	33
1991	68	37	39
1992	67	36	38
1993	66	41	43
1994	57	43	46
1995	57	41	61
1996	58	41	64
1997	65	50	75
1998	168	62	97
1999	117	57	81
2000	102	49	66
2001	83	52	60
2002	67	51	48

Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

1997 kriz yılı baz alınarak Dış Borç Stoku/GSMH oranı kritik eşik değeri ile değerlendirildiğinde Endonezya kriz öncesi son on yılda bu eşğin üzerindedir. Krizin devam ettiği 1998 yılında bu değer daha da artmış ve yüzde yüzün üzerinde gerçekleşmiştir. Devam eden yıllarda oran düşme eğiliminde olsa da %50' nin üzerinde seyretmiştir. Malezya' da 1990-1997 yılları arasında oran nispeten düşüktür. Kriz yılında %50' ye ve takip eden yılda %62' ye çıkmıştır. Tayland' da bahsedilen gösterge kriz öncesi iki yılda %50' nin üzerindedir ve kriz yılında %75' e ulaşmıştır. Ülkelerin DBS/GSMH oranı bakımından kriz öncesinde tehlikeli bir noktada olduğu söylenebilir. Ülkeler üretimlerini arttırmaktan çok tüketime yönelmiş ve ekonominin devamını sağlayacak yatırımları gerçekleştirememişlerdir.

Tablo:6
Kısa Vadeli Dış Borçların Rezervler İçindeki Payı(%)

	Endonezya	Malezya	Tayland
1990	129	18	58
1991	138	18	68
1992	157	20	70
1993	144	25	89
1994	146	23	96
1995	174	29	119
1996	166	40	123
1997	188	70	141
1998	85	32	100
1999	73	19	67
2000	77	16	46
2001	78	23	40
2002	71	25	31

Kaynak: World Bank, <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers&userid=1&queryId=5>

231. 1998 Rusya Krizi ve Dış Borçlanma

Sovyetler Birliği' nin dağılmasıyla birlikte kapitalist sisteme bir bir dâhil olan eski doğu bloku ülkelerinin yaşadıkları sıkıntıları Rusya da yaşamıştır. Fakat Rusya döviz kurlarını belirli bir bant içerisinde tutarak 1995' den sonra kısa bir dönem için de olsa istikrarlı bir süreç yönetmiştir. Ancak politik karmaşa, mali dengesizlik ve dışsal alandaki bozulmalar Rusya' nın ekonomik kırılganlıkla başa çıkabilme kabiliyetine yönelik şüpheleri arttırmış ve bu politikanın sürdürülemez olduğu anlaşılmıştır. Sonuçta 1998' in ortalarında mali problemleri gidermekteki başarısızlığın yol açtığı şiddetli finansal kriz patlak vermiştir.

1996 yılının Nisan ayında Rusya dış borç ödemelerinin yeniden plana bağlanması için görüşmelere başladı. Geri ödemelerin gerçekleştirilmesi için yapılan görüşmeler yatırımcıların güveninin yeniden kazanılması ve istikrarın sağlanması adına atılan önemli

bir adımdı. Bu olumlu beklentilere rağmen problemler devam etmeyi sürdürmüştü. Paris Kulübüyle yapılan görüşmeler neticesinde kredi derecesinin artmasıyla Rus bankalar dış piyasalardan daha çok borçlanmış ve dış yükümlülükleri 1994 yılındaki %7 oranından 1997’ de %17’ ye yükselmişti. Reel ücretler 1991’ deki düzeyinin yarısından bile azdı ve işgücünün yalnızca %40’ ı ücretini tam ve zamanında alabiliyordu. Kişi başına direkt yabancı yatırımlar düşük ve doğal monopollerle ilgili düzenlemeler Duma’ daki kargaşa nedeniyle hala yapılamamaktaydı. Vergi toplama miktarındaki yetersizlikten dolayı kamu sektörü açığı yüksek seyretmekteydi. Faiz ödemelerinin ulusal bütçedeki yüksek payı sebebiyle politika yapımcılar iç borçlanmaya yönelmişti ve daha fazla vergi toplamaya başlamıştı. Ekim 1997’ de Rusya hükümeti borç artışını telafi etmek için %2 büyüme hedeflerken 1998’ de ekonomi %4.9 oranında küçülmüştü. Aralık 1997’ de ülkenin döviz kazançlarının üçte ikisini oluşturan petrol ve demir dışındaki maden fiyatlarının düşmeye başlaması Rusya ekonomisini vuran diğer bir etken olmuştur.¹⁵¹

1996-97 yılları arasında Rusya GSYH’ nın %7-8’ i oranında yüksek mali açıklara maruz kalmayı sürdürmüş ve bunun sonucunda özellikle kısa vadeli borç yükü büyük oranda yükselmiştir. Buna ek olarak 1998’ lerin ortasında dış ticaret hadleri, Rusya’ nın ana ihraç mallarının uluslar arası fiyatlarındaki düşüşler sebebiyle, yaklaşık %18 oranında bozulmuştur. 1997’ nin sonlarından itibaren ulusal faiz oranlarında, ödemeler dengesindeki bozulma sebebiyle, keskin bir yükseliş yaşanmıştır. Ruble 1998 Ağustos ortalarına kadar bant aralığında başarıyla kalmış, nihai mali düzenlemelerin olmayışı yabancı rezervlerde büyük kayıplara yol açmıştır. Devlet borç piyasasından yatırımcıların geri çekilmesi ve uluslar arası rezervlerin belirgin biçimde azalmasıyla şiddetli nakit akış problemleri yaşanmış, Ağustos 1998’ de otoriteler Ruble’ ye bağlı devlet borçlarının yeniden yapılandırılacağını ve döviz kuru bandının genişletileceğini duyurmuşlardır. Eylül ayının başlarında ruble dalgalanmaya bırakıldı. Sovyet devri dış borç servisi durdurulmuş ve hükümet vadesi geçmiş borçların yeniden düzenlenmesi için kreditorlerle görüşmeler gerçekleştirmiştir¹⁵².

¹⁵¹Abbigail J. Chiodo ve Michael T. Owyang, “A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998”, *Rewiew*, 84(6), (2002), s.7.

¹⁵²Taimur Baig ve Ilan Goldfajn, “The Russian Default and the Contagion to Brazil”, August 2000, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/documents/Baig-Goldfajn.pdf> (erişim 16.11.2008).

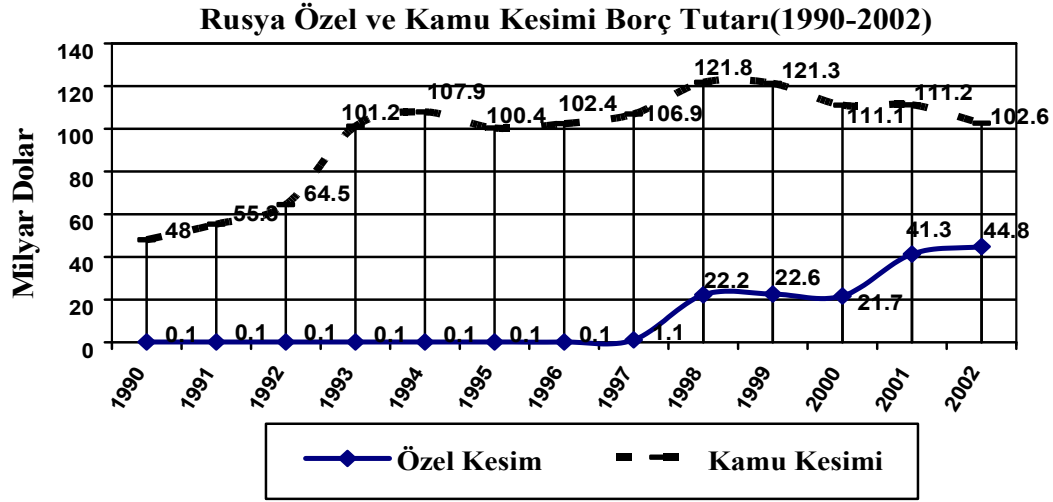
Güneydoğu Asya krizinden sonra 17 Ağustosta Rusya'nın moratoryum ilan ederek 45 milyar dolara yakın bir borç ertelemeesi yapması ve Ruble' yi %15 oranında devalüe etmesiyle başlayan Rusya krizi, dünya ekonomisini ve borsaları olumsuz yönde etkilemiştir. Rusya dış borçları için 90 günlük moratoryum ilan etmiş ve kısa vadeli borçlanma kağıtlarının paraya çevrilmesini ertelemiştir. 1999 yılına kadar vadeli olan kâğıtlarda ödemeyi 2000' li yıllara uzatmıştır. Rusya' nın 140 milyar dolar dış, 70 milyar dolar iç borcu bulunmaktaydı. Bunun 20 milyar doları yabancıların elindeydi. Borç faizleri %240 civarındaydı. İç ve dış borçların GSYH' ya oranı %40' tan fazlaydı. Hükümet ayda ortalama 6 milyar dolar borçlanma yapmak zorunda kalmıştır. Borçlanma yolu ile elde edilen kaynaklar verimli yatırımlar yerine cari harcamaların, özellikle maaşların ödenmesinde kullanılmıştır. Serbest piyasa şartlarına uyumu sağlayamayan Hükümet, iç borçlanmaya önem vermiş, bu ise faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Ruble' nin devalüe edilmesi krizin başlangıcı olmuş ve fitili ateşlemiştir. Rusya'nın ödemeler dengesi, petrol fiyatlarındaki düşmeye paralel olarak, bozulmaya başlamış, cari işlemler dengesinde 1996'da 11.6 milyar dolarlık fazla, 1997'de 3.3 milyar dolara gerilemiştir. Buna karşılık 15 milyar dolara ulaşan kısa vadeli dış borç ödemesi, Rusya' yı sıkıntıya sokmuştur¹⁵³.

1998' de Rusya hükümetinin kısmi moratoryum ilan etmesi önceki iki yılda nispeten istikrarlı seyreden ekonomi üzerinde şok dalgaları yaratmıştır. Döviz kurları %300 kadar düşüş göstermiş, enflasyon %70' lere ulaşmış, işsizlik %13.7' nin üzerine çıkmış, reel ücretlerde %30 azalma olmuş ve GSYH' da yaklaşık %5 kayıp yaşanmıştır. Bu yıkıcı etkiler sonucunda Rus halkının durumu iç karartıcı konuma gelmiştir. Fakat büyüme oranları Rusya ekonomisi için öngörülen kötü senaryolardan sapma göstererek 1999'da 5.4 ve 2000 yılında 8.3 oranında gerçekleşmiş ve böylece çıktı miktarı kriz öncesi düzeyin üstüne çıkmıştır¹⁵⁴.

¹⁵³S. Rıdvan Karluk, Özgür Tonus ve Nazım Çatalbaş, "Güneydoğu ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye", Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, <http://www.econturk.org/tonus.pdf> (Erişim: 15.11.2008).

¹⁵⁴ Christopher J. Gerry ve Carmen A Li, "Vulnerability to Welfare Change During Economic Shocks: Evidence from the 1998 Russian Crisis", **Economic Discussion Papers**, No: 541, (2002).

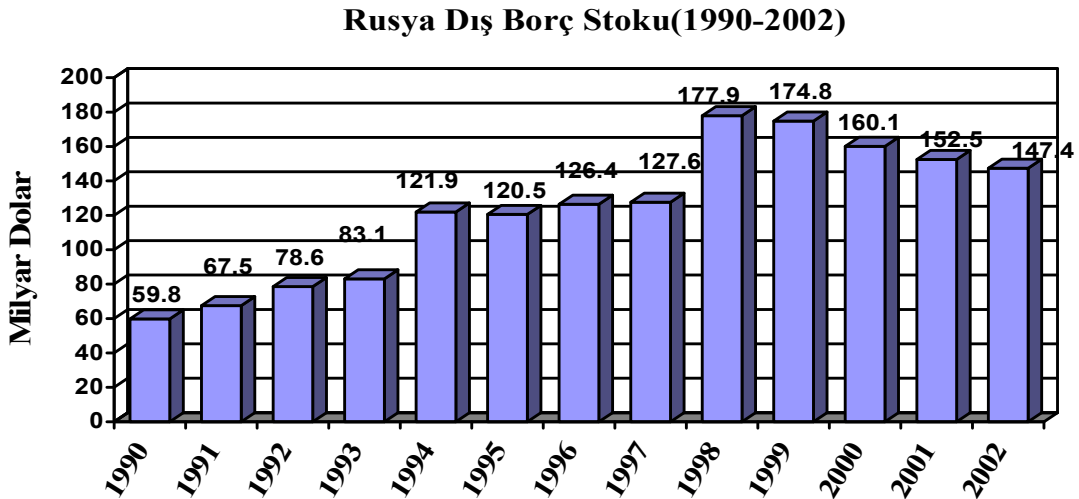
Grafik:3



Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>

1990-2002 dönemine baktığımızda Rusya’ da uzun vadeli özel kesim borçların kriz yılı olan 1997 yılından sonra artmaya başladığı ve dolayısıyla bu tür borçların krizde etkisi olmadığı söylenebilir. Kamu kesimi borçlarının ise 1990 yılından sonra artış gösterdiği ve bu yıldan kriz yılları olan 1997’ ye kadar % 122, 1998’ e kadar ise % 152 oranında artış gösterdiği anlaşılmaktadır.

Grafik: 4

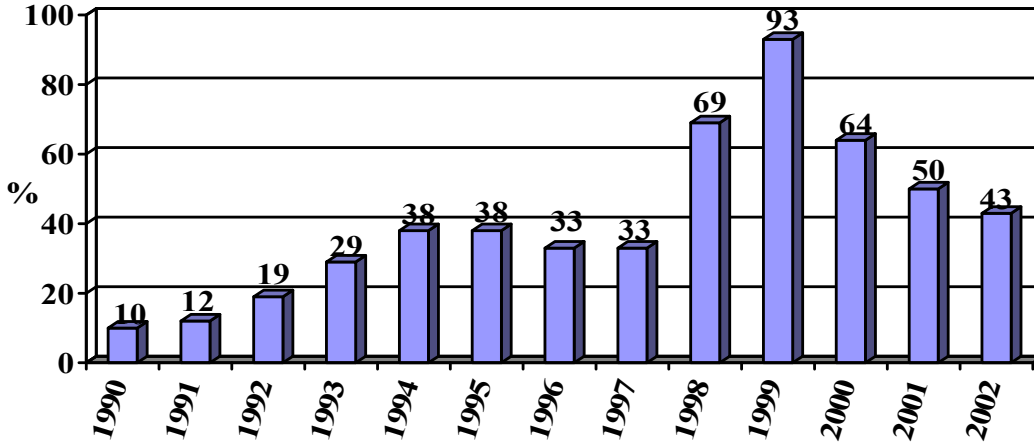


Kaynak: World Bank Global Development Finance, World Bank World Debt Tables, <http://search.worldbank.org/all?qterm=country%20debt%20table>

1990-1997 yılları arasında ülkenin dış borç stoku yaklaşık %113 oranında artmıştır. Krizin gerçekleştiği ve ülkenin borçlarını ödeyemeyeceğini açıkladığı 1998 yılında ise dış borç stokunun artış oranı 1990 yılına göre yaklaşık %200 olarak gerçekleşmiştir. Bu büyük oranlı artışın yanında Rusya'nın dış borç servisinde meydana gelen artışta dikkat çekmektedir. 1994 yılında ülkenin dış borç servisi 2.3 Milyar Dolar iken 1999 yılında 20.9 milyar dolara çıkmış, yani bu dönemde dış borç geri ödeme miktarı %800'den fazla artış göstermiştir. Bunun anlamı borçlanma maliyetlerinin geçmişe oranla önemli ölçüde artmış olduğudur. Sonuçta elde edilen yabancı kaynakların yapısal sorunların çözümünde verimli kullanılamamış olması ülkeyi mali sisteminin çökmesine kadar götürmüştür.

Grafik:5

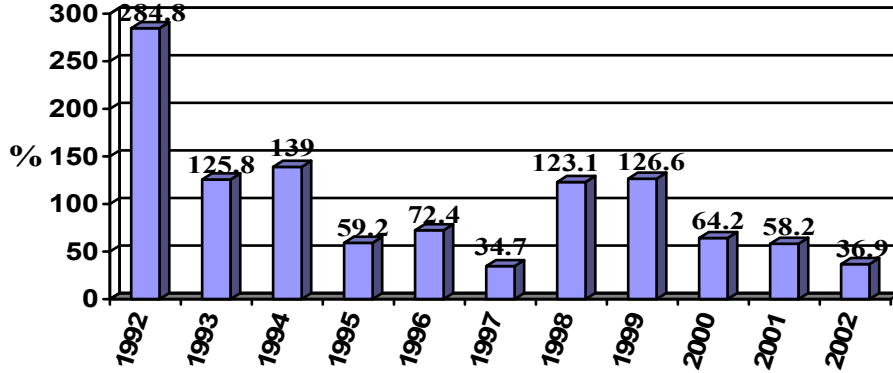
Rusya Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2002)



Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>.

Dış borçların GSMH içerisindeki payına baktığımızda krizin meydana geldiği 1998 yılında ve sonraki iki yılda kritik eşiği aştığı görülmektedir. Bu oran açısından kriz öncesinde Rusya'da kırılma kabul edilebilecek bir durum mevcut değildir.

Grafik:6

Rusya Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv Oranı(1992-2002)

Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>.

Rusya’ da 1991 krizinin yaşanmasının ardından finansal serbestleşme ve piyasa ekonomisine geçiş oldukça hızlı gerçekleşmiştir. Bu hareket nedeniyle 1992 yılında kısa vadeli dış borç/rezerv oranı oldukça yüksek düzeydedir. Kısa vadeli borçlanmanın altında yatan temel neden bütçe gelirlerinin yetersiz olmasıdır. Gelirlerin düşük olması nedeniyle ücretlerin ödenmesi ve alınan borçların karşılanması için yeniden borçlanmaya başvurulmuştur. Bahse konu oranın %60 olması aşırı borçluluğa ve riskliliğe işaret etmektedir. Bu açıdan bakıldığında 1997 yılında herhangi bir problem yoktur. 1997 yılında yaşanan Güney Doğu Asya krizi nedeniyle yatırımcıların diğer ülkelerin de olumsuz etkileneceği endişesine kapılmaları Rusya’ dan sermaye kaçışına neden olarak kısa vadeli borçlanmayı düşürdüğü söylenebilir. 1998 kriz yılında ve devamında ise oran %100’ ün üzerine çıkmıştır.

232. 1994-1995 Meksika Krizi ve Dış Borçlanma

Meksika 1980’li yılların ortalarında kamu maliyesini iyileştirme programıyla birlikte özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar gerçekleştirmiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1990’ lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu

gibi Meksika’da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır¹⁵⁵. 1991 ve 1992’ de Latin Amerika’ dan ihraç edilen tahvillerdeki artış, uluslararası piyasalarda arz fazlasına neden olmuş ve bu ülkelerde artan cari açıklar ve politik belirsizliklerle birlikte uluslararası yatırımcılar arasında tedirginlik baş göstermiştir. Bu durum karşısında Latin Amerika ülkeleri tahvil ihraçları için daha cazip getiri olanakları sunmuşlardır. Gelişmeler, 1994’ de Meksika’ da ve daha sonraki dönemde birçok gelişmekte olan ülkede tipik hale gelen ve ülkenin döviz rezervleri hakkındaki kuşkular, sermaye çıkışları, ülkenin borçlarını erteleyememesi, yeniden sermaye çıkışları ve uluslararası mali kuruluşlardan yapısal değişimler taahhüt edilerek alınan resmi krediler şeklinde ortaya çıkan kriz döngüsünü başlatmıştır¹⁵⁶.

1990’lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılmalara ilaveten 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, Aralık 1994’de bir ödemeler dengesi krizi ve finansal krize yol açmıştır. Büyük miktardaki cari işlemler açığı kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmiş, hem özel hem de kamunun dış yükümlülükleri hızla artmıştır. Kamu borçlanmasının genelde kısa vadeli olması, hükümetin ödeme gücü olduğu halde finansal paniğe yol açmış, yatırımcılar dahi hükümetin ödeme gücüne inandıkları halde borçların dönüşümünün durması halinde devletin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği endişesi doğmuştur. Dolayısıyla hükümetin likit olmaması borçları üzerinde önemli bir baskı oluşturmuştur¹⁵⁷.

Ulusal paranın gelecekteki değeriyle ilgili belirsizlikler nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde bankalar, finansal olmayan kuruluşlar ve hükümetler yabancı para cinsinden çok daha kolay borç temin edebilirler. 1994 yılında Meksika’ da finansal kriz öncesinde mali piyasalarda kurumlar yabancı para cinsinden borçlanmaktaydılar. Ulusal parada öngörülemez bir devalüasyon veya değer kaybı durumunda yabancı paraya bağlı borç anlaşmaları nedeniyle yurt içindeki firmaların borç yükü artış göstermektedir. Aktiflerin de yabancı paralara bağlı olması, firmaların bilançolarında bozulmaya ve net değerinde azalmaya neden olmaktadır. Böylece daha sonra ters seçim ve ahlaki risk problemleri artış

¹⁵⁵ Güloğlu ve Altunoğlu, a.g.m., s.8-9.

¹⁵⁶ Ayla Şenel, “Dış Borç-Kriz Döngüsünde Yeniden Yapılandırma Çalışmaları: Türkiye Deneyimi”, **Mülkiye Dergisi**, 26(236), (2003), s.69.

¹⁵⁷ Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, “1994 Yılı Krizi Sonrası Meksika’da Uygulanan Para Politikası”, Mart 2001, [http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20\(s.37\).doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20(s.37).doc) (erişim: 18.11.2008).

göstermektedir. Asimetrik bilgi sorunun artması yatırımların ve ekonomik faaliyetlerin azalmasına neden olmaktadır¹⁵⁸.

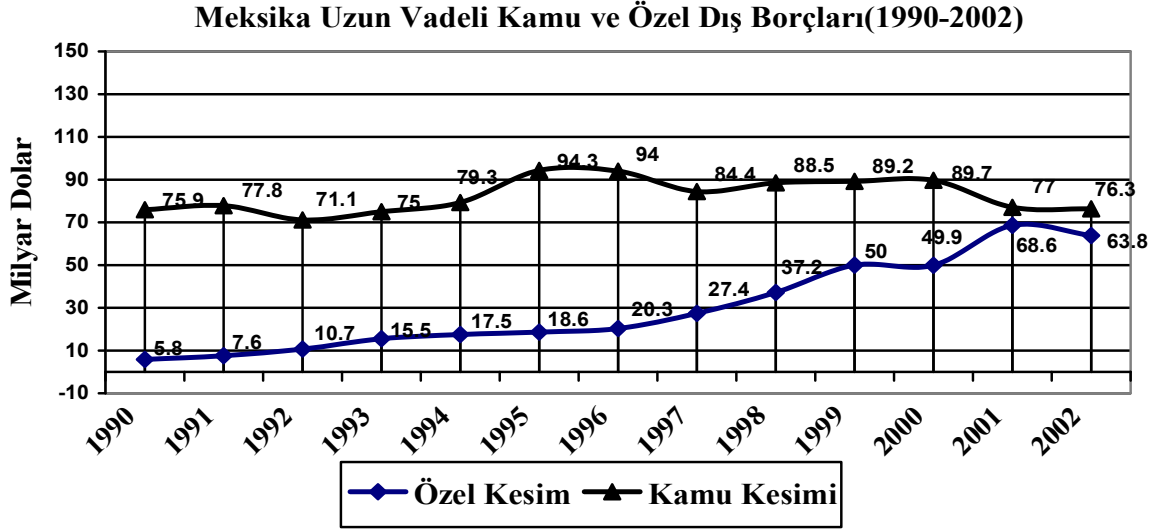
1994-95 Meksika krizi birçok uluslar arası sigorta kuruluşundaki uzmanları, hükümetleri, uluslar arası finansal kuruluşları, üniversiteleri dünya finans basınına şaşırtmıştır. Fakat bazı Meksikalılar, yabancı yatırımcılar ve spekülâtörler krize hazırlıklıydılar. Kamunun haberdar olması için herhangi bir uyarıları olmadı ve zamanın geldiğini düşündüklerinde sadece müşterilerinin paralarıyla ilgili işlemleri yaparak kendilerine ait pezo türünden varlıklarının dolar karşılığı satışını gerçekleştirmişlerdir. Bu kişiler devalüasyonu önceden görebilmişlerdi. Sınırlı bir kesim dışındaki ekonomistler sabit döviz kurunun başarısız olacağı ve bu başarısızlığın otoritelerin döviz kuru oranlarını kontrol edebileceği beklentisine sahip insanlar için ağır maliyetler oluşturacağı hakkında kamuyu aydınlatmadılar. Meksika ve dışındaki birçok ekonomist 1988 yılında sabitlenen döviz kuru oranlarının enflasyonu kontrol altına alacağı ve böylece tek politikayla iki sorunu birden çözebilecekleri fikrine kapıldılar. Bu ekonomistlere inanan yerli ve yabancı yatırımcılar, bankerler, yöneticiler ve tüketiciler pezonun dolara bağlanmasının kur riskini, enflasyon riskini ve temerrüt riskini¹⁵⁹ önleyeceğini düşündüler. Ancak otoriteler kuru sabit tutmada başarılı olamadılar. Kasım 1994' te 1\$ = 3.44 pezo iken Kasım 1995' te 1 \$ = 7.66 pezo oldu. Meksikalı ve yabancı yatırımcıların sahip oldukları fon varlıkları dolar bazında neredeyse yarı yarıya değer kaybetti. Yabancı kreditör ve yatırımcıların, hükümet ve özel sektörün dolar yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği beklentisi 1995' in başlarında devalüasyonun yıkıcı etkisini ortaya çıkarmıştır¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Mishkin, a.g.m., s.22.

¹⁵⁹ Dolarla borçlanan kişi veya firmaların pezo/dolar kuru değiştiğinde süresi gelen borçlarını ödemek için yeterli doları elde edememesi riskidir.

¹⁶⁰ A.James, Meigs, "Lessons for Asia from Mexico", **The Cato Journal**, 17(3), (1998), s.315.

Grafik:7

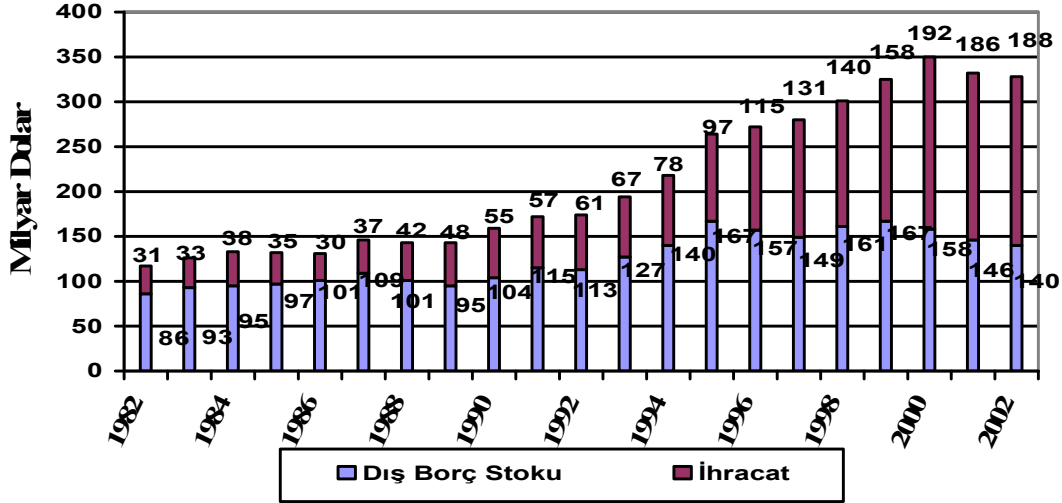


Kaynak: World Bank Global Development Finance 1994, 2004, World Bank World Debt Tables 1994-1995, <http://search.worldbank.org>

Meksika'nın kamu ve özel borç miktarlarına bakıldığında tüm yıllarda kamu kesimi borçlarının daha yüksek tutarlarda seyrettiği gözlemlenmektedir. Kriz yılı olan 1994 ile öncesindeki ve sonrasındaki yıllarda kamu borçlarında önemli bir değişim olmamıştır. Özel kesim borçları 1990 yılından 1994 yılına kadar yaklaşık %300 oranında artış göstermiş ve bu yıldan sonra da artmaya devam etmiştir. Özel kesim dış borçlarının bu seviyede olması ülkenin kırılgan yapısının önemli bir göstergesidir ve ülkeyi krize sürükleyen önemli bir etken olduğu açıkça görülmektedir.

Grafik:8

Meksika Dış Borç Stoku ve İhracatı (1990-2002)

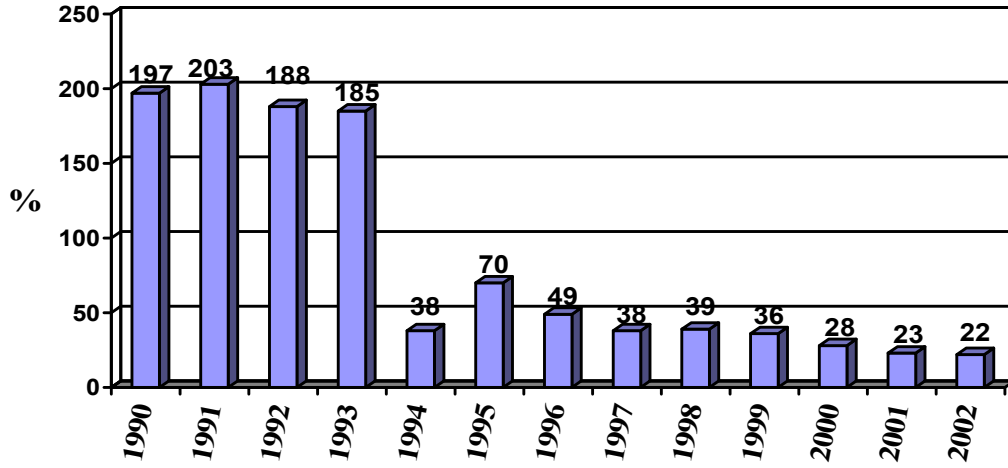


Kaynak: World Bank Development Finance 1989-90, Global Development Finance 2006, <http://search.worldbank.org>.

Meksika'nın dış borç stokuna bakıldığında 1982' den kriz yılı olan 1994' e kadar dış borç stokunun %60 oranında arttığı görülmektedir. Buna karşılık aynı dönemde ihracatı da %150 artış göstermiştir. Bu artış olumlu olmakla birlikte ülkenin dış borç stokunun ihracat gelirleriyle karşılanamayacağı açıkça gözükmemektedir. 1991 yılında Dış Borç Stoku/İhracat oranı %203 iken bu oran 1992' de %188 1993' de %184.6 ve kriz yılı olan 1994' de %178 olarak gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında ise bu oranın düşmeye başladığı görülmektedir. Örneğin 1995 yılında %170.5 1996' da %135.9 ve 1997' de %112.8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılına gelindiğinde bu oran %80 düzeyine gerilemiştir. Kriz öncesindeki oranlar ülkenin dış borca bağımlı hale geldiğini ve üretimden çok dış kaynaklı tüketime yöneldiğinin bir göstergesidir.

Grafik:9

Meksika Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2002)



Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>

Kriz öncesi 4-5 yılda DBS/GSMH oranının önemli miktarda yüksek seyrettiği gözlenmektedir. Değerlere göre ülke borçlarının tamamını ödeyecek olsa tüm milli geliri bile bu borçları karşılayamayacaktır. Çok borçluluk ve kırılganlık göstergesi olarak en fazla %50 olması gereken bu oran kriz öncesinde %100' leri aşmıştır.

233. 1998-1999 Brezilya Krizi ve Dış Borçlanma

Brezilya 1970' in başlarından itibaren sürekli artan enflasyonla karşı karşıyaydı. 1972'de yaklaşık %20 olan enflasyon 1994 yılının ortalarında % 5000' den fazla gerçekleşerek doruğa ulaşmıştır. Geleneksel daraltıcı politikaların başarısızlığı, doğrudan fiyat ve ücret kontrolü içeren heterodoks planların benimsenmesine yol açmıştır. Bu durum 1986' nın başlarında, 1987' nin ortalarında ve 1989 ile 1990 yılının başlarında enflasyonun yükselişini geçici olarak durdurmuş olsa da heterodoks uygulamaların başarısız olmasından sonra enflasyon eski trendine dönmüş, hatta daha da yüksek düzeylere ulaşmıştır¹⁶¹.

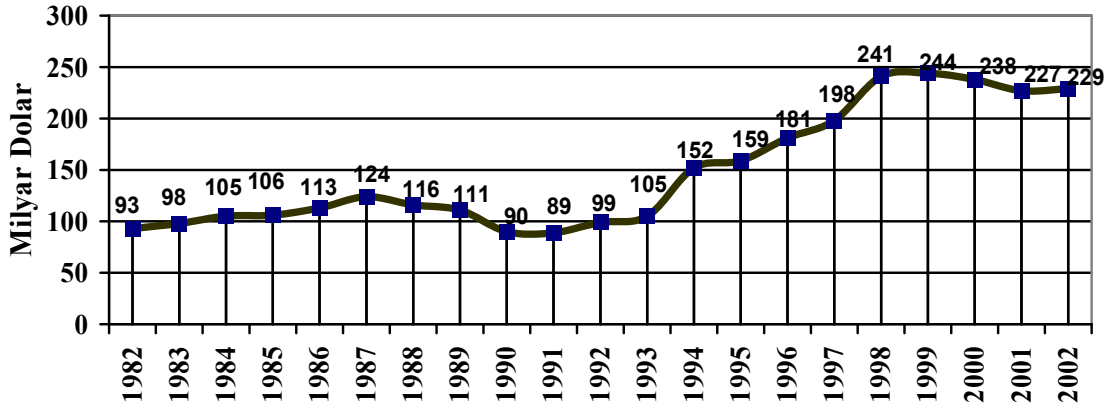
1979 petrol şokuna Brezilya' nın ilk politik tepkisi, enflasyonu düşürmek ve büyüyen cari açığını azaltmak amacıyla döviz kurunda düzenleme yapmak ve ulusal talebi

¹⁶¹ Lecio Morais, Alfredo Saad Filho, Walter Coelho, "Financial Liberalisation, Currency Instability and Crisis in Brazil: Another Plan Bites the Dust", *Capital and Class*, 68, (1999), s.9-14.

daraltmak olmuştur. Fakat bu kısıtlayıcı politikalar yakın zaman sonra yabancı sermaye akışını teşvik etmek için terk edilmiştir. Bu durum çoğu kısa vadeli olan dış borcun artışına ve enflasyon baskısına yol açmıştır. 1980lerin başında likidite şoku ortaya çıktığında Brezilya kırılgan bir yapıya sahipti ve dış borç yapılandırmasını sonlandırdı. Sonraki on yılda iki kez dış borç ödemelerinin gerçekleştirilemeyeceği ilan edilmiş ve ekonomiyi istikrara getirmek için sonuca ulaşmayan başarısız heterodoks politika yaklaşımları benimsenmiştir.¹⁶²

1991' den sonra Brezilya' ya sermaye akışı oldukça artmıştır. Sermaye hesabı fazlası 1991' de 4,148 milyon dolar iken 1995' te 29,820 milyon dolara çıkmış, kısa süreli sermaye akışı da 1991-1995 arasında eksi 2,9 milyon dolardan 17,554 milyon dolara yükselmiş ve bu durum dış borcun hızlı ve tehlikeli şekilde artışına yol açmıştır. 1990' da Brezilya' nın net dış borcu 90 milyar dolardan(GSMH' nin %28' inden) 1999' da 243 milyar dolara(GSMH' nin %47' sine) çıkmıştır. 1990' dan 1999' a kadar Brezilya yalnızca faiz ödemelerine 117 milyar dolar harcamıştır.

Grafik:10
Brezilya Dış Borç Stoku(1982-2002)



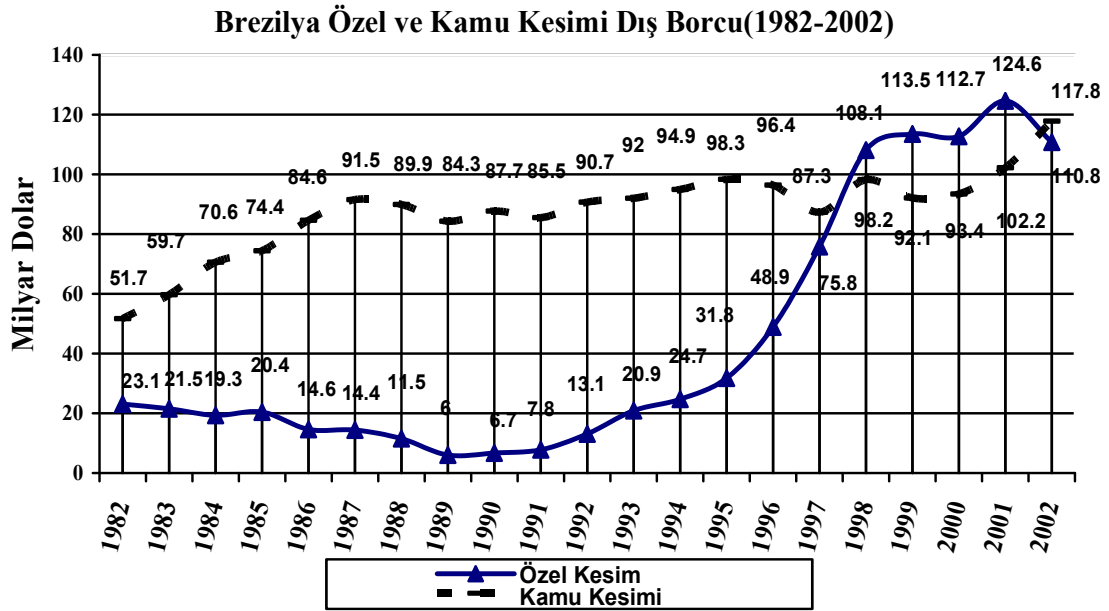
Kaynak: World Bank World Debt Tables 1989-90, Global Development Finance 2006, <http://search.worldbank.org>.

Brezilya' nın yıllara göre toplam dış borçları Grafik-6' daki gibidir. 1991' e kadar eğri nispeten istikrarlı iken 1992' den sonra eğrinin eğimi yükselmiştir. Aslında 1992' den

¹⁶² Arminio Fraga, "Latin America Since The 1990s: Rising from the Sickbed ?", *The Journal of Economic Perspectives*, 18(12), (2004), s.89.

sonraki borç davranışlarının 1990-1992 yılları arasında Fernando Collor Hükümetinin yapısal reformlarla gerçekleştirdiği finansal serbestleşme hareketleriyle ilişkili olduğu söylenebilir. Bu reformlar genel olarak, ortalama ithalat tarifelerinin düşürülmesi, kısa vadeli spekülasyon sermaye akışının önündeki engellerin kaldırılması yoluyla ticaretin arttırılması ve finansal serbestleşme olduğu görülmektedir. Sonuç olarak dışsal etkilere karşı savunmasız kalma maliyetine karşılık, sermaye akışı yabancı rezervlerin hızlı bir şekilde birikmesini sağlamıştır. Bu sebeple net dış borçlar Brezilya politikacılarının liberalleşmeyi pekiştirmek için dış sermayeye yönelik yeni kurallar uyguladığı 1998’deki Asya krizine kadar neredeyse durağan kalmıştır. Dış rezerv kayıplarının daha az olmasına karşın dış borçluluk artmıştır¹⁶³. 1990 yılında 90.4 milyar Dolar olan dış borç stoku kriz yılı olan 1998’de 241 Milyar Dolara çıkmıştır. Bu miktarlar göstermektedir ki 1990-1998 yılları arasında dış borç stokunda yaklaşık %170 oranında artış gerçekleşmiştir.

Grafik:11



Kaynak: World Bank World Debt Tables 1990, Global Development Finance 2002, 2006
<http://search.worldbank.org>.

Brezilya’da 1982 yılından 1997 yılına kadar kamu kesimi borçları özel kesime göre yüksek seyretmiş, 1996’dan sonra ise özel kesim dış borcu kamu kesimi dış borcundan daha hızlı artarak kamu kesimi borcuna yaklaşmıştır. 1998-2001 yılları arasında özel kesim

¹⁶³Federico Gonzaga ve Jame Jr., “External Debt Sustainability: Empirical Evidence in Brazil”, 2001, <http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20154.pdf> (Erişim: 26.11.2008).

borçları kamu kesimi borçlarını aşan düzeylere ulaşmıştır. 1982' den kriz yılı olan 1998' e kadar özel kesim dış borcu yaklaşık %370 oranında artış göstermiştir. Aynı yıllar arasında kamu kesimi dış borcunda meydana gelen artış ise yaklaşık %90'dır. Özel kesim dış borçlarında 1990 yılından sonra artışların başladığı ve 1998 yılına gelindiğinde 1990 yılı rakamına kıyasla özel kesim borçlarının tam 18 kat artmış olduğu gözlenmektedir. Ülkenin bu kadar yüksek borca sahip olması finansal sıkıntıların yaşanmasında önemli bir yere sahiptir. Çünkü 1998'de ihracat gelirlerinin %80'i ve 1999'da %117'si dış borç ödemelerinde kullanılıyordu. Bu oran ihracat gelirlerinin dış borçları karşılayamadığı anlamına gelmektedir. İhracat gelirlerinin yatırımlara dönüştürülmesi bir yana ülkenin sahip olduğu diğer gelirlerin de borçların karşılanmasında kullanılması gereği ülkenin gelişimini olumsuz etkileyen ve krize iten bir etken olmuştur.

234. 2001 Arjantin Krizi ve Dış Borçlanma

1980' lerin sonunda Arjantin hiperenflasyon yaşamış, fakat para kurulunca yürütülen piyasa odaklı reformlarla bu durumun üstesinden gelinmiştir. Reformlar 1990'ların başında yatırımların hızlı bir şekilde iyileşmesi şeklinde sonuçlar vermiştir. 1995 yılında yaşanan "Tekila Krizi" nin bulaşıcı etkisiyle yurt dışı sermaye akımlarında meydana gelen gerileme yatırımların azalması dolayısıyla derin bir resesyona yol açmıştır. Yalnız kriz sırasında ihracatın reel oranlarla %30 artış göstermesi dikkat çekici bir durumdur. 1996-1997 döneminde ihracat ve yatırım odaklı büyüme gerçekleşmiştir. Bir yandan ülkenin rekabet gücüyle ilgili endişeler nedeniyle ekonomi geçici bir durağanlığa girerken diğer yandan kendini tekila krizinden kurtarmayı ve devalüasyona başvurmadan ihracatını artırma yoluyla yüksek büyüme oranlarına ulaşmayı başarmıştır. Bunlar Arjantin ekonomisiyle ilgili olumlu gelişmelerdir. Asya kriziyle birlikte 1997' nin ikinci yarısında ticaret hacminde düşüş meydana gelmiştir. Daha sonra Ağustos 1998' de Rusya krizi ortaya çıkmış ve ardından da Ocak 1999'da Brezilya devalüasyon yapmıştır. Bu gelişmeler Arjantin ekonomisinde, tekila krizinde olduğu gibi, yatırımların azalması nedeniyle çıktı miktarında düşüşlerin yaşanması şeklinde etkisini göstermiştir. Ekonominin daha önce olduğu gibi yakın bir zamanda düzeleceği konusunda iyimser beklentiler mevcuttu. Fakat bu kez ihracat durağanlaştı, yatırımlar düşmeye devam etti ve iyileşme gerçekleşmedi¹⁶⁴.

¹⁶⁴ Ricardo Hausman, "Andres Velasco, Hard Money's Soft Underbelly: Understanding The Argentine Crisis", Brooking Trade Forum, 2002.

Arjantin’ de 1990’ ların ortasında ortaya çıkan iyimser tablonun aslında oldukça zayıf temeller üzerine inşa edildiği söylenilebilir. Bu dönemde yapay büyüme yüksek gözüke de, büyük çapta dış borçlanma ve özelleştirme gelirleriyle finanse edilen talep ağırlıklı bir büyüme sürecinin yaşandığı ortaya çıkmaktadır. Özellikle ithalat kaynaklı tüketim bu dönemde büyük ağırlık kazanmış, ithalatın gayri safi yurt içi hasılaya oranı 1990’ da %12.6 iken 1998’ de 23.3, 2000’ de ise 22.2 olmuştur. İthalatın hızla arttığı, ihracatın ise aynı ölçülerde artış göstermediği bir ortamda, dış ticaret dengesinin giderek bozulması ciddi tehlike sinyalleri vermeye başlamıştır¹⁶⁵. Bu ticari dengesizlik ülkenin yabancı borçların faizini ödeyebilmesi için ihtiyaç duyduğu döviz kazanmasını imkânsız kılmıştır. Arjantin bu borç faizlerini karşılayabilmek için yeniden borçlanmak zorundaydı. Çoğunluğu merkezi ve yerel hükümetlere ait olan ülke dış borçları 2001 yılının sonlarında GSYH’ nın %50’ sine ulaşmıştı ve 2002 yılında ödenmesi gereken 30 milyar dolarlık bir borç mevcuttu. Sonuç olarak Arjantin’ in borçlarını çevirebilmek ve faizlerini ödeyebilmek için daha fazla borçlanamayacağı açık hale gelmiş ve yükümlülüklerini yerine getiremeyecek duruma gelerek parasını devalüe etmiştir. 1991’ den itibaren dolara bağanmış olan pezonun aşırı değerlenmesi ve yüksek miktardaki dış borçlar Arjantin krizinin en temel sebepleri olmuştur.¹⁶⁶

1993-2001 döneminde dış borçların GSYH içerisindeki payı sürekli artmıştır. Bu dönemde kamu ve özel sektör borçlarının GSYH içindeki paylarında yüksek oranlı değişiklikler gözükmemektedir. Kamu sektörü borçlarının GSYH içerisindeki büyüklüğü özel sektöre göre daha yüksek oranda seyretmiştir.

¹⁶⁵ Ziya Öniş, “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, 2002, <http://portal.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalisindirPDF.pdf>, (26.11.2008).

¹⁶⁶ Martin Feldstein, “Argentina’s Fall-Lessons from the Latest Financial Crisis”, *Foreign Affairs*, 81(2), (2002), s.7.

Tablo:7
Arjantin Kamu-Özel Sektör Borç Stoğunun GSYH' ya Oranı(%)

	Toplam Dış Borç	Kamu Sektörü Dış Borcu	Özel Sektör Dış Borcu
1993	27.7	22.1	5.6
1994	29.6	23.5	6.2
1995	39.0	26.8	12.2
1996	41.8	27.4	14.4
1997	44.8	28.2	16.6
1998	48.6	30.2	18.3
1999	52.6	33.4	19.2
2000	52.7	33.8	18.9
2001	52.5	35.4	17.0

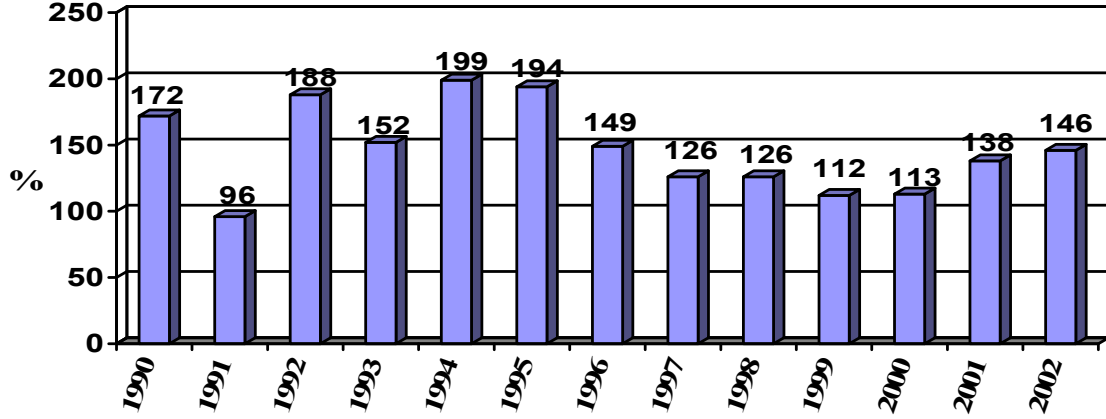
Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005

Borç servisine ödenen kısmı düşüldükten sonra kalan dış borcun büyük bölümü, iç piyasaya yönelik üretimin finansmanı ve tüketim mallarının satın alınması gibi döviz yaratmayan faaliyetlerde kullanılmıştır. Kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı 1994 yılında yaşanan kriz öncesinde %152, 2001 krizinden önce %113 olarak gerçekleşmiştir ve bu oran açısından Arjantin sürekli olarak kırılganlığa sebep olan %60 düzeyinin üzerindedir. Büyük bir kısmı borç olarak giren yabancı sermayenin kredi, kambiyo ve likidite risklerini arttıran faaliyetlerde kullanılmak üzere banka kredileri şeklinde verilmesi büyüyen bir finansal kırılganlığı beraberinde getirmiştir. Buna ek olarak 1999'dan itibaren büyümede duraklama, cari açığın artışı ve dış borcun sürdürülemez durumu yatırımcılar ve spekülörler arasında güvensizlik ortamının doğmasına neden olmuştur. Ödemelerin durma riskindeki artış ve devalüasyon 2001'in ortalarından itibaren spekülatif saldırıları ve sermaye kaçışını hızlandırmıştır¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Pablo Bustelo, "Los Orígenes de la Crisis Financiera de Argentina: Una Comparación Con las Crisis Asiáticas Económico de Información Comercial Española", No 2715, 7-13 de Enero de 2002, s.9-14, Aralık 2001, <http://www.ucm.es/info/eid/pb/BusteloArg02.pdf> (Erişim:26.11.2008).

Grafik:12

Arjantin Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv Oranı(1990-2002)

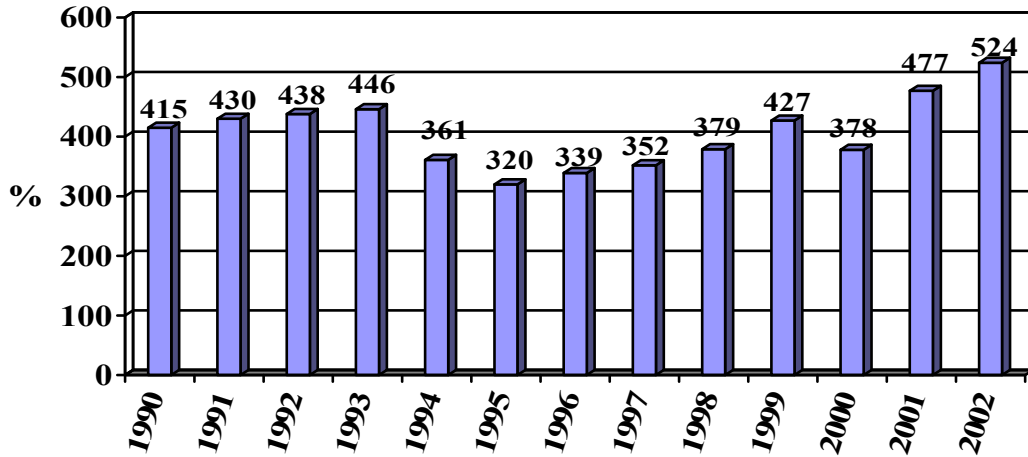


Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>

Dış borç stoku/İhracat oranına bakıldığında Arjantin' in 1990 sonrası dönemde hep çok borçlu olduğu görülmektedir. Kritik eşik olan %275' in oldukça üzerinde borçlanmıştır. Sınırın aşıldığı her yılda ülke elbette krizde değildir fakat diğer ekonomik göstergelerin olumsuz seyriyle veya siyasi istikrarsızlıkların arttığı dönemlerle birleştiğinde oran ekonomi için daha tehlikeli bir konuma gelmektedir.

Grafik:13

Arjantin Dış Borç Stoku/İhracat Oranı(1990-2002)

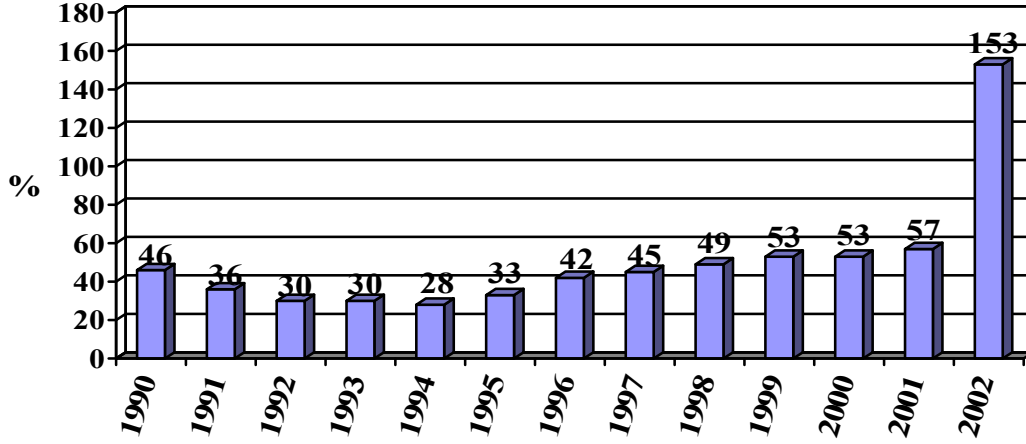


Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>

1990 sonrası döneme bakıldığında toplam dış borç stokunun GSMH' ya oranı 1996 yılından itibaren %40' ın üzerine çıkmış, 2001 krizinden önce de kritik eşik olan %50' nin azda olsa üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik:14

Arjantin Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2002)



Kaynak: World Bank, <http://search.worldbank.org>

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DIŞ BORÇLANMA ve FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİNİN TÜRKİYE ANALİZİ

30. 1994-2001 Krizleri ve Dış Borç Kırılganlık Göstergeleri

24 Ocak İstikrar Programıyla Türkiye liberal politikalar izleyerek ekonomisini dışa açmış ve ihracata ağırlık vererek ihracata dayalı büyüme politikası benimsemiştir. İlk aşamalarında ihracata dayalı büyüme politikası başarılı sayılabilecek sonuçlar vermiştir. 1980-1988 yılları arasında toplam ihracatın milli gelire oranı %4.1'den %13.3'e çıkmıştır. Toplam ithalat oranı yükselmiş fakat yükseliş ihracattan düşük düzeyde olmuştur. Dış açıkların milli gelire oranı aynı dönemde %7'den %1'e inmiştir.

1982-1990 dönemi içerisinde dış borçlar yaklaşık 2.5 kat artmıştır. 1989 sonrasında dış borçlar artmaya devam etmesine karşın milli gelir içerisindeki payları düşüş göstermiştir. Burada Hazinesinin dış borç ödemeleriyle dış borçları sınırlandırması kredibilitenin artmasına ve dış borç servisine olumlu etkide bulunmuştur.

Takip eden yıllarda Türkiye ekonomisi yüksek enflasyon, yüksek bütçe açıkları, ulusal paranın hızlı değer kaybı ve sürekli cari açıklara maruz kalmıştır. 1994 krizi ve 1998-1999 Rusya krizi ile 1999 yılındaki iki deprem Türkiye ekonomisinde derin izler bırakmıştır.

1990-2000 döneminde kamu sektörü borçlanma gereği artmış ve 1993 yılında doruk noktaya ulaşmıştır. Yerel yönetimler, döner sermayeli kuruluşlar, kamu iktisadi teşebbüsleri ve fonlar açıklarını finanse etmek için dış borçlanmaya başvurmuş ve Türkiye 1994' den itibaren borçlarını ödemede zora düşmüştür. Eski borçların birikimi, yeni borçların borç servislerini ödeyememe ve yeterli miktarda borç alamama sebebiyle Türkiye

zor günler geçirmiştir. Etkinsiz dış borçlanma nedeniyle bütçe açıkları kapatmada iç borçlar kullanılmıştır¹⁶⁸.

Türkiye 1989 yılındaki sermaye hesabı liberalizasyonunun ardından 1994'ün ilk çeyreğine kadar büyük ve artan mali ve dış dengesizliklere maruz kalmıştır. Bu dönemde reel döviz kurundaki değer artışı da %20'nin altına inmemiştir. Oldukça yüksek olan ve yükselmeye devam eden kamu kesimi borçlanma gereğine karşın finansal cephede önemli politik hatalar yapılmıştır. Hazine kâğıtlarının faizlerinde indirim yaparak yüksek oranlı kamu borç stokunu azaltmaya gidilmiştir. Kısa vadeli Hazine bonosu ihaleleri peş peşe iptal edilmiş ve Hazine, Merkez Bankası avanslarına bel bağlamıştır. 1994 bütçesinde herhangi bir daralmaya gidilmemesi finansal sektörde endişelerin artmasına neden olurken ülkenin kredi derecesi uluslar arası bazı büyük kuruluşlarca düşürülmüştür. 1992-93' de ağır off-shore borca ve temelde TL ağırlıklı varlığa sahip ticari bankalar açık döviz pozisyonlarını kapatmak amacıyla döviz alımlarını hızlandırmışlardır. Merkez Bankası yerli parayı korumak ve döviz rezerv kayıplarını önlemek amacıyla bankalar arası para piyasasına müdahale etmiş ve gecelik faiz oranlarını rekor düzeylere çıkartmıştır. Merkez Bankası ticari bankalara döviz satarak rezerv kaybederken Merkez Bankası'ndan yüksek fiyatla döviz satın alabilen ticari bankalar da yerleşiklerin döviz mevduatlarını çekmesiyle kendi rezervlerini kaybetmeye başlamıştır. Merkez Bankası tarafından Hazineye verilen nakit avanslar şeklinde kamu sektörüne kredi sağlanarak likidite yaratılması ve 1994 yılının ilk çeyreğinde toplam döviz rezervlerinde düşüşlerin yaşanması neticede 1994 Ocak ayında 15.000TL/\$ olan paritenin Nisan 1994'de iki kattan fazla artarak 35.000TL/\$'a çıkmasına yol açmıştır¹⁶⁹.

1994 krizinin en belirgin özelliği yoğun bir finans kriziyle ortaya çıkmış olmasıdır. Bankacılık kesimi, banka dışı özel kesim ve hane halkı borçlu durumdadır. Bu borçlar içindeki dış borçların ödenmesinde iç borçlanmaya gidilmesi Türkiye'yi büyük bir iç borç baskısı altına almıştır. Kamu kesiminde meydana gelen aşırı borçlanma ve borcun sürdürülemezliği krizle kendisini göstermiştir¹⁷⁰.

¹⁶⁸Veli Yilanci ve Burcu Özcan, "External Debt Sustainability of Turkey: A Nonlinear Approach", *International Research Journal of Finance and Economics*, (20), (2008), s.92-93.

¹⁶⁹Oya Celasun, "The 1994 Currency Crisis in Turkey", The World Bank Policy Research Working Paper, No: 1913(1998), <http://ssrn.com/abstract=615008> (Erişim: 14.06.2009).

¹⁷⁰Seyidoğlu ve Yıldız, s.245.

Bütün bu açıklamalar 1994 krizinin kendisini öncelikle finansal alandaki bozulmalarla ortaya çıkardığını göstermektedir. Uygur(1995)'a göre kriz öncelikle finans sektöründe ortaya çıkmıştır. Artan cari açığa karşılık döviz kurları rezerv satışlarıyla baskı altına alınmaya çalışılmış fakat döviz kurunun mevcut düzeyinin korunamayacağına dair olumsuz beklentiler döviz talebini hızla arttırarak istikrarsızlığa yol açmıştır. Eşiyok(2004)' a göre de 1994 krizinin nedeni 1989 yılından itibaren her tür sermaye hareketinin serbestleştirilmesi ve bunun sonucunda makro ekonomik dengelerde ortaya çıkan olumsuz etkilerdir. Sonuçta yaşanan kriz bir finansal sektör krizi şeklinde ortaya çıkmıştır.

1994 yılının başında yaşanan krizle Türkiye ekonomisi daralma sürecine girmiştir. GSYH %5' ten fazla düşmüş, enflasyon oranı yaklaşık %150' ye fırlamış ve işsizlik rakamı 600.000' e çıkmıştır. 1994' ün sonlarında dış borç stoku, GSYH' nin %50' sine denkti. 1995' de GSYH oranları iyileşmiş ve krizin etkileri nispeten giderilmiştir. Ancak 1997' nin ortalarında krizin yansımaları hala hissediliyordu. Yıllık bazda enflasyon oranı %85-90 arasında seyretmişti ve bu oran OECD ülkelerinin içerisinde en yüksek düzeydir. Dış ticaret açığı 20 milyar dolara ve kamu kesimi borçlanma gereği GSYH' nin %7' sine ulaşmıştır¹⁷¹.

Aralık 1999' da "Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı" uygulaması ile döviz kuru nominal çapa olarak kullanılmıştır. Fakat bankacılık sistemi bu rejimi uygulayamayacak kadar zayıftı. Bu durum Türk Lirası' nın aşırı değerlenmesine, cari hesaplar açığının büyümesine ve finansal sistemin dış şoklara karşı kırılanlaşmasına neden olan açık döviz pozisyonunun artmasına yol açmıştır. Diğer yandan vade uyumsuzlukları bankaların faiz oranlarına karşı hassasiyetini arttırmış, Kasım 2000 ve Şubat 2001' deki şiddetli bankacılık ve para krizleri uluslar arası rezerv ve yüksek sermaye kayıplarıyla, iflaslarla ve ödenmeyen borçlarla sonuçlanmıştır¹⁷². Bu krizlerin arkasında temel olarak kırılan bankacılık sektörünün yattığı söylenebilir. Kasım 2000' de bankacılık sektöründe ortaya çıkan yolsuzluklar bankacılık sektörüne duyulan güveni azaltmıştı. İnsanlar paralarını bankalara yatırmak yerine yastık altına koyduklarından bankacılık sektörü mali güçlüğü

¹⁷¹ Erinç Yeldan, "On Structural Sources of the 1994 Turkish Crisis: a CGE Modelling Analysis", **International Review of Applied Economics**, 12(3), (1998), s.397.

¹⁷² Nur Keyder, "The Story of a Stabilization Effort: Turkey (2000-2002)", **Economic Research Center Working Papers in Economics**, 03(05), (2003).

düştü. Bu olumsuz ortamı gören yabancılar sermayelerini yurtdışına çıkarmaya başlamış ve Merkez Bankasından 27-28 Kasım’ da 3 milyar dolar çekilmiştir. Uluslar arası rezervlerde meydana gelen ve önlenemeyen kalıcı düşüş krizin önemli bir nedenidir.

2000 yılının ilk üç çeyreğinde faiz oranlarıyla sermaye akımları arasında iyi bir denge mevcuttu. Sermaye akışı faiz oranlarının düşmesine yardımcı olmuş fakat yine de uluslar arası arbitraj fırsatı yaratacak kadar yüksek düzeyde kalmıştır. Sonuçta özel sermaye girişi ve büyük ölçekteki Hazine dış borçlanması artan cari işlemler açıklarını karşılamaşının yanında uluslar arası rezervlerin programın hedeflerini aşarak yaklaşık 24 milyar dolara ulaşmasını sağlamıştır. Kamu borçlarının bu şekilde iç piyasalardan dış piyasalara yönelmesi, döviz kuru çapası ve sıkı maliye politikalarıyla risk değerlerindeki düşüş faiz oranlarının da düşmesine destek olmuştur. 2000 yılının ilk 10 ayında 12.5 milyar dolar net sermaye girişi nedeniyle ülke ekonomisi iyi bir durumdaydı. Sermaye aylık cari açığı ve yerleşiklerin ülkeden çıkışlarını finanse etmesinin yanında rezervleri de arttırmıştır. Bu sermayenin %90’ ı borç yaratan uluslar arası yabancı bono ihracıdır ve banka kredileri borçların %80’ ini oluşturmuştur. Yerleşik olmayanların ulusal parayla yapılan yatırımlar ve verilen borçlarda küçük bir paya sahip olması nedeniyle kur riskleri büyük ölçüde borcu alanlar tarafından karşılanmıştır. Bu risklerin önemli bir kısmı ticari bankalara aittir. İstikrar programının uygulanmasından hemen önce hükümet bankaların açık döviz pozisyonlarının üst sınırını öz sermayelerinin %20’ sine kadar düşürmüştür. Bankalar bu sınırı merkez bankasındaki mevduat munzam karşılığının %8’i oranında arttırabileceklerdi. Munzam karşılıkları açık pozisyonları karşılamak amacıyla Haziran 2000’ de %100’ e çıkmıştır. Bankaların açık pozisyonları Kasım 2000’ de 22 milyar dolara çıkmış ve 2001’ in sonlarında 12 milyar dolara düşmüştür¹⁷³.

2000 yılında para değerinde meydana gelen artış ve petrol fiyatlarındaki yükselmeyle birlikte ithalat %35 büyümüş, ihracat büyümesi ise %7’ lerde kalmıştır. Ticaret açığı iki kat artarak 20 milyar dolara çıkmış, bu nedenle cari işlemler açığı daha önce görülmemiş bir orana(GSYH’ nın %5’ ine) ulaşmıştır¹⁷⁴.

¹⁷³ Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav, “The Making of the Turkish Financial Crisis”, **World Development**, 3(39), (2003), s.1549.

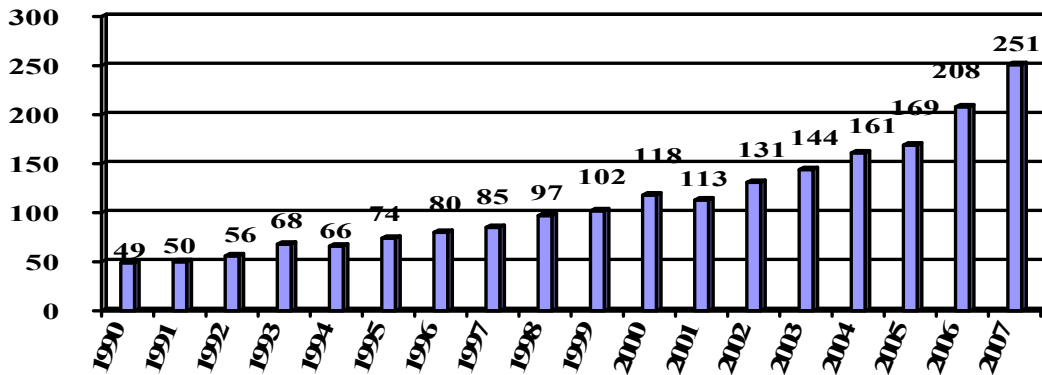
¹⁷⁴ Akyüz ve Boratav, a.g.m., 1554.

19 Şubat 2001’ de Cumhurbaşkanı ve başbakan arasında Milli Güvenlik Kurulunda gerçekleşen sert tartışmalar kasım krizinin etkileri giderilmemişken mali piyasaları bir kez daha vurmuştur. Türk lirasından kaçış artarak büyük boyutlara ulaşmış ve yabancı yatırımcılar piyasadan kaçarken bankalar ve tasarruf sahipleri döviz alımına yönelmişlerdir. Bunun sonucu olarak Merkez Bankası rezervleri 5.3 milyar dolar azalmıştır. Bankalararası Para Piyasasında gecelik faizler %7500’ e çıkmış, Hazine %144 faizle borçlanmıştır¹⁷⁵.

1990-2000 döneminde dış borç stoku yaklaşık 2,5 kat artarak 49,1 milyar dolardan 118,3 milyar dolara çıkmıştır. 1990 yılından 1994 kriz yılına kadarki dönemde dış borç stokunda %35 oranında artış gerçekleşmiştir. Başka bir kriz yılı olan 2001 yılında aynı yıla göre dış borç stoku yaklaşık %57 artmıştır.

Grafik:15

Türkiye Toplam Dış Borç Stoku Gelişimi (1990-2007)



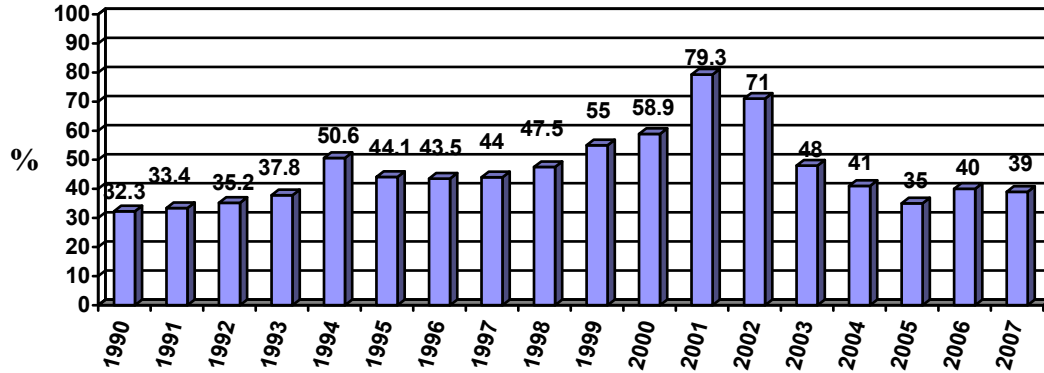
Kaynak: World Bank Global Development Finance, <http://search.worldbank.org>

1999 IMF istikrar programı enflasyon hedefine göre Türk Lirasının devalüasyonu için bir döviz kuru ayarlaması öngörüyordu. Enflasyon hedefleri gerçekleştirilemez olduğundan Türk Lirası 2000 yılı süresince aşırı değerlenmiştir. Bu durum bankaların kısa vadeli dış borçlarının yaklaşık %28 oranında artmasına yol açmıştır. Devlet dış borçları kısıtlamak için ciddi girişimlerde bulunmadığı gibi dış pozisyonu için gerekli rezerv ihtiyacı sebebiyle

¹⁷⁵ Seyidoğlu ve Yıldız, s.255

önceden belirlenmiş borç tavanını genişletmiştir. 1998 yılında toplam dış borçların GSMH' ye oranı %47 iken 2000 yılının sonunda bu oran %59' a yükselmiştir¹⁷⁶.

Grafik:16
Türkiye Dış Borç Stoku/GSMH Oranı(1990-2007)



Kaynak: World Bank Global Development Finance 1994, 2004, World Bank World Debt Tables 1994, <http://search.worldbank.org>

Türkiye' nin borçlanması altında yatan temel neden kalkınmayı hızlandırabilmek için yatırım yapma gereğidir. Finansmanın dış borçlanmayla yapılmasının temel nedeni Türkiye' ye yabancı sermaye yatırımının yeteri kadar gelmemesi ve yabancıların Türkiye' de uzun vadeli yatırımlara girmek yerine Türkiye' ye borç verip kısa dönemde yüksek getiri elde edip gitmek istemeleridir¹⁷⁷. Bu amaçla yapılan uzun vadeli özel ve kamu kesimi dış borçlarının gelişimi Grafik-15' de verilmiştir. 1990' dan 2001' e kadar olan süreçte toplam uzun vadeli dış borçlar içerisinde özel sektörün payı giderek artmış, kamu kesimi dış borçları ise 1996 ve 1997 yılları dışında sürekli olarak yükselmiştir. Kamu kesimi dış borç tutarı özel sektör dış borcuna göre yüksek miktarlarda seyretmiş fakat 1990' lı yılların ortalarından itibaren özel sektör dış borcunun payı büyümüştür. 2000 yılından sonra kamu kesimi dış borçlarında fazla bir değişiklik olmazken özel sektör borçları 2006 yılından itibaren kamu borçlarının üzerine çıkmıştır. 2007 yılında ABD' de ortaya çıkan ve dünya ekonomisini etkileyen mortgage krizi öncesinde Türkiye' de özel sektör borçları ilk kez kamu sektörü borcunun üzerinde gerçekleşmiş, 2006 ve devam eden yıllarda artışını sürdürmüştür. 2008 yılında özel borçlarımız kamu sektörü borcunun

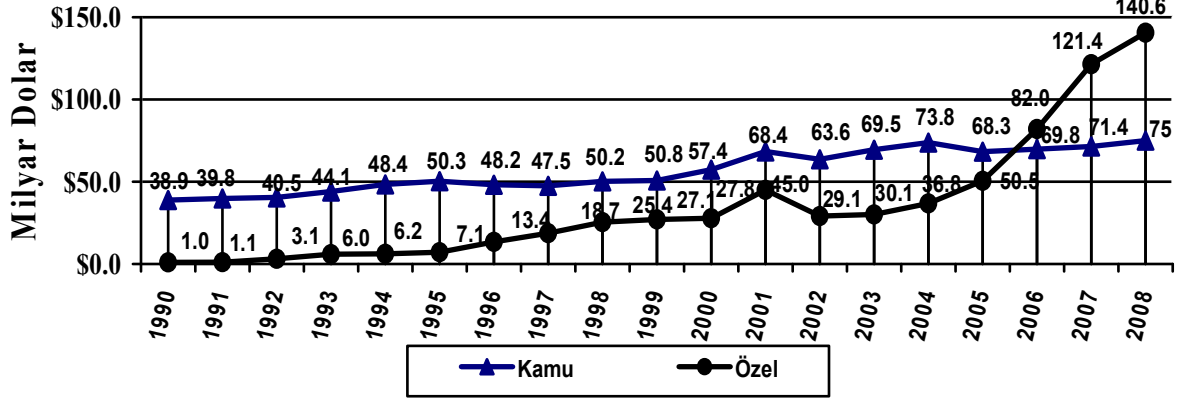
¹⁷⁶ Mathieu Dufour ve Ozgur Orhangazi, "The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?", Munich Personal RePEc Archive, No: 7987, (Mart 2008), s.8-9.

¹⁷⁷ Mahfi Eğilmez, "Türkiye' nin Borçları", **Radikal Gazetesi**, 02.12.2001.

neredeysi iki katına ulaşmıştır. Kriz sonrası yıllarda oranda olumlu gelişmeler yaşanmış ve Türkiye bu gösterge açısından çok borçluluk durumundan çıkmış, ekonomiye zarar verecek boyutların altına inmiştir.

Grafik:17

Türkiye Uzun Vadeli Kamu ve Özel Kesim Dış Borcu(1990-2008)

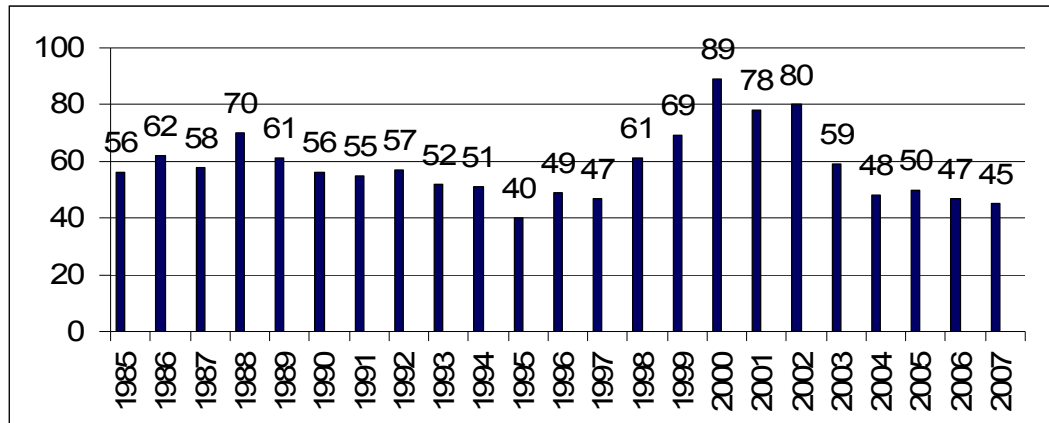


Kaynak: World Bank Global Development Finance Country Tables 1998-2002, <http://search.worldbank.org>.

Dış borç servisi/ihracat oranı açısından değerlendirildiğinde Türkiye' nin bütün yıllarda kritik eşik(%30) üzerinde olduğu görülmektedir. 1994 krizi öncesinde de yüksek olan oran 2001 krizi öncesinde tavan yapmıştır. Bu bağlamda değişkenin krize olumsuz etki yaptığı söylenebilir. 2007 yılı verileri ülkemizde bu oran açısından, çok büyük boyutlarda olmasa da, hala sorun olduğunu göstermektedir.

Grafik:18

Türkiye Dış Borç Servisi/İhracat Oranı(1985-2007) (%)

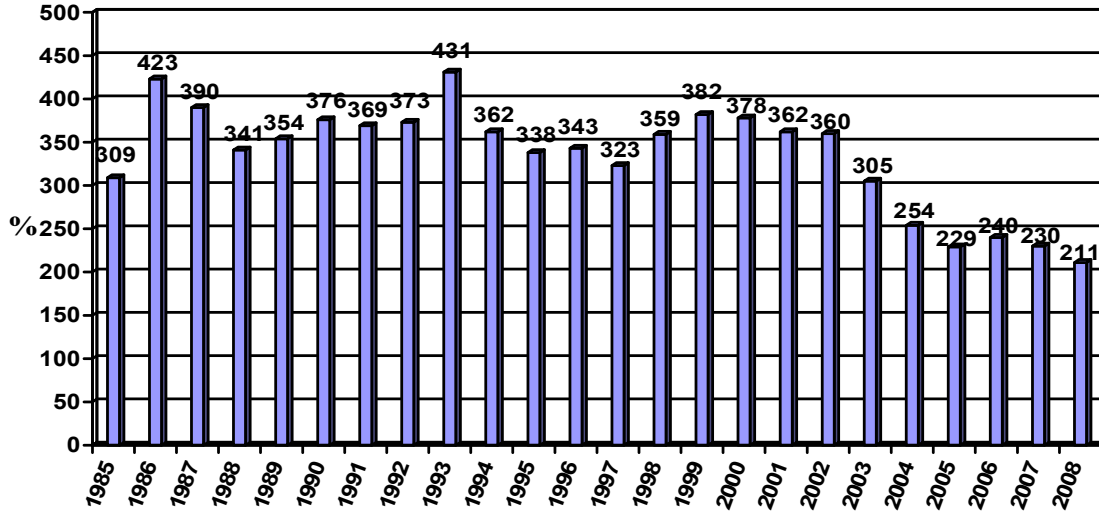


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, DPT, DİE, TCMB.

Dış borç stoku/İhracat oranı 2004 yılından önce ülke ekonomisinin kırılgan yapıya sahip olduğunu gösteren %275 değerinin üstünde seyretmiştir. Oran, 1994 krizi öncesinde tavan yapmıştır ve 2001 krizi öncesinde de diğer yıllara göre yüksektir. 2001 krizi sonrasında göstergenin diğer yıllara göre düzelmeye başladığı görülmektedir. 1994 yılına kıyasla 2008’ de bu oran yaklaşık %42 azalarak %211 düzeyine gerilemiştir.

Grafik:19

Türkiye Dış Borç Stoku/İhracat Oranı(1985-2007)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, DPT, DİE, TCMB.

Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’ de krizin gelişim sürecini özetlemek gerekirse; özel yabancı fon girişi hız kazanır ve bu girişler genellikle borçlanma şeklindedir. Bu hızlı borçlanma genellikle finansal serbestleşme sonrasında veya nominal döviz kurunun belirli bir kurala göre önceden belirlenmesinin ardından yaşanır. Sonrasında parasal genişleme, talep patlaması, enflasyon artışı, ulusal paranın reel anlamda değer kazanması ve ithalatta meydana gelen artış birbirini izlemektedir. Borçlanma şeklindeki yabancı kaynak girişi, programın yürütülmesinden duyulacak en küçük bir şüphede, ekonomiyi finansal kaynaklı bir krize sürüklemektedir¹⁷⁸. Nitekim ülkemizdeki krizlerde de finansal serbestleşmeyle döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması ve yüksek borçlanma önemli rol oynamıştır.

¹⁷⁸ Eroğlu ve Albeni, a.g.e., s.208.

32. Türkiye’ de Dış Borç-Kriz İlişkisinin Analizi

Bu çalışmada, 1989:Q1 – 2008:Q4 üçer aylık dönemler itibariyle Türkiye’de 5 Nisan 1994 ve Şubat 2001 finansal krizleri ile dış borç stoku arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda; zaman serisi şeklinde olan bağımsız değişkenlerin mevsimsel dalgalanma içerip içermedikleri ve durağanlıkları incelenmiştir. Bu analizlerin yanı sıra kriz kuklası şeklinde tanımlanan bağımlı değişken ile krizleri açıklayacağı düşünülen bağımsız değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Granger Nedensellik Testi ile incelenmiştir. Son olarak da bağımlı değişkeni kriz kuklası değişkeni olan Logit Modeli kullanılarak çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerin Türkiye’de yaşanan Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizleri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Burada nihai logit modelin elde edilmesinde Geriye Doğru Tahmin Yöntemi kullanılmıştır.

1980 öncesinde dışa kapalı, ithal ikamesine dayanan, sabit kur rejiminin izlendiği bir yapıda olan Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 Kararları ile finansal liberalizasyonu ve ihracata yönelik sanayileşme stratejisini başlatarak, döviz kuru ve faiz politikalarına reform düzeyinde değişikliklere gidilmiştir. 1989 yılında da döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılarak tam liberalizasyon sağlanmıştır¹⁷⁹. Bu nedenle de çalışmada veri dönemi 1989 yılı ile başlamaktadır.

Türkiye’de yaşanan finansal krizler üzerinde dış borç stokunun tetikleyici rol oynadığı varsayımından hareket ederek oluşturulan modelde dış borç stoku miktarının GSYH içindeki payı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Ayrıca dış borç stokunun ihracata oranı, kısa vadeli borç stokunun dış borç stokuna oranı, iç borç stokunun GSYH içindeki payı ile Merkez Bankası (MB) brüt rezervlerinin dış borç stokuna oranı değişkenleri de yaşanan finansal krizler üzerinde etkili olduğu varsayımından hareket ederek bu değişkenlerinde finansal krizler üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Yukarıda ifade edilen bağımsız değişkenlerin tümü bir oran olduğu için birimsizdir. Ancak bu oranları oluşturan değişkenler Türk Lirası(TL) cinsinden ölçülmektedir.

¹⁷⁹ Mert Ural, “Finansal Krizler ve Türkiye”, **D.E.Ü.İ.B.F. Dergisi**, 18(1), (2003), s. 11–28.

Finansal krizlerin nedeni olarak tanımlanan oranlardan dış borç stokunun GSYH'ye oranı, dış borç stokunun ihracata oranı, kısa vadeli borç stokunun dış borç stokuna oranı ve iç borç stokunun GSYH oranı arttığında finansal krizleri tetiklemektedir. Buna karşın MB brüt rezervlerinin dış borç stokuna oranı ise azaldığında finansal krizleri tetiklemektedir. Aşağıda ortaya koyduğumuz hipotez çerçevesinde kurulan ekonometrik model (3.1)'de verilmiştir.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + u_t \quad (3.1)$$

(3.1.)' de Y kriz kuklası olup kriz dönemlerinde 1(bir) diğer durumlarda ise 0(sıfır) değerini almaktadır. Kriz dönemleri olarak 1994:Q1, 1994:Q2, 2001:Q1 ve 2001:Q2 dönemleri belirlenmiştir. X1, X2, X3, X4 ve X5 açıklayıcı değişkenleri sırasıyla Dış Borç Stoku/GSYH, Dış Borç Stoku/İhracat, Kısa Vadeli Borç Stoku/Dış Borç Stoku, İç Borç Stoku/GSYH ve MB Rezervleri/Dış Borç Stoku' dur.

Çalışma kapsamında analizlere konu olan bağımlı ve bağımsız değişkenler için 1989 – 2008 dönemini içeren üçer aylık veriler kullanılmıştır. Veriler Türkiye İstatistik Kurumu(TÜİK)' nun ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın resmi internet sitelerinden sağlanmıştır. Ekonometrik analizlerin yapılması işleminde E-Views 5.1 paket programı kullanılmıştır.

Çalışmada GSYH, harcamalar yöntemiyle elde edilmiş ve cari fiyatlarla ölçülmüştür. Ayrıca diğer değişkenlerde de reelleştirme işlemine gidilmemiştir. Bunun nedeni ise analizlerde değişkenlerin birbirlerine olan oranlarının kullanılmasıdır.

Çalışmanın uygulama aşaması üç adımdan oluşmaktadır. Birinci adımda çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerin birer zaman serisi olmasından ötürü zamana göre değişimleri grafiksel olarak incelenmiştir. Bu aşamada serilerin mevsimsel dalgalanma gösterip göstermedikleri Mevsimsel Yığılım Doğrusu(Seasonal Stacked Line) ile araştırılmıştır. Ayrıca değişkenlerin birer zaman serisi olmasından ötürü birim kök içerip içermediği Genişletilmiş Dickey ve Fuller(ADF)(1981) birim kök testi ile test edilmektedir.

İkinci adımda, tüm değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Granger Nedensellik Testi ile incelenmiştir. Granger Nedensellik Testinin uygulanabilmesi için öncelikle Vektör Otoregresif Regresyon(VAR) modelleme süreci ile uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir.

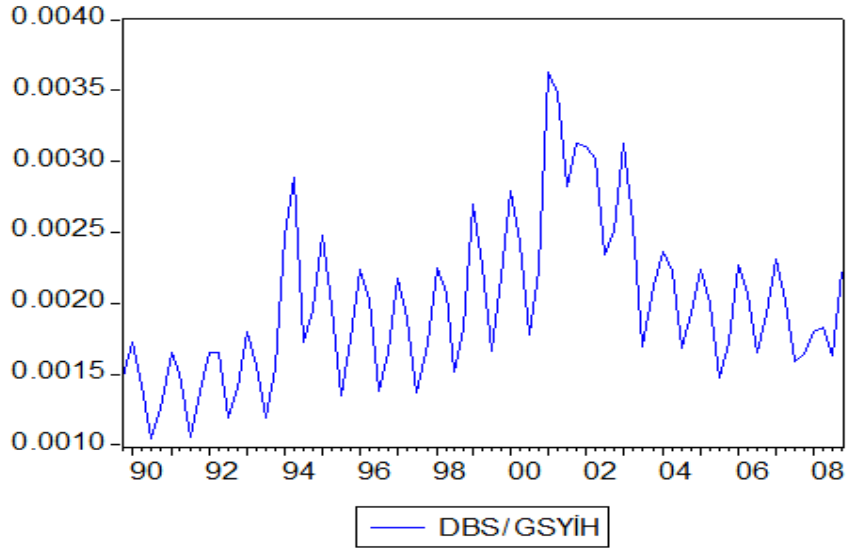
Üçüncü ve son adımda ise çalışmada bağımsız değişkenler olarak belirlenen Dış Borç Stoku/GSYH, Dış Borç Stoku/İhracat, Kısa Vadeli Borç Stoku/Dış Borç Stoku, İç Borç Stoku/GSYH ve MB Rezervleri/Dış Borç Stoku değişkenlerinin 1994 ve 2001 krizleri üzerindeki etkileri Logit Regresyon Analizi ile incelenmiştir.

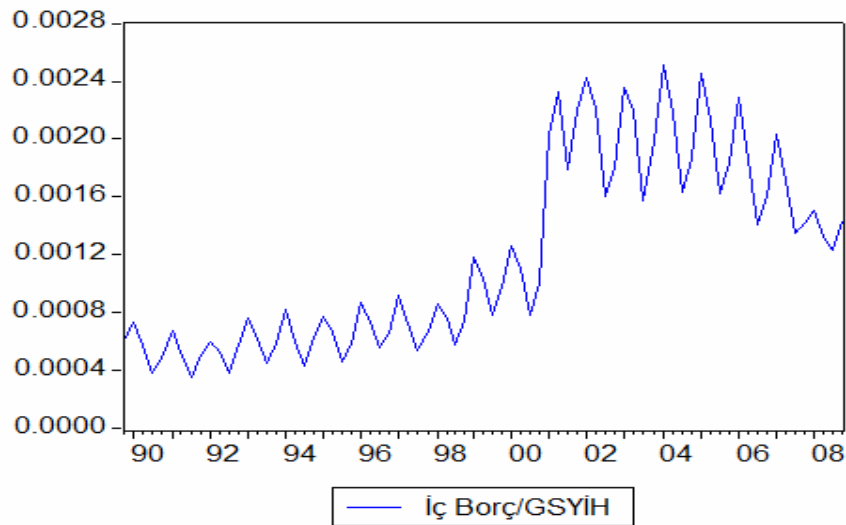
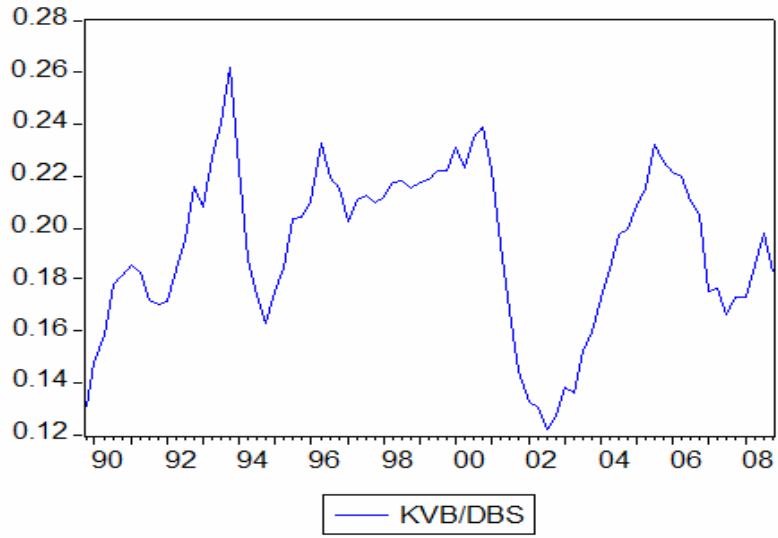
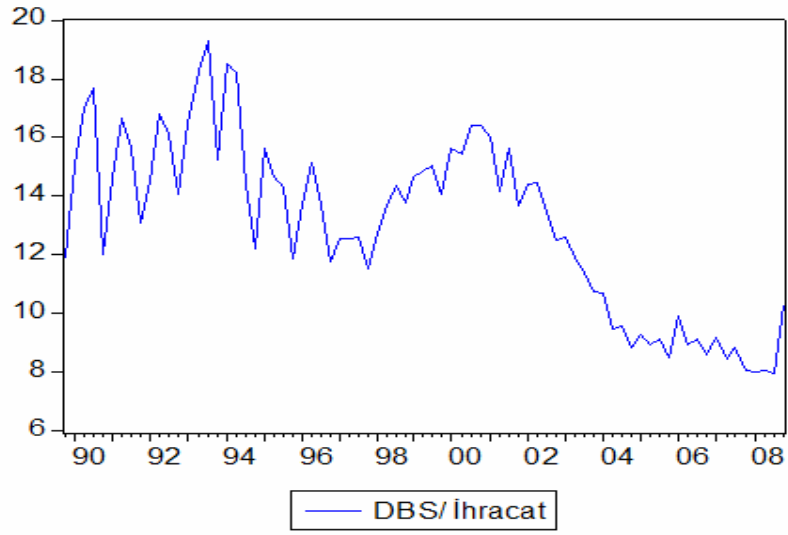
320. Zaman Serilerinin Durağanlıklarının İncelenmesi

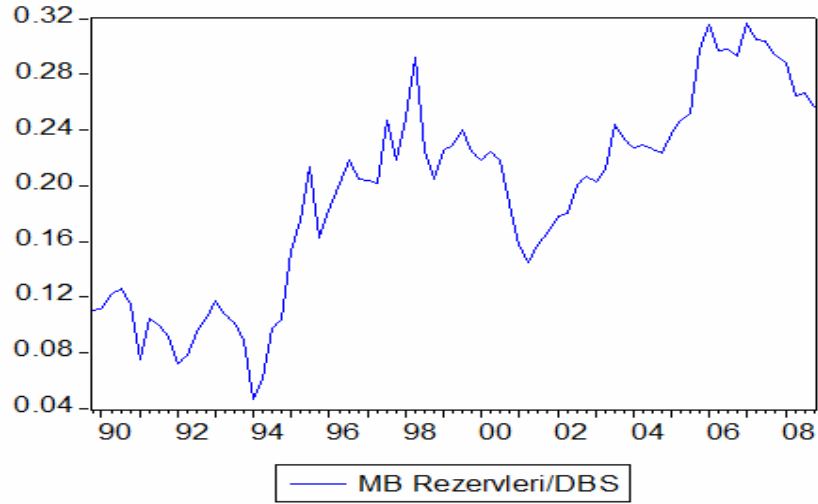
Çalışmanın amacı ve bu amaç doğrultusunda kurulan ekonometrik model çerçevesinde kullanılan değişkenlerin zaman serisi olmalarından dolayı analizlere ilk olarak değişkenlerin orijinal hallerinin zamana göre grafiklerinin incelenmesi ile başlanmaktadır. Grafik 20' de değişkenlerin orijinal hallerinin zamana göre değişimleri görülmektedir.

Grafik:20

Orijinal Serilerin Grafikleri



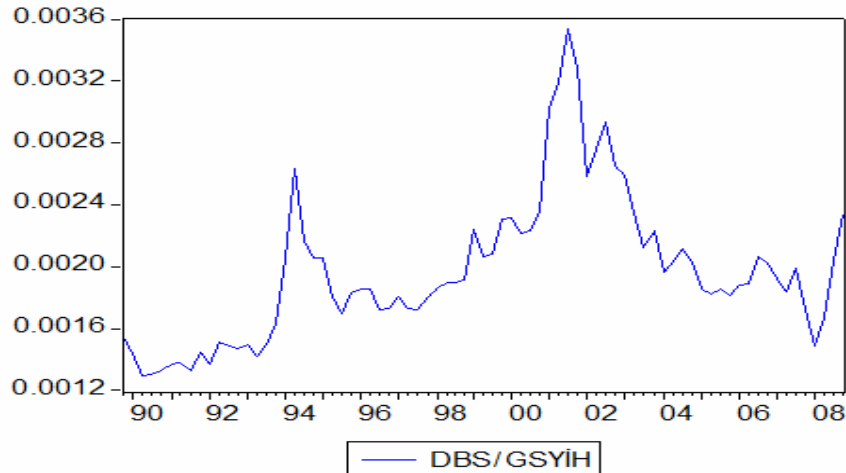


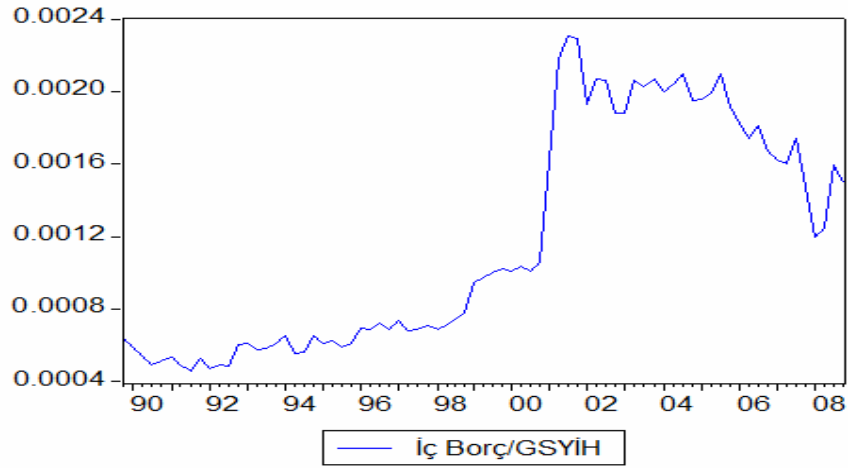
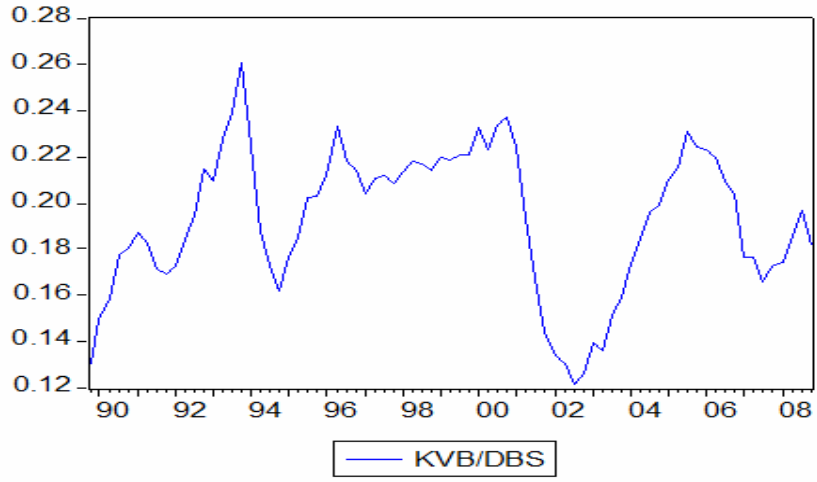
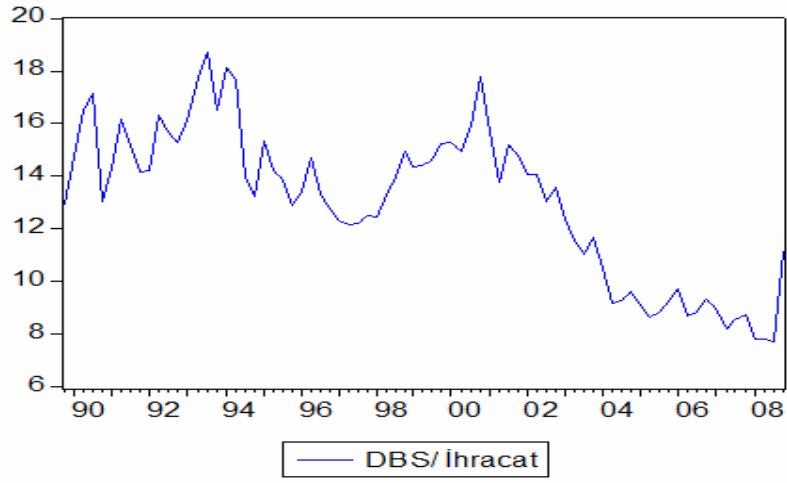


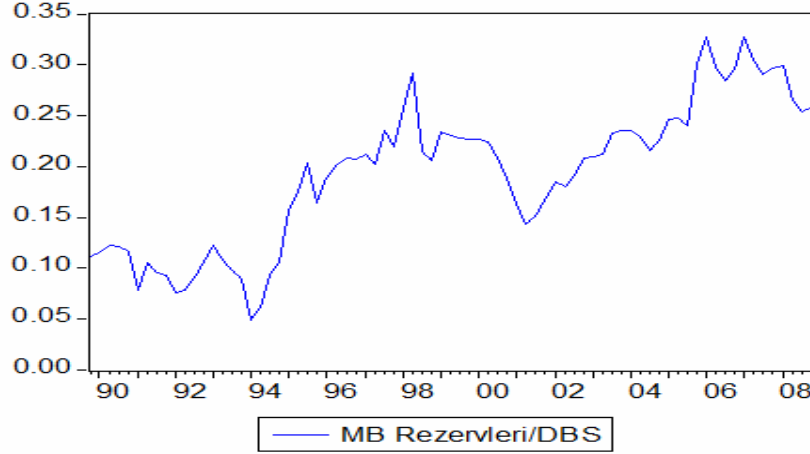
Grafik 20 incelendiğinde; KSV/DBS ve MB Rezervleri/DBS değişkenleri dışındaki değişkenlerde mevsimsel dalgalanma açıkça görülmektedir. KSV/DBS ve MB Rezervleri/DBS değişkenlerinin Mevsimsel Yığılım Doğrusu(Seasonal Stacked Line) incelendiğinde bu değişkenlerin de mevsimsel dalgalanma gösterdiği tespit edilmiştir. Çalışmaya konu olan bağımsız değişkenlerin tümünün mevsimsel dalgalanma göstermesinden dolayı değişkenlere ait zaman serilerinde mevsimsel düzeltmeye gidilmektedir. Bu amaçla bütün değişkenlerde hareketli ortalamalar yöntemi ile mevsimsel düzeltme işlemi yapılmaktadır. Mevsimsel düzeltme yapılan serilerin grafikleri Grafik 21’de verilmiştir.

Grafik:21

Mevsimsel Düzeltmesi Yapılmış Serilerin Grafikleri







Grafik 23 incelendiğinde; analiz edilen tüm değişkenlerin çalışmaya konu olan 1994 ve 2001 kriz dönemlerinde kırılma gösterdiği görülmektedir.

Zaman serileri ile yapılan bir çalışmanın en önemli noktası durağan olmayan serileri durağan hale getirmektir. Aksi halde değişkenler arasındaki ilişki sahte çıkabilmektedir. Ayrıca zaman serileri verileri kullanılarak elde edilen regresyon modelleri ile öngörüler yapılmakta ve eğer zaman serileri verileri durağan değilse bu öngörülerin ne derece geçerli olduğuna şüpheyle bakılmaktadır. Dolayısıyla ikinci olarak serilerin durağanlıkları test edilmektedir.

Zaman serilerinde birim kökü veya serilerin durağanlığını test etmekte değişik metotlar kullanılmaktadır. Bunlardan pratikte en çok kullanılanı parametrelerin en küçük kareler tahmin edicisinin birim kök varsayımı altındaki dağılımına dayanan Dickey – Fuller (DF) yöntemidir. DF Birim Kök testleri zaman serilerinin birim kök içerip içermediğini sınamak için geliştirilen ilk biçimsel testtir. DF birim kök testleri, süreç birim köke sahipse ve bu durum fark alma işlemi ile ortadan kaldırılıbiliyorsa uygulanmaktadır.

Birinci dereceden bir otoregresif zaman serisi modeli, $e_t \sim WN(0, \sigma^2)$ olmak üzere

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t \quad (3.2)$$

şeklinde verilsin. Bu denklemin birinci dereceden farkını almak için eşitliğin her iki tarafından bir dönem önceki değer çıkarıldığında

$$\begin{aligned}
Y_t - Y_{t-1} &= \rho Y_{t-1} - Y_{t-1} + e_t \\
\Delta Y_t &= (\rho - 1)Y_{t-1} + e_t
\end{aligned} \tag{3.3}$$

elde edilmektedir. Eğer $\beta = \rho - 1$ olarak tanımlandığında (3.3) eşitliği

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + e_t \tag{3.4}$$

olmaktadır. (3.2) modeline göre $H_0: \rho = 1$ hipotezinin test edilmesi yerine $H_0: \beta = 0$ hipotezinin test edilmesi yeterli olmaktadır. Burada (3.2) de verilen zaman serisi $\rho = 1$ yokluk hipotezi altında durağan değildir.

Durağan olmayan zaman serileri için $H_0: \rho = 1$ hipotezinin testinde kullanılan t – istatistiğinin dağılımı negatif olarak sola çarpıktır. Bunun sonucu olarak sol uçtaki kritik değerler, geleneksel Student – t dağılımından daha küçük olabilmektedir. Dağılımın standart – t dağılımı olmadığında limit dağılımı aşağıdaki DF birim kök testinde kullanılan ve sırasıyla verilen sabit terimsiz, sabit terimli ve sabit terimli trendli regresyon modelleri için

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + e_t \tag{3.5}$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + e_t \tag{3.6}$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma t + \beta Y_{t-1} + e_t \tag{3.7}$$

sırasıyla $\tau, \tau_\mu, \tau_\gamma$ olmaktadır.

Serinin durağan olup olmadığını test etmek için yani $H_0: \rho = 1$ veya $H_0: \beta = 0$ hipotezinin test edilmesi istendiğinde hesaplanan $\hat{\rho}$ veya $n(\hat{\beta} - 1)$ istatistiğinin değeri kritik değerlerden küçük ise yokluk hipotezi red edilmektedir. Yani Y_t serisi durağan olmaktadır.

Verilen herhangi bir AR(p) serisinin AR(1) olarak modellenmesinde hata terimlerinde otokorelasyonlara sebep olmaktadır. Bu sorunu gidermek amacıyla Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) birim kök testi önerilmektedir. Yani, verilen herhangi bir serinin durağanlığını araştırmak için DF testinin kullanılması başlangıçta geçersiz olmaktadır. Çünkü e_t lerin beyaz gürültü süreci olması varsayımı bozulmaktadır. Fakat verilen bir birim köklü herhangi bir $X_t \sim \text{AR}(p)$ (veya ARMA(p,q)) serisi için de DF testi uygulanmaktadır. Bu durumda da verilen bir Y_t serisinin

$$\Delta Y_t = \alpha_1 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta Y_{t-i} + e_t \quad (3.8)$$

şeklinde yazılması durumunda $H_0: \{Y_t \text{ serisi birim köklüdür}\}$ yokluk hipotezi $H_0: \alpha_1 = 0$ hipotezinin test edilmesi ile aynı olacaktır. Bunun için Y_t 'nin $Y_{t-1}, \Delta Y_{t-1}, \Delta Y_{t-2}, \dots, \Delta Y_{t-k}$ üzerine regresyonunun yapılması durumunda Y_{t-1} 'in katsayısı hesaplanır ve

$$\hat{T} = \frac{\hat{\alpha}_1}{s_{\hat{\alpha}_1}} \quad (3.9)$$

test istatistiği (veya τ_{μ}, τ_{τ}) kullanılır. Kritik değerler DF testinde kullanılan değerler ile aynı olacaktır.

ADF testinde önerilen ve bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini içeren sabit terimsiz, sabit terimli ve sabit terimli trendli regresyon modelleri aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^k \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + u_t \quad (3.10)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^k \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + u_t \quad (3.11)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^k \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + u_t \quad (3.12)$$

ADF testinde önemli olan sorun k gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Gecikme sayısı k' nın belirlenmesinde genel kural, “serbestlik derecesini dikkate alacak şekilde nispeten küçük ancak e_t 'deki otokorelasyonun varlığını hesap edecek kadar da büyük olmalıdır” şeklindedir. Gecikme sayısının (k) belirlenmesinde model seçim kriterlerinden

yararlanılmaktadır. En çok kullanılan model seçim kriterleri, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwarz Bayesyen Kriteri (SBC) dir. Her bir k gecikme değeri için AIC veya SBC değerleri hesaplanır. En küçük AIC veya SBC değerine karşılık gelen gecikme uzunluğu seçilir.

DF birim kök testinde verilen herhangi bir AR(p) serisinin AR(1) olarak modellenmesinde hata terimlerinde otokorelasyonlara sebep olduğu ve verilen herhangi bir serinin durağanlığını araştırmak için DF birim kök testinin kullanılması başlangıçta geçersiz olduğu söylenmişti. Bu nedenle çalışmada değişkenlerin durağanlıkları ADF birim kök testi ile incelenmektedir. Değişkenlerin durağanlığı ADF testi ile araştırılmış ve sonuçlar Tablo 8 ve 9’ da verilmiştir.

Tablo:8
Düzeydeki Değişkenler (I[0]) İçin ADF Test Sonuçları

Değişkenler	Model	Gecikme Uzunluğu	ADF Test İstatistiği	Kritik Değer	p - değeri
X1	Model B	0	-1.945203	-2.587409*	0.3103
X2	Model C	0	-3.452336	-3.161982	0.0521
X3	Model B	2	-3.643722	-3.521579	0.0070
X4	Model A	1	-0.120706	-1.613948*	0.6389
X5	Model C	0	-2.470872	-3.161982*	0.3414

A: Hiçbir deterministik trend içermeyen ADF modeli.

B: Sadece sabit terim içeren ADF modeli.

C: Hem sabit terim hem de trend içeren ADF modeli.

* % 10 anlamlılık düzeyinde birim kök bulunmaktadır.

Tablo 8’ de düzeydeki serilere ilişkin ADF birim kök testi sonuçları verilmektedir. X1, X2 ve X3 seriler için birim kök yokluk hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilememektedir. Yani bu seriler düzeyde durağan değildir. Düzeyde durağan olmayan değişkenlerin birinci sıra farkları alınarak durağan olup olmadıkları incelenmektedir. Birinci sıra farklara ilişkin birim kök testi sonuçları Tablo 9’ da verilmiştir.

Tablo:9
Fark Düzeydeki Değişkenler (I[1]) İçin ADF Test Sonuçları

Değişkenler	Model	Gecikme Uzunluğu	ADF Test İstatistiği	Kritik Değer	p -değeri
X1	Model A	0	-7.459393	-2.596160*	0.0000
X4	Model A	0	-6.644186	-2.596160*	0.0000
X5	Model A	0	-8.435314	-2.596160*	0.0000

A: Hiçbir deterministik trend içermeyen ADF modeli.

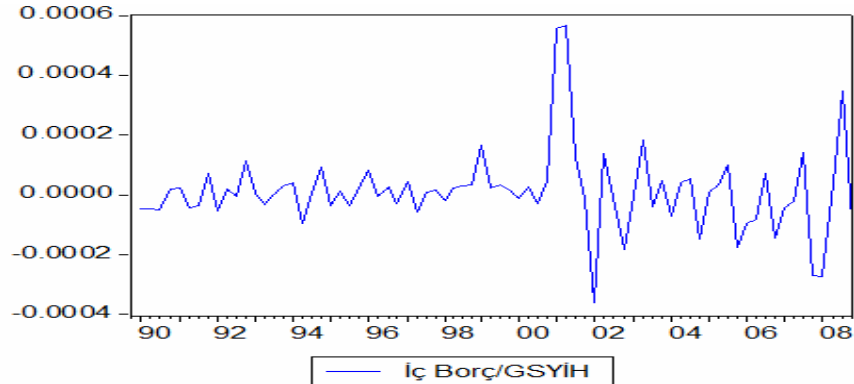
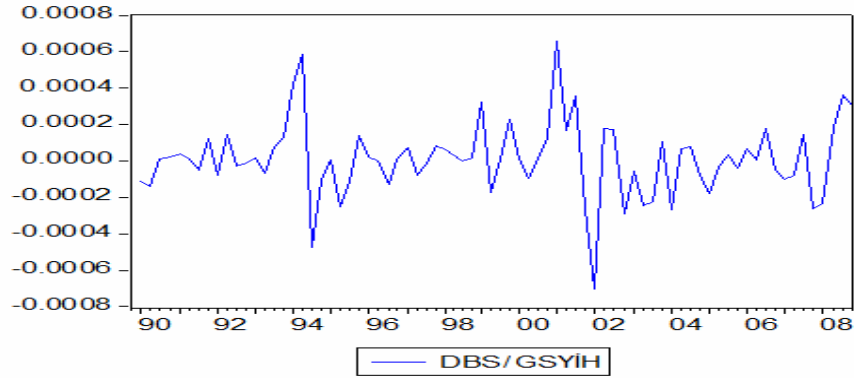
B: Sadece sabit terim içeren ADF modeli.

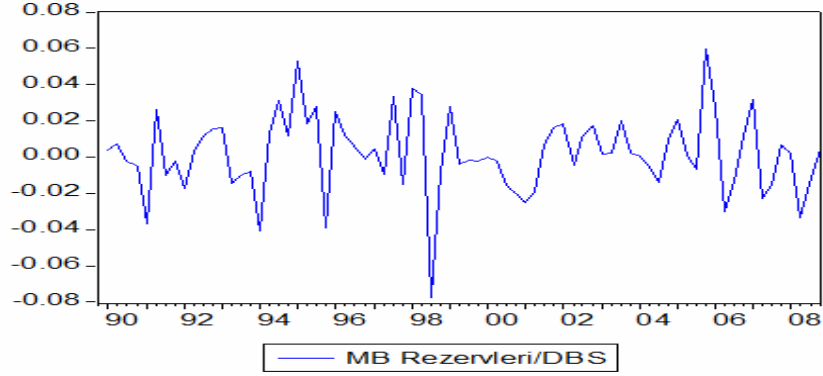
C: Hem sabit terim hem de trend içeren ADF modeli.

* % 1 anlamlılık düzeyinde birim kök bulunmamaktadır.

Tablo 9’da birinci sıra farkları alınan değişkenlerin hepsinin durağan olduğu görülmektedir. Yani seriler birinci sıra fark durağandır [I(1)]. Grafik 22’ de birinci sıra farkları alınan değişkenlerinin zamana göre değişimleri verilmiştir.

Grafik:22
Birinci Sıra Farkı Alınan Serilerin Grafikleri





321. Granger Nedensellik Testi

Nedenselliğin araştırılması ekonometrik çalışmalar açısından bir ihtiyaçtır. Çünkü diğer her şey sabitken ücretlerdeki artışlar sonucunda mı fiyatlar artıyor yoksa fiyatlardaki artışlar sonucunda mı ücretler artıyor bilmek isteriz. Bu nedenle de nedenselliğin matematiksel olarak tanımlanabilir ve test edilebilir bir tanımına ihtiyaç bulunmaktadır.

Nedenselliğin felsefi tanımlamalarında, geçmiş dönemlerde yaşanan olayların izlenilmesi yoluyla edinilen birikimin, olayların gelecek dönemlerde nasıl bir gelişme izleyeceği ile ilgili çikarsamaların yapılmasında kullanılabileceği temel düşüncesi vurgulanmaktadır. Granger, tahmini ile ilgili bu çeşit bir ilişkinin ekonomik değişkenler arasında da bulunduğunu ve bu ilişkinin gerçekten bulunup bulunmadığının, bulunuyorsa hangi yönde çalıştığının istatistiksel olarak test edilebileceğini ortaya koymaktadır.

Granger nedenselliğin tanımı şu şekilde yapılmaktadır; “Diğer bilgiler aynı iken, X_t ’nin geçmiş değerlerinin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı regresyondan elde edilen Y_t ’nin öngörü değerleri, Z_t ’nin geçmiş değerlerinin kullanılmadığı durumla karşılaştırıldığında daha başarılı olmuş ise Z , Y ’nin Granger nedenidir denir¹⁸⁰.

Bu soruna olumlu yanıt verebilmek için nasıl bir öngörü kullanacağımıza ve öngörülerini karşılaştırmada kullanacağımız ölçütlerin ne olduklarına karar vermemiz gerekecektir. Bunun için de Y_t ve X_t ’nin stokastik özellikleri hakkında bazı varsayımlar yapmamız

¹⁸⁰C.W.J, Granger, “Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methods”, *Econometrica*, 37(3), (1969), s. 430.

gerekmektedir. Burada yaptığımız varsayım kullanılan serilerin durağan olması gerektiği şeklindedir¹⁸¹.

Granger(1969) tanımı ile nedensellik ilişkilerinin araştırılması incelemeye alınan ekonomik değişkenlerin hepsinin bir yöntem içinde yer almasını gerektirmektedir. Bu nedenle VAR yöntemi Granger nedenselliği için uygun bir modelleme aracı olmaktadır.

İki değişkenli ve gecikme uzunluğu k olan standart VAR modelinde Y_t ' yi tanımlayan eşitlik aşağıda verilmiştir.

$$Y_t = \sum_{j=1}^k \alpha_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{t-j} + u_t \quad (3.13)$$

Burada $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k$ ise X, Y' nin Granger nedeni değildir. Bu kısıtlamayı test etmek için uygulamada kullanılan değişik testler bulunmaktadır. Bunlardan en yaygın kullanılanı F testidir. $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$ sıfır hipotezi altında, elde edilen test istatistiği sırasıyla k ve (T-2k-1) serbestlik dereceli F dağılımına sahiptir(Enders 1995). Test istatistiği aşağıda verilmiştir.

$$F = \frac{[(RSS)_0 - (RSS)_1]/p}{(RSS)_1/(T-2p-1)} \quad (3.14)$$

Burada, $(RSS)_0$ kısıtlı modelin artık kareler toplamıdır. $(RSS)_1$ ise kısıtsız modelin artık kareler toplamıdır.

F hesap değeri belirli bir anlamlılık düzeyinde [k,(T-2k-1)] serbestlik derecesiyle tablo değerinden daha büyük ise X, Y nin Granger nedeni değildir anlamına gelen H_0 hipotezi reddedilir. Böylece X, Y nin Granger nedenidir kararına varılır.

¹⁸¹Funda Yurdakul, **Ekonometride Yeni Eğilimler Hendry ve Sims Yöntemleri: Döviz Kuru Üzerine Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1995, s.23.

Granger nedensellik ile ilgili tanımlamaları aşağıdaki gibi ifade etmektedir:

- a. **Tek Yönlü Nedensellik:** X, Y' ye neden olmaktadır.
- b. **Hemzaman Nedensellik:** Y' yi tahmin ederken kendisinin ve X' in geçmiş değerleri yanında X' in t noktasındaki değerleri de göz önünde tuttuğumuzda daha iyi sonuç elde edebiliyorsak X, Y' nin hemzaman nedenidir.
- c. **İki Yönlü Nedensellik:** Burada X,Y'e; Y'de X'e neden olmaktadır.
- d. **Bağımsızlık:** Y ve X birbirlerinin nedeni değildir¹⁸².

Ekonometrik bir modelin tanımlanmasında hem de VAR modelinin tahmin edilmesinde önemli noktalardan bir tanesi değişkenlerin dışsallığının tespitidir. Dışsallığı bir örnek üzerinden tanımlayacak olursak X_t değişkeninin u_t ile ilişkisiz varsayımının yapılması X_t 'nin dışsal olduğunu ifade etmektedir. Buna karşın, X_t ve Y_t değişkenlerinin birbirlerinin Granger nedeni olmamaları yani Granger' in tanımladığı şekilde bağımsız olmaları X_t ' nin dışsal olacağı anlamına gelmemektedir. Ancak ilk başta yaptığımız gibi X_t ' nin u_t ile ilişkisiz varsayımını yapmamız gerekmektedir. O halde ekonometrik modeller açısından Granger nedenselliğinin incelenmesinin yararı ekonometrik bir modelde yapılan içsel dışsal ayrımı ile bu ayrımın istatistiksel doğruluğunun incelenmiş olmasıdır¹⁸³.

Çalışmadaki değişkenler arasındaki nedenselliği görebilmek için Granger Nedensellik testinden yararlanılmaktadır. Gecikme uzunluğu, durağan olmayan zaman serileri kullanılarak VAR sistemiyle seçilmektedir. VAR modelinde gecikme uzunluğunun belirlenmesi tek değişkenli AR modelleri için gecikme uzunluğunun belirlenmesinde kullanılan kısmi otokorelasyon fonksiyonu aracılığı ile belirlenebilir. Fakat VAR modelinde kısmi otokorelasyonları veren matrisin incelenmesiyle uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi oldukça fazla denemeyi gerektirmektedir. Bu nedenle gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kolaylık sağlayan kriterler geliştirilmiştir. Bu kriterlerden en yaygın olarak kullanılanları olan Akaike Bilgi Kriteri(AIC) ve Schwarz Bayesyen Kriteri (SBC)' dir. Bu kriterlere ait değerler Tablo 10'da verilmiştir.

¹⁸² Yurdakul, a.g.t., s.26.

¹⁸³ Yurdakul, a.g.t., s.24

Tablo:10
VAR Modelinde Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimi

Gecikme Uzunluğu	AIC	SCB
0	-34.51184	-34.31911
1	-38.88975	-37.54065
2	-38.89929	-36.39382
3	-38.89737	-35.23553

Uygun gecikme SCB kriterleri dikkate alınarak 1(bir) olarak belirlenmiştir. Granger Nedensellik Testi, Tablo 10 'da belirlendiği şekilde 1(bir) gecikme uzunluğu kullanılarak yapılmaktadır. Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 11' de verilmiştir.

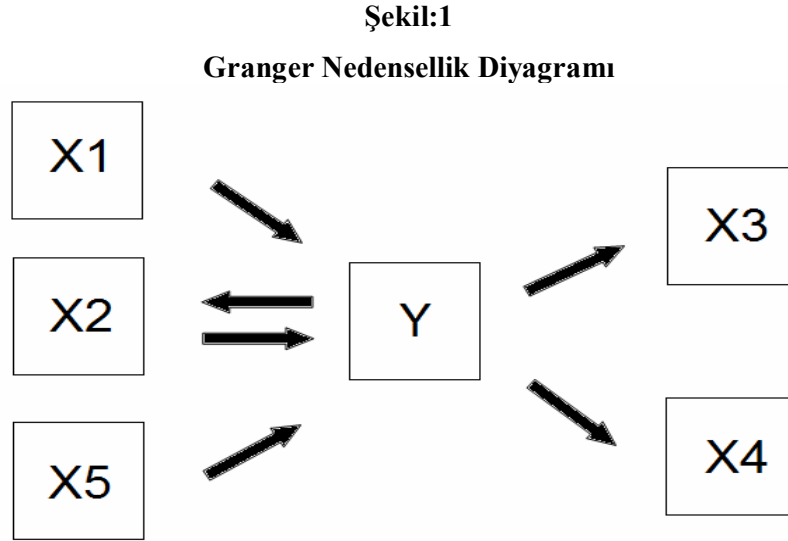
Tablo:11
Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H_0 hipotezi	F değeri	p – değeri
$X1 \not\rightarrow Y$	5.59674	0.02069*
$X2 \not\rightarrow Y$	6.72840	0.01146*
$Y \not\rightarrow X2$	9.90243	0.00239*
$Y \not\rightarrow X3$	6.76572	0.01124*
$X4 \not\rightarrow Y$	0.16883	0.68238
$Y \not\rightarrow X4$	6.50321	0.01290*
$X5 \not\rightarrow Y$	4.65343	0.03433*
$Y \not\rightarrow X5$	0.07764	0.78131

$X \not\rightarrow Y$: X Y nin Granger nedeni değildir.

*: % 5 anlamlılık düzeyinde Granger nedensellik vardır.

Tablo 11’den elde edilen sonuçlara göre oluşturan akım şeması Şekil 1’de verilmiştir.



Burada; Y : Kriz kuklası

X1: Dış borç stoku/GSYH

X2: Dış borç stoku/İhracat

X3: Kısa vadeli borç stoku/Dış borç stoku

X4: İç borç stoku/GSYH

X5: MB rezervleri/Dış borç stoku

Şekil 1 incelendiğinde Dış borç stoku/GSYH’ nın, Dış borç stoku/İhracat’ ın ve MB rezervleri/Dış borç stokunun Türkiye’ de yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinin Granger Nedeni olduğu görülmektedir. Bu durum iktisadi teori ile örtüşmektedir. 1994 ve 2001 krizlerinin ise Dış borç stoku/İhracat, Kısa vadeli borç stoku/Dış borç stoku ve İç borç stoku/GSYH değişkenlerinin Granger nedeni olduğu görülmektedir. Görüldüğü gibi Dış borç stoku/İhracat değişkeni ile krizler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Krizlerin Kısa vadeli borç stoku/Dış borç stoku ile İç borç stoku/GSYH değişkenlerinin Granger nedeni olması da iktisadi teori ile örtüşmektedir.

322. Dış Borçlanma ve 1994-2001 Kriz İlişkisinin Logit Regresyon Analizi

Araştırmalarda zaman zaman bağımlı değişken iki düzeyli nitel bir değişken olabilir ve bağımlı değişkene ilişkisi incelenmesi gereken birçok bağımsız değişken bulunabilir. Böyle durumlarda, etkin parametre tahminlerine ulaşmak için En Küçük Kareler Yönteminin kullanılması hata terimine ait varsayımların ihlaline neden olmaktadır. Gerçekleşen bu ekonometrik sorunları ortadan kaldırmak ve asimptotik olarak etkin parametre tahminlerine ulaşmak için bağımlı değişkene birtakım dönüşümler uygulanması gerekmektedir¹⁸⁴.

Bu amaçla geliştirilen dört yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar:

- Doğrusal Olasılık Modeli (DOM)
- Logit Modeli
- Probit Modeli
- Tobit Modeli' dir.

Bu çalışmanın inceleme konusu kapsamına Tobit Modelleri girmemektedir. Çünkü Tobit Modellerinde örnekteki tüm değişkenlerin değerleri bilinmekteyken sansür ya da uç noktanın kesilmesi yoluyla sınırlandırılan bir örnekteki durum ele alınmaktadır¹⁸⁵.

Bu çalışmada Logit Model kullanılmaktadır. Bunun nedeni: İkili tercih modelleri olarak bilinen yukarıda isimleri verilen modellerden DOM en basit olanıdır ve En Küçük Kareler Yöntemi ile tahmin edilebilmesine rağmen olasılıkların $(P_i) X_i$ 'nin doğrusal bir fonksiyonu olması ve 0-1 aralığının dışına düşebilmesi sorunlarını çözmek için Probit ya da Logit Modellerine başvurulmaktadır. Probit ve Logit Modellerinin birbirlerine yakın sonuçlar vermelerine rağmen Logit Model'in hesaplama kolaylığından ötürü uygulamalarda daha yaygın olarak kullanılmaktadır¹⁸⁶.

¹⁸⁴Yüksel Akay Unvan, **Koşullu Logistik Regresyon Çözümlemesi ve Avrupa Birliği Verisi Üzerine Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi SBE, Ankara, 2006, s.6.

¹⁸⁵Hamdi Emeç, "Türkiye' de Bölgelerarası Tüketim Harcamaları Tobit Model Yaklaşımı", **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, 2(5), (2001), s. 61 – 73.

¹⁸⁶Hüseyin Özer, **Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller Teori ve Bir Uygulama**, Ankara: Nobel Yayınları, 2004, s.79.

$Y = X\beta + \varepsilon$ şeklindeki genel doğrusal regresyon modelinden her gözlem için $i=1, 2, \dots, n$ olmak üzere,

$$E(Y_i / X_{i1}, \dots, X_{ip}) = \sum_{j=0}^p \beta_j X_{ij} \quad (3.15)$$

biçiminde koşullu beklenen değer olarak da yazılabilir. Bu modelde bağımsız değişkenler üzerinde kısıt yok iken, bağımlı değişkenin süreklilik koşulu vardır. Bağımlı değişkenin ikili değerler (0, 1) alması durumunda bu koşul sağlanamaz ve beklenen değer,

$$E(Y_i / X_{i1}, \dots, X_{ip}) = [P(Y_i = 1) \times 1] + [P(Y_i = 0) \times 0] = P(Y_i = 1) \quad (3.16)$$

olur. Bu sonuç regresyon denklemi olarak,

$$E(Y_i / X_{i1}, \dots, X_{ip}) = P(Y_i = 1) = \sum_{j=0}^p \beta_j X_{ij} \quad , i = 1, 2, \dots, n \quad (3.17)$$

biçiminde yazılabilir. Burada olasılık değerleri üzerinde yapılan $P / (1-P)$ dönüşümü ile bağımlı değişkenin sınırları $(0, \infty)$ olur. Sınırları $(-\infty, \infty)$ yapmak için bu oranın doğal logaritması alınarak elde edilen yeni bağımlı değişken X' lerin doğrusal bir fonksiyonu olur. Böylece $P = P(Y_i = 1)$ ve $i = 1, 2, \dots, n$ için,

$$E(Y_i / X_{i1}, \dots, X_{ip}) = \ln \left(\frac{P_i}{1-P_i} \right) = \sum_{j=0}^p \beta_j X_{ij} \quad (3.18)$$

yazılabilir. Bu modele lojistik model adı verilir.

Lojit modelde bağımlı değişken ortalaması bir olasılık olarak aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$P_i = \frac{\exp(\sum_{j=0}^p \beta_j X_{ij})}{1 + \exp(\sum_{j=0}^p \beta_j X_{ij})} \quad (3.19)$$

P başarı, $1-P$ başarısızlık olasılığı olmak üzere, lojit model, başarı olasılığının başarısızlık olasılığına oranının logaritmasını bağımsız değişkenlere doğrusal olarak bağlayan model olarak da tanımlanabilir.

Literatürde krizler farklı şekillerde tanımlanarak rakamsal olarak ifade edilebilmektedir. Burada, 1994 ve 2001 krizleri için kriz dönemleri 1 (bir) diğer dönemler de 0 (sıfır) olarak belirli bir eşik değeri belirlenip bu eşik değerinin aştığı dönemde krizin varlığı; tersi durumlarda ise kriz durumunun söz konusu olmadığı kabul edilmektedir. Netice olarak 1994 ve 2001 krizlerini açıklamak üzere kurulan modelin bağımlı değişkeni olan kriz değişkeni iki değerli bir değişken halinde tanımlanmış olmaktadır. Bağımlı değişkenin bu şekilde iki değerli olarak tanımlanmasından dolayı olarak çalışmada ekonometrik tahmin modeli olarak lojit regresyon modeli kullanılmıştır.

Regresyon analizinde amaç en az değişkeni kullanarak en iyi uyuma sahip olacak şekilde bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi tanımlayabilen bir model kurmaktır. Modeldeki değişken katsayılarının anlamlılık testi, en iyi modeli mümkün olan en az değişkenle oluşturmak amacıyla yapılır. Bu amaçla kullanılan Wald testinde, katsayı tahmin değerleri standart hatalarına oranlanır ve Z değeri ile karşılaştırılır. Ölçütün 2'den büyük değerleri için değişkenlerin önemli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır¹⁸⁷. Bu nedenle çalışmada model seçiminde Geriye Doğru Seçim Yöntemi kullanılmıştır.

Geriye Doğru Seçim Yönteminde lojit regresyon denkleminde olası düşünülen tüm açıklayıcı değişkenlerin modele eklenmesi ile başlanmaktadır. Her bir adımda verilen istatistik kriter tarafından ölçülmek suretiyle ayırıcı güçte en az miktarda azalmayı sağlayacak olan değişken çıkarılır. Yöntem, daha fazla değişken atılamayana kadar devam eder.

Modelde yer alması düşünülen tüm açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilen logit modelin tahmin sonuçları Tablo 12' de verilmiştir.

¹⁸⁷Unvan, a.g.t., s.12.

Tablo:12
Logit Modeli 1

Değişken	Katsayı	Z - istatistiği	p - değeri
Sabit Terim	-131.5836	0.0000	1.00*
DX1sa	117919.9	0.0000	1.00*
X2sa	5.028603	1140	1.00*
X3sa	-32.06262	1660	1.00*
DX4sa	94501.01	2010	1.00*
DX5sa	-217.3914	4530	1.00*
Mc Fadden R² =0.99		LR= 31.33951	0.0000

*: %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak anlamlı olmayan katsayılar.

Tablo 12 incelendiğinde tüm açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak %10 anlamlılık düzeyinde dahi anlamlı olmadığı görülmektedir. Geriye Doğru Tahmin Yöntemini en uygun regresyon denklemini elde etmekte kullandığımız için DX5sa değişkeni modelden çıkarılarak model yeniden tahmin edilmiştir. DX5sa değişkeninin modelden çıkarılmasından sonraki model tahmin sonuçları Tablo 13' de verilmiştir.

Tablo:13
Logit Modeli 2

Değişken	Katsayı	Z - istatistiği	p - değeri
Sabit Terim	-264.9596	0.0000	1.00*
DX1sa	240183.1	0.0000	1.00*
X2sa	6.7134	0.0000	1.00*
X3sa	210.9397	0.0000	1.00*
DX4sa	187638.5	0.0000	1.00*
Mc Fadden R² =1.00		LR=31.3412	0.0000

*: %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak anlamlı olmayan katsayılar

Tablo 13 incelendiğinde tüm açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak %10 anlamlılık düzeyinde dahi anlamlı olmadığı görülmektedir. Geriye Doğru Tahmin Yöntemini en uygun regresyon denklemini elde etmekte kullandığımız için DX4sa değişkeni modelden çıkarılarak model yeniden tahmin edilmiştir. DX4sa değişkeninin modelden çıkarılmasından sonraki model tahmin sonuçları Tablo 14’ de verilmiştir.

Tablo:14
Logit Modeli 3

Değişken	Katsayı	Z - istatistiği	p - değeri
Sabit Terim	-11.14	-0.6578	0.5107*
DX1sa	12795.82	0.7770	0.4372*
X2sa	0.3303	0.2481	0.8041*
X3sa	4.7480	0.0596	0.9525*
Mc Fadden R² =0.66		LR=20.82999	0.0001

*: %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak anlamlı olmayan katsayılar

Tablo 14 incelendiğinde tüm açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak %10 anlamlılık düzeyinde dahi anlamlı olmadığı görülmektedir. Geriye Doğru Tahmin Yöntemini en uygun regresyon denklemini elde etmekte kullandığımız için X3sa değişkeni modelden çıkarılarak model yeniden tahmin edilmiştir. X3sa değişkeninin modelden çıkarılmasından sonraki model tahmin sonuçları Tablo 15’ de verilmiştir.

Tablo:15
Logit Modeli 4

Değişken	Katsayı	Z - istatistiği	p - değeri
Sabit Terim	-10.49706	15.42289	0.4961*
DX1sa	12687.59	15833.04	0.4229*
X2sa	0.353241	1.237464	0.7753*
Mc Fadden R² =0.66		LR=20.80685	0.0000

*: %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak anlamlı olmayan katsayılar

Tablo 15 incelendiğinde tüm açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak %10 anlamlılık düzeyinde dahi anlamlı olmadığı görülmektedir. Geriye Doğru Tahmin Yöntemini en uygun regresyon denklemini elde etmekte kullandığımız için X2sa değişkeni modelden çıkarılarak model yeniden tahmin edilmiştir. X2sa değişkeninin modelden çıkarılmasından sonraki model tahmin sonuçları Tablo 16’ da verilmiştir.

Tablo:16
Logit Modeli 5

Değişken	Katsayı	Z - istatistiği	p - değeri
Sabit Terim	-5.80893	2.031546	0.0042*
DX1sa	14076.33	7660.945	0.0661*
Mc Fadden R² =0.62		LR=19.38332	0.0000

*: %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı katsayılar

Tablo 16 incelendiğinde DX1sa açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Modelde bulunması gereken tüm değişkenler ele alındıktan sonra modelin bağımlı değişkeni açıklamadaki etkinliğini araştırmaya “uyum iyiliği araştırması” adı verilmektedir. Lojit regresyonda normallik varsayımı sağlanamadığı için uyum iyiliği testlerinde t ve F gibi parametrik testler yerine ki-kare gibi parametrik olmayan bir testten ve olabilirlik oran testinden yararlanılmaktadır. Oluşturulan modelin önemliliğini test etmek için olabilirlik oran testi kullanılmaktadır¹⁸⁸.

Modelin uyum iyiliği için Mc Fadden R² değerine bakılmış ve yaklaşık olarak %62 gibi bir değer elde edilmiştir. Yani Dış borç stokunun/GSYH değişkeninin 1994 ve 2001 krizlerini açıklama yüzdesi %62’dir. Açıklama yüzdesinin daha yüksek olmamasının nedeni olarak 1994 ve 2001 krizlerinin sadece dış borç kaynaklı krizler olamamaları olabilir. LR istatistiğinin p – değeri 0.00<0.05 olduğundan model bir bütün olarak istatistiksel olarak anlamlıdır.

¹⁸⁸Ünvan, a.g.t., s.10.

SONUÇ

Finansal kriz kavramı genel olarak; finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerinin bozulması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır. Ahlaki risk ve ters seçim problemleri krizlerin önemli bir ayağını oluşturur ve bu problemler sebebiyle finansal piyasaların verimli yatırım olanaklarını etkin şekilde finanse edememesi sonucunda ekonomik faaliyetlerde daralmalar meydana gelir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin pek çok nedeni vardır. Finansal krizler enflasyon, finansal serbestleşme, sabit döviz kuru politikaları, aşırı borçluluk gibi faktörlerden bir veya birkaçına bağlı olarak ortaya çıkmış olabilir. Ülke deneyimleri, krizler için farklı değişkenlere işaret etmektedir. Dolayısıyla bu konuda tüm ülkeler için bir standardın oluşturulması söz konusu değildir. Her ülke sahip olduğu yapısal özelliklere bağlı olarak değişik türden finansal krizlere maruz kalabilmektedir. Yaşanan bu krizler ülke ekonomisi üzerinde derin tahribatlar yaratmakta, ticari işletmeleri zora sokmakta, bireylerin ve ailelerin yaşam standartlarını düşürmekte, sosyal yaşamı olumsuz etkilemektedir. Ayrıca ekonomik faaliyetlerde ülkeler arasında sınırların kalkması sebebiyle krizler, bulaşma etkisiyle, artık ortaya çıktıkları ülkelerin ötesine geçerek çevre ekonomileri ve hatta kimi zaman tüm dünyayı etkileyebilmektedir. Bunun anlamı krizlerin bulaşıcılığının artmış olmasıdır.

Gelişmekte Olan Ülkeler iç tasarruflarının yetersizliği nedeniyle ekonomik büyümelerini sağlayacak yatırımların finansmanında uluslar arası kuruluşlardan, bankalardan ve yabancı yatırımcılardan dış borç kullanmaktadırlar. Dış borçlar gerçek amacının dışında kullandığında, yani gelir sağlayıcı yatırımlar yerine ithalat ağırlıklı tüketim harcamalarına kanalize edildiğinde ülkeler vadesi gelen borçlarını ödemekte dönemsel olarak problem yaşayabilmektedirler. Bu durumda ülkeler borç servisini gerçekleştirmek ve yükümlülüklerini karşılayabilmek için daha yüksek faizden borçlanmaya razı olmaktadır. Kimi zaman artık ülkeler milli gelirinden daha fazla bir

pay ayırmak pahasına borçlanmaktadır. Milli gelirini ihracata yönelik üretim ve yatırımlarla arttıramayan ülkeler içeride vergileri arttırma yoluna gidemezler çünkü bu durum tüketici veya üreticilerin tepkisine neden olmakta ve aynı zamanda vergi mükelleflerinin gelirlerinde bir azalmaya yol açarak refah düzeyini düşürmektedir.

Özellikle 1990' lı yıllardan sonra bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmenin etkisi ve yeni finansal araçların ortaya çıkması sonucu uluslar arası finansal yapıda önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin ulusal piyasalarının yetersiz kalması ve vergi ve benzeri düzenlemelere atfedilen önemin azalmasıyla birleştiğinde bu ülkeler temel finansman kaynakları olan vergileme yerine borçlanmaya, özellikle de dış borçlanmaya yönelmişlerdir. Bu ülkelerde toplam borç tutarlarında zaman içerisinde önemli artışlar yaşanmıştır. Borçların ülke içerisinde gelir arttırıcı faaliyetlerde kullanılmaması kaynakların karşılıksız transferine yol açmakta, zaten iç tasarrufu ve gelir düzeyi yetersiz olan ülkeler gelir kaybına uğrayarak fakirleşmekte, kimi zaman vadesi gelen borçlarının faizini bile ödeyemez duruma düşebilmektedirler. Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesi yabancı yatırımcıların ülkeden sermayelerini çekmelerine neden olmakta ve bu durum ülkeyi istikrarsızlığa sürüklemektedir.

Arjantin, Brezilya, Endonezya, Güneydoğu Asya ülkeleri, Meksika, Rusya, Türkiye ve diğer birçok gelişmekte olan ülke uyguladıkları ya da uygulamaya zorlandıkları dış açılma ve liberalizasyon politikalarıyla dış sermayeye bağımlı hale gelmiş, artan dış borçların servisi problemiyle karşılaşmışlardır. Bahse konu ülkelerde dış borçların milli gelir ve ihracat içerisindeki paylarının artması ile özel sektör dış borçlarında meydana gelen yükselme, likidite sıkıntısına ve borç geri ödeme risklerine neden olmuştur.

Dış Borç/GSMH oranı ülkenin kaynaklarının ne kadarını dış borç ödemelerinde kullandığını gösterir ve önemli bir kırılma göstergesidir. Çünkü bu oranın yükselmesi giderek daha fazla bir kaynağın borç servisinde kullanıldığını, dolayısıyla ilerleyen dönemlerde borç yükümlülüklerini yerine getirmeme riskinin artacağını ortaya koymaktadır. Risk artışı ile borçların ödenemeyeceği beklentisi, yatırımcıların paniğe kapılmalarına, sermayelerini ülkeden çekmelerine ve sermaye kaçışlarına sebep olarak ülkelerin finansal güçlüğüne düşmesine neden olur. Nitekim, bu oranın uluslar arası

standartlara göre yüksek olduğu Arjantin’de 2001 yılında, Endonezya’da 1997-1998 yıllarında, Meksika’da 1994 yılında, Türkiye’de 2000-2001 yıllarında kriz yaşanmıştır.

İhracat tutarları da yine likidite riskinin ve borç geri ödeme riskinin ölçülmesinde kullanılan bir göstergedir. Yüksek borç/ihracat oranları, borç/milli gelir oranında olduğu gibi, borç servisi yükümlülüklerinin karşılanmasında daha fazla miktarda kaynağa ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Bu durum sonuçta ödemeler dengesi kırılganlığına ve borç servisi ödeme riskinin artmasına neden olmaktadır. Arjantin’in 1994-2001 ve Brezilya’nın 1994-1998 krizlerinde bu oranın yüksekliğinin önemli bir rol oynadığı söylenebilir.

Dış borç servisi/ihracat oranı yıllık ihracat gelirlerinin ne kadarının borç servisi için kullanılacağını gösteren orandır. Bu oranın yüksek olması, borçlu ülke ekonomisi üzerinde o oranda yüksek bir baskı yaratmakta ve ülkenin likidite sorununu ağırlaştırmaktadır. Yine göstergenin yüksek düzeyi Arjantin 1994-2001, Brezilya 1998, Endonezya 1997 ve Türkiye 2000-2001 krizlerinde bu oranın yüksek seviyede olduğu gözlenmiştir.

Kısa vadeli dış borç/rezerv oranı ülkenin kısa dönem yükümlülüklerini rezervleriyle karşılayıp karşılayamadığının göstergesidir. Bu göstergedeki artışlar yatırımcıların ülkenin borçlarını karşılayamayacağı beklentisine yol açarak sermaye kayıplarının yaşanmasına ve mali güçlükler neden olmaktadır. Güneydoğu Asya’ da kısa vadeli borçların cari işlemler açıklarını kapatmak amacıyla kullanılması 1997 krizinin önemli nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir.

Ülkelerin yalnızca kendi kaynaklarıyla gelişimlerini sürdürmeleri her zaman beklenemez. Özellikle de birbirine her geçen gün entegre olan piyasalar sebebiyle ekonomilerin içe kapanarak kendilerini dış dünyadan soyutlaması da düşünülemez. Ancak dış ekonomilerle bütünleşmek ve ekonomik kalkınmalarını sağlamak amacıyla olan GOÜ’lerin ihtiyaçlarını karşılamak için uluslar arası kurumlar ve gelişmiş ülkelerle girdikleri borç-finansman ilişkisi, daha çok yüksek faiz geliri elde eden bu ülke ve kurumların lehine olmaktadır.

1994 Türkiye krizi temelde; iç tasarrufların yetersizliği nedeniyle yabancı sermaye girişlerine bağımlı hale gelmesi ve sermaye girişinin sağlanması için yüksek faiz

uygulanması, bütçe açıklarının artması sonucu yükselen mali açık ve dış dengesizlikler, piyasada meydana gelen güvensizlik ortamı ve rezerv kayıpları sonucu ortaya çıkmıştır. Türkiye, 1994 krizi öncesinde dış borç stokunun ihracata oranında %275 ve dış borç servisi/ihracat oranında %30 olan çok borçluluk düzeylerini aşmıştır. Yani bu göstergeler finansal kırılganlığa neden olacak boyutlardadır.

2001 Türkiye krizinin temelinde ise yüksek seyreden cari açıklar ve kırılgan bankacılık sektörü yapısı bulunmaktadır. 1999'da uygulamaya konulan döviz kuruna dayalı istikrar programı, Türk Lirasının aşırı değerlenmesine ve cari işlemler açığının büyümesine neden olarak ekonomiyi dış şoklara karşı kırılgan hale getirmiştir. Petrol fiyatlarının artması, cari işlemler açığının büyümesine neden olmuştur. Diğer yandan siyasi alanda ortaya çıkan istikrarsızlıklar ülke ekonomisine duyulan güveni sarsmıştır. Bu sebeple yatırımcıların ülkeyi terk etmeleri Merkez Bankasının büyük miktarda rezerv kaybetmesine neden olmuştur. 2001 krizi öncesinde dış borç stokunun milli hasılaya oranı %50'nin, dış borç stokunun ihracata oranı %350'nin ve toplam dış borç servisinin ihracata oranı %50'nin üzerindedir. Bu sayısal göstergeler ekonominin içinde bulunduğu kırılgan yapıyı açık olarak ortaya koymaktadır.

Ülkemizde yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinde, dış borçlarla krizler arasındaki nedensellik ilişkisini belirlemek amacıyla Dış Borç Stoku/GSYİH, Dış Borç Stoku/İhracat, Kısa Vadeli Borç Stoku/Dış Borç Stoku, İç Borç Stoku/GSYİH ve MB rezervleri/Dış borç stoku değişkenleri kullanılarak Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Granger nedensellik testine göre Türkiye' de Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinde Dış borç stoku/GSYİH, Dış Borç Stoku/İhracat oranı ve MB Rezervleri/Dış Borç Stoku oranlarının tetikleyici rol oynadığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Teste göre Kısa Vadeli Borç Stoku/Dış Borç Stoku ve İç Borç Stoku/GSYİH oranı değişkenleri de krizlerle ilişkilendirilmektedir. Ancak bu ilişki ters yönde olup krizler bu göstergeler üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca Dış Borç Stoku/İhracat oranıyla krizler arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Yani hem krizler bu değişkeni etkilemekte hem de bu değişken krizleri etkilemektedir.

Bahse konu değişkenlerin krizleri tetikleyip tetiklemediğini ekonometrik olarak ortaya koymak amacıyla, finansal kriz değişkenine değer verilmesine olanak sağlaması ve

uygulamadaki kolaylığı nedeniyle logit model kullanılmıştır. Modele göre, çalışmamızda finansal kriz bağımlı değişkeni 1 ve 0 gibi iki değerli bir değişken olarak belirlenmiştir. Modelin Türkiye uygulamasında 1994 ve 2001 kriz dönemleri 1, kriz olmayan dönemler ise 0 şeklinde tanımlanmıştır. Daha sonra modeldeki değişkenlerin anlamlılığının belirlenmesi amacıyla Wald testi uygulanmış ve bu teste göre önemli olan açıklayıcı değişkenlerin belirlenmesinde de geriye doğru seçim yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde, başlangıçta tüm açıklayıcı değişkenler modele dahil edilmiş ve anlamlı sonuçlar alınamaması durumunda ilerleyen her adımda uygun olmayan değişken modelden çıkarılarak regresyon denklemi yeniden tahmin edilmiştir. Bu süreç, daha fazla değişken atılamayınca kadar tekrarlanmıştır.

Yalnızca Dış Borç Stoku/GSYİH oranının %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Modelin bağımlı değişkeni açıklama yüzdesi, yani Dış Borç Stoku/GSYİH oranının 1994 ve 2001 krizlerini açıklama yüzdesi %62 olarak belirlenmiştir. Bahse konu krizlerde dış borç dışındaki farklı ekonomik ve siyasi sorunların da etkili olması açıklama yüzdesinin daha yüksek olmama sebebi olarak gösterilebilir. Sonuç olarak logit regresyon analizine göre Türkiye’ de 1994 ve 2001 krizlerinde dış borç stokunun etkili olduğu tespit edilmiştir.

Dış borç kaynaklı kriz olasılığını düşürmek için ülkelere borç şeklindeki yoğun sermaye girişinin birtakım kontrollerle sınırlandırılması birçok ekonomist tarafından kabul edilen bir yöntemdir. Bu kontroller arasında finansal vergilendirme, döviz tevdiat hesaplarında tutulan veya repoya yatırılan paralardan yüksek vergi alınması ve bu yolla uzun vadeli yatırımların özendirilmesi gösterilebilir. Böyle bir durumda sermaye akışı, kontrol uygulamayan ülkelere doğru olacağından ülkenin ihtiyaç duyduğu yabancı sermayeye ulaşması güçleşebilir.

Borçlanmanın uzun vadeye yayılması ve borç faiz oranlarında indirimlere gidilmesi dış borçlanmanın olumsuz etkilerini azaltabilecek diğer bir önlemdir. Ancak en önemlisi ülkemizin ve borç sıkıntısı olan diğer ülkelerin iç tasarruflarını gelir ve döviz kazandırıcı faaliyetlerde kullanması ve dış kaynak bağımlılığını azaltması gereklidir.

Dış dengesizlikleri gidermek için uygulanan kısa süreli yabancı sermaye girişini teşvik edici yüksek faiz-düşük kur politikalarından vazgeçilmesi gerekmektedir. Çünkü bu politika aşırı döviz girişi nedeniyle kurlar üzerinde baskı yaratmakta, ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmakta, dış ticaret ve cari işlemler açıklarını arttırmaktadır. Döviz ihtiyacını arttıran cari açık-kısa süreli sermaye girişi-aşırı değerlenmiş ulusal para-cari açık kısır döngüsünü ortadan kaldıracak reel kur uygulamasına geçilmesi gerekmektedir. Çünkü yüksek cari açıklar kırılmalık algısına neden olmakta, içerideki ve dışarıdaki olumsuz gelişmeler makro ekonomik dengeleri hızla bozabilmektedir.

Ayrıca yüksek faiz-düşük kur politikası piyasalardan iç borçlanmayı pahalı, dış borçlanmayı ucuz hale getirmektedir. Bu nedenle özel(reel ve finans) sektörün dış borçlanması artmaktadır. Böyle bir yapı içerisinde olan özel sektör, devalüasyon durumunda yaygın iflaslarla karşı karşıya kalmaktadır. Reel kur politikası uygulanması hem kamunun dış borç ihtiyacını, hem de özel sektörün dış borçlanmasını makul seviyelere düşürecek ve kriz riskini azaltacaktır.

Bütçe dengesini sağlamaya yönelik maliye politikaları, devletin fon piyasasına alıcı olarak talebini azaltacağından faiz oranları üzerindeki kamu borcu baskısını makul seviyelerde tutacaktır. Böylece bir taraftan faiz oranları artmadığı için özel kesim yatırımları dışlanmamış olacak(ekonomik büyümeye katkı), diğer taraftan kısa süreli sermaye akışı engellenecektir. İç ve dış dengenin sağlanması uluslar arası doğrudan yabancı sermaye girişini teşvik ederek kalkınma ve büyüme artışına, borç rasyolarının iyileştirilmesine, ülkenin kriz algılamasının azalmasına ve kredibilitesinin artışına neden olacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

a. Kitaplar

Alp, Ali (2000), **Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.

Çapraz, Neşe (2001), **Ekonomik Bunalımların Dünya' da ve Türkiye' de Yansımaları**, İstanbul: Der Yayınevi.

Coşkun, Kutlu T. (2004), **Ekonomik Krizler**, Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, No:11.

Erdoğan, Niyazi (2002), **Dünya ve Türkiye' de Finansal Krizler**, Yaklaşım Yayınları.

Eroğlu, Ömer ve Albeni, Mesut (2002), **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Isparta: Bilim Kitapevi.

Isard, Peter ve Razin, Assaf (1999), **International Finance and Financial Crises**, Kluwer Academic Publishers.

Karabulut, Gökhan (2002), **GOÜ' lerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul: Der Yayınları.

Köse, Ahmet H. ve diğerleri (2003), **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yayınları.

Özer, Hüseyin (2004), **Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller Teori ve Bir Uygulama**, Ankara: Nobel Yayınları.

Özer, Mustafa (1999), **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No 1096.

Parasız, İlker (1996), **Kriz Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.

Radalet, Steven ve Sachs, Jeffrey (2000), **The Onset of the East Asian Financial Crisis**, Chicago: The University of Chicago Press.

Sayım, Işık (2004), **Para, Finans ve Kriz**, Ankara: Akçağ Yayınları.

Seyidoğlu, Halil Yıldız, Rıfat (2006), **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Yaylacık Matbaası.

Toprak, Metin (2001), **Küreselleşme ve Kriz Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Ankara: Siyasal Kitapevi.

Yay, Turan ve diğerleri (2001), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finans Düzenlemeler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2001-47.

b. Makale ve Bildiriler

Adıyaman, Ahmet (2006), “Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri”, **Sayıştay Dergisi**, (62), 21-45.

Aklan, Nejla A. (2002), “Dış Borçlanma Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?”, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/pload/ead/tanitimkoordinasyondb/disborclanma.doc, (03.05.2009).

Akyüz, Yılmaz ve Boratav, Korkut (2003), “The Making of the Turkish Financial Crisis”, **World Development**, 31(39), 1549-1566.

- Altıntaş, Halil ve Öz, Bülent (2007), “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülebilirliği: Türkiye Örneği” **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(2), 19-44.
- Aslan, Eren ve Süslü, Bora (2001), “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’ de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye**, (41), 662-674.
- Atamtürk, Burak (2007), “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’ de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 23(2), 75-89.
- Baig, Taimur ve Goldfajn Ilan (2000), “The Russian Default and the Contagion to Brazil”, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility>, (16.11.2008).
- Baldacci, Emanuele ve diğerleri (2002), “Financial Crisis, Poverty and Income Distribution”, IMF Working Paper, Washington,2002, <http://www.imf.org/pubs/fandd/2002/06/baldacci.htm>, (04.05.2009).
- Bayraktutan, Yusuf ve Özkaya, Hilmi (2002), “IMF İstikrar Politikalarının Doğu Asya’ da Ekonomik Performans Sonuçları”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3(1), 1-18.
- Booth, Anne (1999), “The Social Impact of the Asian Crisis: What Do We Know Two Years On?”, **Asian-Pacific Economic Literature**, 13(2), 16-29.
- Breuer, Janice B. (2004), “An Exegesis on Currency and Banking Crises”, **Journal of Economic Surveys**, 18(3), 293-320.
- Bussiere, Matthieu ve Fratzscher, Marcel (2006), “Towards a New Early Warning System of Financial Crises”, **Journal of International Money and Finance**, 25(6), 953-973.

- Bustelo, Pablo (2001), "Los Orígenes de la Crisis Financiera de Argentina: Una Comparación Con las Crisis Asiáticas Económico de Información Comercial Española", No 2715, 7-13 de Enero de 2002, s.9-14, <http://www.ucm.es/info/eid/pb/BusteloArg02.pdf>, (26.11.2008).
- Bustelo, Pablo ve diğerleri (1999), "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes", **ICEI Working Paper**, (16), <http://www.ucm.es/info/eid/pb/ICEIwp16.pdf>, (05.05.2009).
- Chiodo, Abbigail J. ve Owyang Michael T. (2002), "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", **Rewiew**, 84(6), 7-18.
- Chowdhry, Bhagwan ve Amit, Goyal (2000), "Understanding The Financial Crisis in Asia", **Pacific-Basin Finance Journal**, 8(2), 135-152.
- Cin, M.Fatih ve diğerleri (2000-2001), "Heterodoks Politikalar Işığında Türkiye' de Uygulanmakta Olan İstikrar Programı ve Bir Değerlendirme", **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, (23-24), 65.
- Çeviş, İsmail (2005), "Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım", Yayın No:187, Ankara, icevis.pamukkale.edu.tr, (20.04.2009).
- Delice, Güven(2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (20), 57-81.
- Demirgüç-Kunt, Aslı ve Detragiache, Enrica (1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", **IMF Staff Papers**, 45(1), 81-109.
- Detragiache, Enrica ve Spilimbergo Antonio (2000), "Crisis and Liquidity:Evidence and Interpretation", **IMF Working Paper**, No:01/2, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1477/papers/Spilimbergo.pdf>, (08.06.2008).

Dimand, Robert (2007), “Lessons From The 1929 Crash and The 1930S Debt-Deflation: What Bernanke and King Learned, and What They Could Have Learned”, <http://www.u-bourgogne.fr/CEMF/zoutils/documents/communications%202007/Robert%20W.DIMAND%202007.pdf>, (29.04.2008).

Doğan, Seyhun ve Özekicioğlu Halil (2005), “Güney Kore ve Türkiye’ de Uygulanan IMF Politikaları”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 6(1), 147-176.

Doğanlar, Murat ve diğerleri (2007), “Döviz Krizi Modelleri”, **Ç.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü, Dergisi**, 16(1), 253-276.

Dufour, Mathieu ve Orhangazi Özgür (2008), “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?”, Munich Personal RePEc Archive, No: 7987.

Duman, Koray (2002), “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, (4), 132-145.

Edison, Hali J. (2003), “Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of An Early Warning System”, **International Journal of Finance and Economics**, 8(1), 11-53.

Eğilmez, Mahfi (2001), “Türkiye’ nin Borçları”, **Radikal Gazetesi**.

Emeç, Hamdi (2001), “Türkiye’de Bölgelerarası Tüketim Harcamaları Tobit Model Yaklaşımı”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, 2(5), 61-73.

Emirkadı, Ömer (2005), “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, **Sosyo-Ekonomi**, (2), 35-62.

Englund, Peter (1999), “The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences”, **Oxford Review of Economic Policy**, 15(3), 80-97.

- Erkekoğlu, Hatice ve Bilgili, Emine (2005), "Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi**, (24), 15-36.
- Falcetti, Elisabetta ve Tudela, Merxe (2006), "Modelling Currency Crises in Emerging Markets: A Dynamic Probit Model with Unobserved Heterogeneity and Autocorrelated Errors", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 68(4), 445-471.
- Fallon, Peter R. ve Lucas, E.B. (2002), "The Impact of Financial Crises on Labor Markets, Robert Household Incomes, and Poverty: A Review of Evidence", **The World Bank Research Observer**, 17(1), 21-45.
- Feldstein, Martin (2002), "Argentina's Fall-Lessons from the Latest Financial Crisis", **Foreign Affairs**, 81(2), 7-14.
- Fraga, Arminio (2004), "Latin America Since The 1990s: Rising from the Sickbed **The Journal of Economic Perspectives**, 18(12), 89-106.
- Fritz, Barbara ve diğerleri (2007), "Boom-bust Cycles and Financial Liberalization", **Journal of Economics**, 92(1), 92-97.
- Garcia, Clara ve Malet, Nuria (2007), "Exchange Market Pressure, Monetary Policy and Economic Growth: Argentina 1993-2004", **The Developing Economies**, 45(3), 253-282.
- Gerni, Cevat ve diğerleri (2005), "Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye' de Ekonomik Krizlerin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakóltesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (2), 39-62.
- Gerry, Christopher J. ve Carmen A Li, (2002), "Vulnerability to Welfare Change During Economic Shocks: Evidence from the 1998 Russian Crisis", **Economic Discussion Papers**, No: 541.

- Glassman, Jim (2001), "Economic Crisis in Asia: The Case of Thailand", **Economic Geography**, 77(2), 122-147.
- Goldstein, Morris ve Turner, Philip (1996), "Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options", **BIS Economic Papers**, (46), 57.
- Gonzaga, Federico Jame Jr. (2001), "External Debt Sustainability: Empirical Evidence in Brazil", <http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20154.pdf>, (26.11.2008).
- Granger, C.W.J (1969), "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methods", **Econometrica**, 37(3), 424-438.
- Güler, Aras ve Müslümov, Alövsat (2004), "Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri", **İşletme İktisat Finans Dergisi**, Yıl:19, Sayı:222, <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/asimetri.pdf>, (17.10.2008).
- Güloğlu, Bülent ve Altunoğlu, Ender A. (2002), "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, 1-29.
- "Hazine Dış Borçlanmasının Kaynakları", http://www.ekodialog.com/Konular/hazine_dis_borclanma_kaynaklari.html, (07.05.2009).
- İnan, Altuğ (2006), "Kamu Borç Yönetiminde Koşullu Yükümlülüklerin Rolü", **Sayıştay Dergisi**, (62), 107-121.
- Jones, Martin ve Ward, Kevin (2004), "Capitalist Development and Crisis Theory: Towards a Fourth Cut", **Antipode**, 36(3), 497-511.
- Kaminsky, Graciela L. (1998), "Currency and Banking Crisis:The Early Warnings of Distress", **International Finance Discussion Paper**, No:629.

- Karaçor, Zeynep ve Alptekin, Volkan (2006), “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi**, 13(2), 237-256.
- Karagöz, Kadir (2007), “Türkiye’ de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme”, **Sayıştay Dergisi**, (66-67), 99-110.
- Karatepe, Yalçın, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Sorunu”, <http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/karatepe/ifinance/Gelismekte.pdf>, (03.05.2009).
- Karluk, S. Rıdvan ve diğerleri, “Güneydoğu ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye”, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, <http://www.econturk.org/tonus.pdf>, (15.11.2008).
- Kenward, Lloyd R. (1999), “Assessing Vulnerability to Financial Crisis: Evidence from Indonesia”, **Bulletin of Indonesian Economic Studies**, 35(3), 71-95.
- Kodres, Laura E. ve Pritsker, Matthew (2002), “A Rational Expectations Model of Financial Contagion”, **The Journal of Finance**, 57(2), 769-799.
- Komulainen (1999), “Currency Crises Theories-Some Explanations for the Tuomas: Russian Case”, **Bank of Finland Institute for Economies in Transition(BOFIT) Discussion Paper**, No:1, http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/998086D8-84E9-4A52-96646C67B_C3C2218/0/dp0199.pdf, (07.05.2009).
- Korkmaz, Adil ve diğerleri (2004), “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör AnaliziUygulaması”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F Dergisi**, 19(1), 45-69.
- Koyuncu, Murat ve Şenses (2004), Fikret, “Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri”, **Economic Research Center Working Papers in Economics**, 04/13.

- Krugman, Paul (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crisis", **International Tax and Public Finance**, 6(4), 459-472.
- Kusumaningtuti Saudara S. (2004), "Country Experiences of Indonesia on External Debt Management", <http://www.unescap.org/pdd/calendar/FFD/doc/Indonesia%20%20Country%20Experiences%20of%20Indonesia%20on%20External%20Debt%20Management%20%20sent%20by%20Mr%20Mahtif.doc>, (30.11.2008).
- Kutlar, Aziz ve Sarıkaya, Murat (2003), "Asimetrik Enformasyon ve Marjinal Maliyet Fiyatlama Modeli Çerçevesinde Türkiye’de Kredi Tayınlaması ve Faiz Oranlarının Tahmini", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 4(1), <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/156.pdf>, (17.10.2008).
- Lee, Jong-Wha ve Rhee, Changyong (2000), "Macroeconomic Impacts of the Korean Financial Crisis: Comparison with the Cross-country Patterns", **University of Rochester Working Paper**, No:471.
- Lestano, Jan Jacob ve Kuper, Gerard H. (2003), "Indicators of Financial Crisis Do Work!: An Early Warning System for Six Asian Countries", **Econ WPA International Finance**, No:0409001, <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0409/0409001.pdf> (05.05.2009).
- Lokshin, Michael ve Ravallion, Martin (2000), "Welfare Impacts of Russia’s 1998 Financial Crisis and the Response of the Public Safety Net", **Economics of Transition**, 16(3), 269-295.
- Meigs, A.James (1998), "Lessons for Asia from Mexico", **The Cato Journal**, 17(3), 315-324.
- Mann, Arthur J. ve Pastor, Manuel (1989), "Orthodox and Heterodox Stabilization Policies in Bolivia and Peru: 1985-1988", **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, 31(4), 163-192.

- Minsky, Hyman P.(1992), “The Financial Instability Hypothesis”, **Working Paper**, No:74.
- Mishkin, Frederick (1999), “Lessons from the Asian Crisis”, **Journal of International Money and Finance**, (18), 709-723.
- Mohamed, Seeraj (2008), “The Financial Crisis, Hunger and Development”, <http://www.polity.org.za/article/the-financial-crisis-hunger-and-development-2008-12-12>, (02.05.2009).
- Moseley, Fred, “Marxian Crisis Theory and the Postwar U. S. Economy”, <http://www.mtholyoke.edu/~fmoseley/working%20papers/PWCRISIS.pdf>, (21.04.2009).
- Ongena, Steven (2003), “Firms and Their Distressed Banks: Lessons From the Norwegian Banking Crisis”, **Journal of Financial Economics**, 67(1), 81-112.
- Opuş, Sevda (2002), “Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (19), 183-206.
- Öniş, Ziya (2002), “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, <http://portal.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalisindirPDF.pdf>, (26.11.2008).
- Öztürk, Salih (2003), “Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: Güneydoğu Asya ve Türkiye Krizleri”, **Yönetim ve Ekonomi**, 10(1), 171-185.
- Password, F. (2007), “Excessive Indebtedness As An Ethical Problem”, **Ethics& International Affairs**, 21(1), 1-7.
- Pıçak, Murat ve diğerleri (2009), “Küresel Ekonomik Sistemde Finansal Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı”, **Mevzuat Dergisi**, (137), <http://www.mevzuatdergisi.com/2009/05a/03.htm>, (25.06.2009).

- Prasad, Eswar S. ve diğeri (2004), "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries", **NBER Working Paper**, No:10942, 1-67.
- Radalet, Steve (1995), "Indonesian Foreign Debt: Headed for A Crisis or Financing Sustainable Growth?", **Bulletin of Indonesian Economic Studies**, 31(3), 39-72.
- Sachs, Jeffrey (1986), "Managing The LDC Debt Crisis", **Brooking Papers on Economic Activity**, 1986(2), 397-440.
- Saltoğlu, Burak (2008), "Minsky Anı", <http://www.finanstrend.com/yazidetayl.asp?y=496>, (06.04.2009).
- Sarno, Lucio ve Taylor, P. (2001), "Official Intervention in the Foreign Exchange Market:Mark Is It Effective and, If so, How Does It Work ?", **Journal of Economic Literature**, 39(3), 839-868.
- Sbracia, Massimo ve Zaghini, Andrea (2001), "Expectations and Information in Second Generation Currency Crises Models", **Economic Modelling**, 18(2), 203-222.
- Schneider, Martin ve Tornell, Aaron (2004), "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees And Financial Crises", **The Review of Economic Studies**, 71(3), 883-913.
- Seyidoğlu, Halil (2003), "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), 141-156.
- Seyrek, İsmail ve diğeri (2004), "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye' de Aktarım Mekanizması", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 5(1), 201-212.
- Shanmugam, Bala ve diğeri (2003), "The Endogenous Money Hypothesis: Empirical Evidence, From Malaysia(1985-2000)", **Journal of Post Keynesian Economics**, 25(4), 599-611.

- Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **The American Economic Review**, 71(3), 393-410.
- Sy, Amadou N.R. (2004), "Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?", **Journal of Banking & Finance**, 28(11), 2843-2867.
- Şahin, Sanem Ç. (2006), "Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **Mülkiye Dergisi**, 30(250), 123-144.
- Şenel, Ayla (2003), "Dış Borç-Kriz Döngüsünde Yeniden Yapılandırma Çalışmaları: Türkiye Deneyimi", **Mülkiye Dergisi**, 26(236), 69-95.
- Turagay, R. Tuna, "Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik Krizin Genel Değerlendirmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler", www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/8ozsayma98.doc, (05.06.2008).
- Turgut, Ahmet (2007), "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TUHİS İş ve Hukuk Dergisi**, 20(4-5), 35-46.
- Uçak, Sefer (2006), "Dış Borçlar, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri ve Türkiye", **Üniversite ve Toplum**, 6(4), <http://www.universitetoplum.org/about.php3?id=26>, (16.03.2009).
- Ural, Mert (2003), "Finansal Krizler ve Türkiye", **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, 18(1), 11-28.
- Wade, Robert (1998), "The Asian Debt And Development Crisis of 1997-?: Causes And Consequences", **World Development**, 26(8), 1535-1553.
- Wolfson, Martin H. (2002), "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context", **Journal of Economic Issues**, 36(2), 393-400.

Yang, Bong-Min ve diğeri (2001), “The Impact of Economic Crisis on Health-Care Consumption in Korea”, **Health Policy and Planning**, 16(4), 372-385.

Yeldan, Erinç (1998), “On Structural Sources of the 1994 Turkish Crisis: a CGE Modelling Analysis”, **International Review of Applied Economics**, 12(3), 397-414.

Yılcı, Veli ve Özcan, Burcu, “External Debt Sustainability of Turkey: A Nonlinear Approach” **International Research Journal of Finance and Economics**, (20), 91-98.

Yılmaz, Ömer ve diğeri (2005), “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (24), 77-96.

c. Tezler

Aloğlu, Ziya Tunç (2005), **Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizleri Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Bahçeci, Sema (1997), **Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara.

Bilgin, Cevat (2007), **Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Erdoğan, Bülent (2006), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Güraslan, Elçin (2005), **Uluslar arası Finansal Kuruluşlar ve Mali Reform Önerileri: Türkiye Deneyimi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hacıhasanoğlu, Burçin (2005), **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Kabaş, Tolga (2004), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslar arası Finans Sistemi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karadağ, Bülend (2004), **Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kocaoğlu, Feyza (2005), **1990 Sonrasında Türkiye' de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özkan, Hatice (2006), **Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sarı, Müslim (2004), **Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.

Sucu, İlkey (2005), **Türk Bankacılık Sistemi: Finansal Krizler ve Finansal Kriz Sonrası Uygulanan İstikrar Programlarının Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tay, Arzu (2007), **Erken Uyarı Sistemleri ile Finansal Krizlerin Analizi:Türkiye ve Geçiş Ekonomileri Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ünvan, Yüksel Akay (2006), **Koşullu Logistik Regresyon Çözümlemesi ve Avrupa Birliği Verisi Üzerine Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yurdakul, Funda (1995), **Ekonometride Yeni Eğilimler Hendry ve Sims Yöntemleri: Döviz Kuru Üzerine Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

d. Kanun, Tebliğ, Yönetmelik, Tüzük, Rapor ve Diğerleri

ActionAid Report (2009), s.9, http://www.actionaid.org.uk/_content/documents/Where%20does%20it%20hurt%20final.pdf, (13.05.2009).

Azis, Iwan J. ve Azis, Erina E. (2001), “Modeling the Socio-Economic Impact of the Financial Crisis The Case of Indonesia”, Final Report Prepared for, The International Food Policy Research Institute and the World Bank, <http://www.iwanazis.net/papers/azis-erik-wb1.pdf>, (05.06.2008).

Kiguel, Miguel A. ve Liviata Nissan (1991), “Lessons From The Heterodox Stabilization Programs”, Country Economics Department The World Bank, WPS 671.

Lin, Justin Yifu (2008), “The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries”, Korea Development Institute, Seoul, http://crisistalk.worldbank.org/files/Oct_31_JustinLinKDI_remarks.pdf, (13.05.2009).

Dış Ticaret Müsteşarlığı EAD Genel Müdürlüğü (1998), “Para Krizleri”, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/blm21.doc, (05.05.2009).

“The Economy of Latin America Orthodox and Heterodox Stabilization Programs”, <http://www.econ.umn.edu/~julian/html/ECON4311/4311stabilization04.pdf>, (28.04.2009).

Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu (2001), “1994 Yılı Krizi Sonrası Meksika’ da Uygulanan Para Politikası”, [http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20\(s.3\).doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20(s.3).doc), (18.11.2008).

ÖZGEÇMİŞ

Mete DİBO, 1982 yılında Hatay'ın İskenderun ilçesinde doğdu. İlkokul öğrenimini Ankara Bahçelievler İlkokulunda, orta ve lise öğrenimini Ankara Çankaya Lisesi'nde tamamladı. 2000-2001 Eğitim-Öğretim yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü'nde başladığı lisans eğitimini, 2005 yılında tamamladı. Aynı yıl KTÜ, Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı'nda yüksek lisans eğitimine başladı ve bu eğitimini sürdürmektedir.

DİBO, evli olup İngilizce bilmektedir.