



FİNANSAL KIRILGANLIK ENDEKSİ (TÜRKİYE 1989-2011) ve YORUMLAR

Umut ÇAKMAK*

Özet

Makalenin amacı, Finansal Kırılğanlık Endeksi (FKE) yardımıyla 1989-2011 arasında Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik göstergelerindeki değişim ve bu değişimin sonuçlarının analiz edilmesidir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisi için 8 makro ekonomik temel değişken seçilerek, bir FKE türetilmiştir. Bu sekiz değişken şunlardır: (1) Cari İşlemler Dengesi/GSMH; (2) Reel Kur Endeksi, (3) İthalat/İhracat (4) Kısa Vadeli dış borç/ TCMB döviz Rezervleri; (5) Konsolide Bütçe Dengesi/GSMH; (6) İMKB 100 endeksinin yıllık artış oranı (7) Kısa-vadeli Dış Borç/Orta ve Uzun-vadeli Dış Borç; (8) Kamu Net Borç Stoku/GSMH. Finansal kırılğanlığın arttığını gösteren “eşik değer” 0.40 olarak bulunmuş ve bu eşik değerin hem 1994 hem de 2001 krizlerini önceden tahmin etme yetisi olduğu gözlenmiştir. Endeks değeri; 1992 ve 1999 yıl-sonu itibarıyla düşüken (sırasıyla -0,06 ve 0,25), 1993 yıl-sonunda 0.98; 2000’de ise 0.90 değerine ulaşarak, ekonomide kırılğanlığın arttığına dair çok güçlü sinyaller üretmiştir. Buna karşın endeks değeri, finansal kırılğanlığın arttığını gösteren eşik değere 2001 krizinden sonra hiç ulaşamamış; 2008-2009 krizini öngören bir sinyal üretmemiştir. Ama bu da, 2008-2009 krizinin yurtiçi değil yurt-dışı kaynaklı olduğu göz önüne alınırsa, olması gerektiği gibidir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kırılğanlık Endeksi, Cari İşlemler Açığı, Kamu Tasarruf Açığı.

A Financial Vulnerability Index (Turkey 1989-2011) and Comments

Abstract

The main purpose of this article is to take a snap-shot of the changes that occurred in the key macro variables of the Turkish economy in the past two decades

* Yrd. Doç. Dr., Gazi Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Beşevler/Ankara. Tlf: 0 312 2161120. E-mail adresi: ucakmak@gazi.edu.tr.

and to comment on the results. In this context a Financial Vulnerability Index (FVI) was constructed using the following eight selected fundamental variables for the 1989-2011 period: (1) Ratio of the the Current Account Balance to GDP, (2) The Reel Exchange-Index, (3)Imports/Exports Ratio, (4) Ratio of Short Term Foreign Debt to Central Bank Forex Reserves, (5) Budget Deficits/GNP Ratio, (6) The annual Rate of Increase in the IMKB-100 Index, (7) Ratio of Short-Term to Medium + Long-Term Foreign Debt and (8) Public Debt Stock /GNP Ratio. This FVI, the threshold-value of which is 0.40, was successful in predicting both the 1994 and 2001 currency crises for it has produced strong signals in the years immediately preceding the two “home-made” crises: While low as of the year end of 1992 and 1999 (-0.06 and 0.025 respectively), the index rose precipitously to 0.98 and 0.90 (respectively) as of years’ end of 1992 and 2000. Between 2002-2011, this index oscillated but never crossed the threshold value and thus did not produce any predictive signals preceding the 2008-2009 crises. But considering the fact that the said crises was “imported” and not “home-made”, this is neither surprising nor can be construed as a failure to predict

Key Words: *Financial Vulnerability Index; Current Account Deficit; Public Deficit.*

1. GİRİŞ

Hem dış-açık, hem de iç-açık sorunu eş-anlı olarak ve temelden çözülemediği veya kesin olarak çözüm yoluna girilmiş olduğuna dair algı piyasalarda iyice yerleşmediği sürece, bir finansal kriz olasılığı yüksek kalacaktır. Çünkü risklerin ve risk algılamasının artması veya azalması, hep bu iki temel unsura ilişkin bir iki düzine makro değişkenin orta ve uzun vadedeki hareketi hakkında beklentilere bağlıdır. Krizleri tetikleyen davranışlar ise, bu beklentiler ve algılamalardan kaynaklanır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan dünya ekonomileri, 1970’li yıllardan bu yana önemli krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. 1970 ve 1980’li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde yaşanan istikrarsızlık ve bunun neticesinde yürürlüğe konan birçok başarısız istikrar programları, 1992/93’te Avrupa Döviz Kuru Mekanizması’na (ERM) yönelen spekülasyon atak, 1994’te Meksika’da yaşanan finansal kriz, 1997 Doğu Asya ve takiben 1998 Rusya krizi, 2001 yılında Türkiye’nin yaşadığı finansal kriz ve son olarak da 2008 yılında Amerika Birleşik Devleti’nde başlayan ve daha sonra küresel bir boyut kazanan global kriz, dünya ekonomilerinin karşılaştığı önemli krizlerdir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bütün bu krizler, krizlerin nedenlerinin ve oluşumunun açıklanabilmesi amacıyla teorik altyapısının güçlenmesine yol açmıştır.

Bu bağlamda finansal krizler temel olarak dört grupta incelenebilir: Finansal krizlerin ilki Döviz/Para krizleridir (Currency Crisis). Ülke parasına karşı gerçekleştirilen spekülasyon bir saldırıyla ülke parasının önemli ölçüde

değer kaybettiği veya kamu otoritesinin döviz kurunu savunmak için uluslararası rezervlerini büyük ölçüde kullanmaya başladığı veya yurtiçi faizlerinde keskin bir artışla parasını savunmaya çalıştığı krizlerdir. İkinci finansal kriz türü ise bankacılık krizleridir (Banking Crisis). İflas durumuna gelmiş veya gelme olasılığı olan bankaların, yükümlülüklerini yerine getirme özelliklerini kaybettiği veya kamunun büyük ölçekli müdahalelerle destek vermek zorunda kaldığı durumda ortaya çıkan krizlerdir. Üçüncü finansal kriz türü ise sistemik finansal krizlerdir (Systemic Financial Crisis). Finansal piyasaların etkin bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecek şekilde bozulmalara maruz kaldığı ve bu bozulmalarında reel sektöre zarar verdiği durumda ortaya çıkan krizlerdir. Dördüncü finansal kriz türü ise dış borç krizidir (Foreign Dept Crisis). Bir ülkenin özel veya kamu sektörü borçlarını ödeyemez hale gelmesidir. Bütün bu finansal kriz türleri birlikte veya karşılıklı etkileşim halinde birbirlerini tetikleyerek ortaya çıkabilirler (IMF, 1998:74-75).

Döviz/Para Krizlerinin teorik altyapısı ise, genel bir yaklaşımla “üç nesil kriz modelini” içermektedir. 1. ve 2. Nesil Kriz Modelleri olarak adlandırılan iki model dışında, özellikle Asya krizini açıklamaya ve döviz/para ile banka krizleri arasında ilişki kurmaya çalışan 3. Nesil Kriz Modeli de iktisat literatürüne girmiştir. Her bir nesil kriz modeli krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çektiği için gelmekte olan krizin olası semptomlarının ne olduğunu anlamaya yardımcı olmaktadır. Belirtmek gerekir ki, bu modeller esasen birbirlerinin yerini alan modeller olarak değil, birbirlerini tamamlayan modeller olarak görülmelidir.

Krizlerin temel ayrımlarının yanı sıra, Post-Keynesyen iktisatçı Hyman Minsky'nin ortaya koyduğu “Finansal Kırılganlık Hipotezi” de, özellikle 2008 küresel krizinden sonra adından sıkça söz ettirir hale gelmiştir. Minsky'ye göre finansal kırılganlık hipotezi, Keynes'in Genel Teorisi'nin bir izahı ve özüdür. Finansal kırılganlık hipotezi, hem deneysel, hem de teorik bir bakış açısına sahip olan bir hipotez olarak değerlendirilmektedir. Deneysel bakış açısında ifade edilmek istenen durum kapitalist ekonomilerin belli aralıklarla enflasyon ve borç deflasyonu dönemlerine girerek, kontrolden çıkma potansiyeline sahip olduğudur. Ekonomi teorisi olarak finansal kırılganlık hipotezi, Keynesyen Genel Teori'nin esaslarına dayanan bir yorum içermektedir. Minsky'ye göre iktisadi sistemin ekonomideki dalgalanmalara karşı tepkisinin, dalgalanmayı güçlendirmesi şeklinde olduğunu vurgulamıştır. Yani enflasyon enflasyonist süreci, deflasyon da deflasyonist süreci beslemektedir Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezi, kapitalist finansal sistemlerin finansal istikrarsızlığa karşı doğal bir eğiliminin olduğunu ileri sürmektedir (Minsky, 1992:1-9).

Türetilmiş analitik veya teorik ağırlıklı o kadar çok çalışma yapılmıştır ki, bu çalışmalara ilişkin “*yazın taranması*” şeklinde makale de yazılabilir. Bu çalışmada ise, 1989–2011 arasındaki Türk Ekonomisinin gidişatı hakkında --*ex-post facto* da olsa-- öngörülse bir işleve de sahip olacağını düşündüğümüz bir Finansal Kırılganlık Endeksi (FKE), bazı kilit makro değişkenleri dikkatle seçerek türetilmeye çalışılmıştır.

Makalenin ikinci bölümünde, FKE’de kullanılan değişkenlere ilişkin değerlendirmelere ve gerekçelere yer verilmiş ve daha sonra FKE türetilmiştir. Makalenin üçüncü bölümünde ise, FKE’den çıkan sonuçlara ve bu sonuçlar bağlamında 2000’li yıllarda Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik yapısındaki değişimlere ilişkin analizlere yer verilmiştir. Son bölümde ise makaleden çıkan sonuçlara ilişkin genel bir değerlendirme yapılmıştır.

2. FİNANSAL KIRILGANLIK ENDEKSİ: TÜRKİYE 1989–2011

2.1. Finansal Kriz Öncü Göstergeleri

Bir Finansal Kırılganlık Endeksi’nin “ürettiği öngörülerin gerçekleşme olasılığına ait güvenilirliğinin” yüksek olması için veri setinin geniş tutulması gerekmektedir. Çünkü finansal krizler, çoğu kez birçok temel makro değişkendeki bozulmadan veya bozulma beklentisinden, yapısal zaafardan ve de politik/ekonomik dışsal olumsuzlukların doğmasından kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı krizler üzerine 1990’lı yıllarda yapılan birçok çalışmada, önemli kriz göstergeleri olarak sayılabilecek çeşitli değişkenler/oranlar yazarlar tarafından vurgulanmıştır¹.

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998:4–15) bu göstergeleri şu şekilde özetlemiştir:

¹ Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, (1998) “Leading Indicators of Currency Crises” *IMF Staff Paper* Vol:45, No:1), Mart:1-48.
Bustelo (2000) “Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for new Indicators”, *Emerging Markets Review*, Vol: 1, No: 3: 229–251.
Frankel ve Rose (1996) “Currency Crashes in Emerging Markets; An Empirical Treatment”, *Journal of International Economics*, Vol:41, No:3–4:351–366.
Milesi-Ferretti ve Razin (1998) “Current Account Reversals and Currency Crises”, *NBER Konferans Metni*, Cambridge, Şubat 6-7:1-50.
Reinhart, Carmen, Goldstein M. ve Kaminsky G.(2000) “Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets”, *University of Maryland, College Park, Department of Economics MPRA Paper No:13629:1-56*

i. Sermaye hesabına ilişkin: Uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa dönemli sermaye akımları, doğrudan yabancı sermaye, yurt-ıçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklar.

ii. Borç profiline ilişkin: Toplam dış borç, kamu dış borcu, kısa dönemli borçlar, borç servisi ve yabancı yardımlar.

iii. Cari işlemler hesabına ilişkin: Reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, tasarruflar ve yatırımlar.

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

v. Finansal serbestleşmeye ilişkin: Kredi büyümesi, para çarpanındaki değişme, reel faiz oranları, banka borç ve mevduat faiz oranları arasındaki fark.

vi. Reel sektöre ilişkin: Reel GSMH büyüme hızı, üretim, ücretler, hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler, istihdam/işsizlik.

vii. Mali değişkenlere ilişkin: Mali açık, kamu tüketimi ve kamu sektörüne yönelik krediler.

viii. Kurumsal–Yapısal faktörlere ilişkin: Döviz kontrolleri, finansal serbestleşme, bankacılık krizleri, geçmişte yaşanan döviz krizleri.

ix. Politik değişkenlere ilişkin: Hükümet değişikliği, yeni maliye bakanı, politik istikrarsızlık, seçim.

x. “Diğer” finansal değişkenler: Merkez bankasının bankacılık sistemine aktardığı kredi miktarı, tahvil getirileri, yurt-ıçi enflasyon oranı, “gölge” döviz kuru, M2/uluslararası rezervler.

Adı geçen çalışmaları da dikkate alarak, 1989–2011 Türkiye ekonomisi için oluşturulacak bir Finansal Kırılganlık Endeksi’nde kullanılması düşünülebilecek bir düzineyi aşkın değişken arasından, titizlikle ve analitik bakış açısıyla yapılan değerlendirmeler sonucunda 8 temel değişken belirlenmiştir. Seçilen bu değişkenler, yaşanan birçok finansal kriz öncesinde bozulma eğilimine giren ve literatürde önemli olduğu vurgulanan makro ekonomik değişkenleri içermektedir. Endeks, 1989–2011 dönemi için oluşturulmuş ve yıllık veriler kullanılmıştır. Seçilen oranlar ve bunların nasıl işlenmiş olduğuna dair bilgiler aşağıda sunulmuştur.

2.2. Seçilmiş Değişkenlere İlişkin Değerlendirmeler ve Gereçekler

2.2.1. Cari İşlemler Dengesi: CİD/GSMH

Finansal krizlerin oluşumunda “öncü gösterge” olarak iktisat literatüründe genel kabul görmüş değişkenlerden birisi CİD/GSMH’dır.

Dornbusch'a (2001:3) göre, Cari İşlemler Açığı (CİA)/GSMH oranının %4'ü geçmesi ülkeyi krize sürükleyebilir. Eski Amerikan Hazine Sekreteri Lawrence Summers'ın Meksika finansal krizi ile ilgili olarak 1996 yılında "The Economist" dergisinde yer alan makalesinde, "özellikle hızlı bir şekilde ters çevrilebilecek nitelikte finanse edilen cari işlemler açıklarının GSMH'nin %5'ini aşması", tehlike sınırı olarak belirlenmiştir (Roubini ve Wachtel, 1998:5). Boratav'a göre, CİA/GSMH oranının 1.3–1.5 düzeylerinde kalması, Türkiye ekonomisi için rahatlıkla karşılanabilir bir seviyedir (Boratav, 2001:8). Uygur'a göre ise, cari açığın kritik eşik değeri Türkiye için %3.5'tir (Uygur, 2001:17).

2.2.2. Reel Döviz Kuru Endeksi

Çalışmada kullanılan Reel Döviz Kuru Endeksi, IMF tanımına göre 19 ülke parası içeren bir sepet ve Tüketici Fiyatları (TÜFE) kullanılarak Merkez Bankası tarafından hesaplanmış verilerden alınmıştır. Endekste ki artış TL'nin reel değer kazandığını ifade etmektedir.

Reel döviz kuru endeksi, ulusal paranın yabancı paralar karşısında ne ölçüde değer kazandığını/kaybettiğini göstermesi bakımından önemli bir öncü göstergedir. Dornbusch'a (2001) göre, bir ülke parasının %25 reel değer kazanmış olması, bu ülkeyi krize sürükleyebilir. Sürükler değil, sürükleyebilir; çünkü ülke parasının reel değer kazanmış olması, illa ki paranın aşırı değerlendirilmiş² olduğu anlamına gelmez. Ülke parasındaki reel değer artışı, tamamen veya bir ölçüde toplam faktör verimliliğindeki artışlar ile telafi edilmiş olabilir. Belirtmek gerekir ki, Merkez Bankası'nın TÜFE bazlı reel döviz kuru endeksine göre, 2000 yılı boyunca yaklaşık %15; 1999 ve 2000 yıllarında %22 oranında TL reel değer kazanmıştır. Türkiye'de 2001–2007 döneminde TL'nin kümülatif reel değer artışı %65'leri bulmuştur. Benzer şekilde, *Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı'nın* uygulanmaya başlandığı 1987 yılı ile 1992 arasında Meksika Pezo'sunun reel değer kazanma oranı %60'ları geçmiştir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996:50). Meksika parasının 1994 krizinden önceki 24 ayda reel değer kazanma oranı ise %13.1'dir. Finansal krizden önceki 24 ay boyunca Asya ülkelerinde ulusal paraların reel değer kazanma oranları ise şöyledir: Endonezya'da %12.1, Malezya'da %12.8, Tayland'da %15.5, Filipinlerde %17.7 (Uygur, 2001:18).

Öte yandan şu noktayı da vurgulamak gerekir: Dornbusch'un, "ulusal paranın %25 değer kazanmasını" tehlike sınırı olarak belirtmesine

² Ulusal paranın reel değer kazanması ve aşırı reel değer kazanması farklı iki kavramı ifade eder: Ulusal para reel değer kazanmaya devam ederken, CİA/GSMH oranı sürekli bir yükselme trendi gösteriyorsa (göstermiyorsa) para aşırı değerlendirme yolundadır, denilebilir (denemez).

şerh düşmek gerekir. Şöyle ki; bir ulusal para belirli bir dönem zarfında %25 reel değer kazanırken, aynı dönem zarfında, eğer o ülkedeki toplam faktör verimliliği (TFV) artış hızı ile temel ticari rakiplerinin TFV artış hızı arasındaki fark o ülke lehine %25 veya daha fazla açılmış ise, bu gelişme ulusal paranın reel değerindeki yükselmeyi telafi eder ve dolayısıyla CIA yükselmeyebilir. Nitekim 2001–2007 arasında TL’de oluşmuş olan 65 puanlık kümülatif reel değer artışının bir kısmı, özellikle 2001–2006 arasında oluşan toplam faktör verimliliği artışları ile bir miktar telafi edilmiştir, denilebilir.

2.2.3. Toplam İhracat/Toplam İthalat

Cari İşlemler Dengesi/GSMH oranı çalışmada kullanılmış iken, ihracatın ithalatı karşılama oranının (X/M) çalışmada kullanılmış olması gereksiz görülebilir. Gerçi, 1994 ve 2001 krizleri öncesinde CİD/GSMH ve X/M değişkenlerindeki seyir paralellik göstermiştir. Ama 2002 yılından sonra cari işlemler dengesinin hızla bozulma trendine girmesine ve 2006 yılı sonunda %-6.1 gibi yüksek bir rakama ulaşmış olmasına rağmen, X/M oranında 1993 ve 2000 yıllarında olduğu gibi keskin bir düşüş gözlemlenmemiş; hatta 2006 yılından sonra tekrar artış eğilimi hakim olmuştur. Dolayısıyla 2002 yılından itibaren TL önemli ölçüde reel değer kazanmış olmasına rağmen, ihracattaki artışın (2009 yılı hariç) hız kesmeden sürmesi Türkiye ekonomisi için olumlu bir gelişme olarak görülebilir.

2.2.4. Kısa Vadeli Dış Borç/ Merkez Bankası Döviz Rezervleri

Kısa vadeli dış borçların, bankacılık sektörünün yurt dışı bankalardan sağladığı kısa vadeli sendikasyon kredilerini de içermesi, finansal krizlerin tahmininde bu değişkeni önemli hale getirmektedir. Örneğin; 1994 krizi öncesinde bu oranın önemli ölçüde yükseldiği görülür (2.94). Asya krizi öncesinde de aynı oran, Tayland’da %1.45’e; Malezya’da 0.61’e ve Filipinlerde 0.85’e ulaşmıştır. Türkiye’de aynı oranın, Malezya ve Filipinlere kıyasla oldukça yüksek seyretmesi ve 2000 yılı sonunda Tayland’ın düzeyine yaklaşması, kriz olasılığının arttığını gösteren önemli bir sinyaldir (Uygun, 2001:16).

2.2.5. Konsolide Bütçe Dengesi/GSYİH ile Net Kamu Borç Stoku/GSYİH

1970’lerde Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin nedenlerini ve ortaya çıkış mekanizmalarını anlamaya yönelik olarak Salant-Hendersen (1978), Krugman (1979) ile başlayan ve Flood-Garber’in (1984) yaptığı

çalışmayla geliştirilen 1. Nesil Kriz Modelleri³, krizi tetikleyen temel makro ekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve ani spekülasyon atakla başlayan para/döviz krizlerinin nedenlerini, sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği ile tutarsız iktisadi politika uygulamalarına bağlamaktadır. Bu tutarsız politikalara en çarpıcı örnek ise, bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit/yarı sabit kur rejiminin birlikte uygulanmasıdır. Ayrıca 1. Nesil Modellerde; bütçe açığı, enflasyon ve kamu borç stoku gibi temel makro ekonomik göstergeler (fundamentals) finansal bir krize yol açacak ölçüde zayıftır (Çakmak, 2007:83). 1. Nesil Kriz Modelleri'nde de vurgulandığı üzere, kamu tasarruf açıkları finansal krizlerin oluşumunda önemli bir öncü göstergedir.

Bunun yanı sıra, bütçe açığının ve kamu borç stokunun GSYİH'ya oranı, AB'ye üye ülkelerin Ekonomik ve Parasal Birliğe katılabilmeleri için gerekli şartları belirleyen Maastricht Kriterleri'nin de önemli iki maddesi arasındadır. Ancak ne var ki, makalenin kaleme alındığı tarihlerde, başta Yunanistan, İtalya, Portekiz ve İspanya olmak üzere birçok Avrupa Birliği üyesi ülke derin bir finansal krizle boğuşmakta ve birçoğu Maastricht Kriterleri'ni sağlayamamaktadır. Adı geçen ülkeleri krize sürükleyen temel makro ekonomik göstergelerin başında ise, yüksek ve sürdürülemez boyutlara ulaşan kamu borçları gelmektedir.

Bütün bu gerekçelerle, hem bütçe açığının hem de kamu borç stokunun GSYİH içindeki payı Finansal Kırılganlık Endeksi'ne dahil edilmiştir.

2.2.6. Kısa Vadeli Dış Borç/Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç

Kısa vadeli dış borç/orta ve uzun vadeli dış borç oranının yükselmesi de finansal krizlerin oluşumunda önemli bir öncü göstergedir. Bu oranın artması, yabancı para cinsinden borç çevrim sorunun gündeme gelmesine yol açmakta; bu ise döviz piyasalarında baskı oluşturarak finansal kırılganlığı artırmaktadır.

2.2.7. İMKB 100 Endeksinin yıllık artış oranı

Kriz öncü göstergesi olarak hisse senedi fiyatları (İMKB 100) ele alınmasının nedeni, kriz dönemleri öncesinde hisse senedi fiyatlarının aşırı

³ Birinci Nesil Kriz Modelleri için temel referans kaynaklar şunlardır:
Salant, Stephen ve D. Henderson (1978), "Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold", *Journal of Political Economy*, Vol:86: 627-648.
Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol:11, No:3: 310-325.
Flood, Robert ve P. M. Garber (1984), "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, Vol:17: 1-13.

yükselmesi ve bu balonun patlamasıyla finansal sektörde dengesizliklerin yaşanmasıdır. Buna en iyi örnek, 1929 bunalımı ve 2007-2008 Mortgage Krizi öncesinde ABD’de borsanın hızlı yükselişi⁴ ile oluşan spekülâtif menkul kıymetler balonudur.

2.3. Finansal Kırılganlık Endeksinin Oluşturulması

Finansal Kırılganlık Endeksi oluşturulurken izlenen yöntem şu olmuştur: Endeks oluşturulmadan önce Excel programında değişkenlerin standardize edilmiş değerlerine ulaşılmıştır. Her bir değişkenin 23 ayrı gözlem verisi (x), $(x-\mu)/\sigma$ formülü kullanılarak standardize edilmiştir. Yani her bir değişkenin değerleri, değişkenin ortalamasından (μ) çıkartılmış ve değişkenin standart sapmasına (σ) bölünmüştür. Tanım gereği, bu işlem sonucunda her bir serinin ortalaması 0, varyansı ise 1 çıkmıştır. Tablo 2’nin son sütununda yer alan “sonuç” bölümü, 8 değişkenin eşit oranda ağırlıklandırılarak ($1/8=0,125$ ile çarpılarak) hesaplanmış endeks değeridir. Endeks değerinin büyümesi --tanım gereği-- kriz riskini artırır. Bu nedenle CİD/GSMH ve İhracat/İthalat değişkenlerine ait seriler -1 ile çarpılmış, daha sonra standardize edilerek bu iki değişkenin endeks değerleri oluşturulmuştur. Vurgulamak gerekir ki, ağırlıklandırmanın eşit oranda olması elbette şart değildir. Ağırlıklandırma herhangi başka bir şekilde de yapıp, bazı değişkenlere az, bazılarına daha çok ağırlık verilebilirdi; ancak bu oldukça keyfi olurdu.

Oluşturulan Finansal Kırılganlık Endeksi’nin standart sapması 0.40 çıkmıştır. Bu nedenle grafikte kriz olasılığının arttığını gösteren “eşik değer çizgisi”, standardize edilmiş ve ağırlıklandırılmış serinin (Tablo 2’deki son sütun) 1 standart sapması olarak kabul edilmiş ve 0.40’tan geçmiştir.

⁴ ABD’de Dow Jones Sanayi Endeksi, 2003 yılının başlarında 8000’lerden 2006 yılı başında 10000’lere, 2007 yılında ise 14000’lere kadar yükselmiştir (Akkemik, 2011:186).

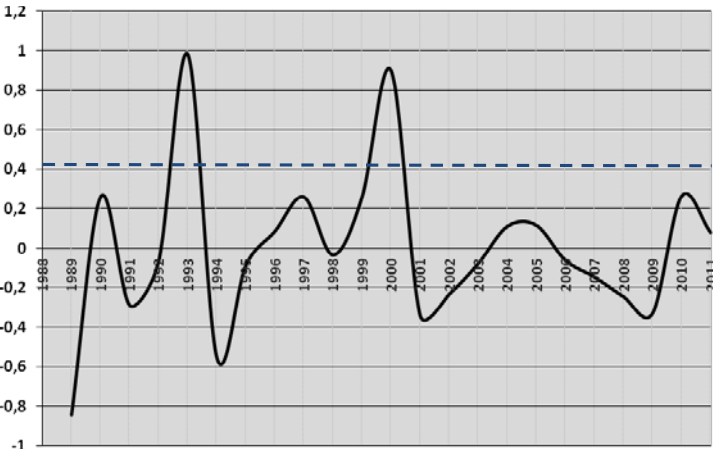
Tablo 1: Finansal Kırılganlık Endeksinde Kullanılan Ham Veriler

Yıllar	Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%'si)1	Reel Kur Endeksi (1995=100)2	İhr/İth (ihracatın ithalata karşılama oranı)3	Kısa Vadeli Dış Borç/ Rezervler4	Konsolide Bütçe Dengesi/GSYİH (%'si) 5	İMKB 100 Endeksinin yıllık artış oranı 6	Kısa Vadeli Dış Borç/ Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç 7	Kamu Net Borç Stoku/GSYİH 8
1989	0,7	106,5	73,6	1,26	-2,5	70	0,16	0,25
1990	-1,3	117,0	58,1	1,64	-2,3	348	0,24	0,29
1991	0,1	112,9	64,6	1,97	-4	-8	0,22	0,36
1992	-0,5	114,9	64,3	2,07	-3,2	7	0,29	0,37
1993	-2,7	125,7	52,1	2,94	-5	164	0,38	0,37
1994	1,5	95,7	77,8	1,62	-2,9	106	0,20	0,46
1995	-1,0	103,1	60,6	1,28	-3	91	0,27	0,42
1996	-1,0	101,7	54,2	1,04	-6	63	0,27	0,47
1997	-1,0	115,9	54,1	0,95	-5,8	199	0,26	0,43
1998	0,7	120,9	58,7	1,05	-5,5	58	0,27	0,44
1999	-0,4	127,3	65,4	0,98	-8,9	78	0,28	0,61
2000	-3,7	147,6	51,0	1,12	-8,2	149	0,31	0,60
2001	1,9	116,3	75,7	0,88	-12,4	-30	0,16	0,66
2002	-0,3	125,4	69,9	0,6	-11,9	8	0,14	0,61
2003	-2,5	140,6	68,1	0,68	-8,8	11	0,19	0,55
2004	-3,7	143,2	64,8	0,89	-5,4	62	0,25	0,49
2005	-4,6	171,4	62,9	0,79	-1,3	47	0,29	0,41
2006	-6,1	160,1	61,3	0,73	-0,6	35	0,25	0,34
2007	-5,9	190,3	63,1	0,6	-1,6	21	0,20	0,29
2008	-5,7	168,8	65,4	0,76	-1,8	-21	0,23	0,28
2009	-2,3	170,2	72,5	0,7	-5,5	-0,7	0,22	0,32
2010	-6,4	189,3	61,4	0,96	-3,6	58	0,27	0,28
2011	-10,0	164,8	61,6	1,07	-1,4	2	0,26	0,22

1. Veriler, www.dpt.gov.tr / Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2010)/ Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi/ Tablo 3-1'den alınmıştır. 2011 yılı tarafımdan hesaplanmıştır.
2. Veriler, www.tcmb.gov.tr / EVDS/ Arşiv/ Kurlar, reel efektif döviz kuru endeksleri, 1995=100, linkinden alınmıştır.
3. Veriler, www.dpt.gov.tr / Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2010)/ Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi/ Tablo 3-2'den alınmıştır. 2011 yılı tarafımdan hesaplanmıştır.
4. Kısa Vadeli Dış Borç verileri, www.dpt.gov.tr / Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2010)/ Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi/ Tablo 3-10'dan; Rezervler ise www.tcmb.gov.tr / EVDS/ Genel İstatistikler/ Merkez Bankası Rezervleri kısmından elde edilmiş ve oran tarafımdan hesaplanmıştır.
5. Veriler, www.dpt.gov.tr / Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2010)/ Kamu Finansmanı/ Tablo 5-12'den alınmıştır. 2011 yılı tarafımdan hesaplanmıştır.
6. Veriler, www.tcmb.gov.tr / EVDS/ Genel İstatistikler/ İMKB Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi linkinden alınmıştır.
7. Veriler, www.dpt.gov.tr / Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2010)/ Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi/ Tablo 3-10'dan alınmıştır. 2011 yılı tarafımdan hesaplanmıştır.
8. Kamu Net Borç Stoku/GSYİH verilerinin 1989-2000 yılları arası, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" metninden; 2001-2011 yılları ise, www.hazine.gov.tr / İstatistikler / Kamu Finansmanı İstatistikleri / Kamu Net Borç Stoku linkinden alınmıştır.

Tablo 2: Standardize Edilmiş 8 Değişken ve Bu Değişkenlerin Ağırlıklı Ortalaması

Yıllar	Cari işl. Dengesi/G SMH (%'si, eksi işaretli)	Reel Kur Endeksi	İhr/İth (ihracatın ithalata karşılama oranı, eksi işaretli)	Kısa Vadeli Dış Borç/ Rezervler	Konsolide bütçe dengesi/ GSYİH (%'si)	İMKB 100 endeksinin yıllık artış oranı	Kısa Vadeli Dış Borç/ Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç	Kamu net borç stoku/GSYİH	SONUÇ (0.125 ile ağırlıklandırılmış)
1989	-1,02	-1,02	-1,40	0,19	-0,71	0,05	-1,55	-1,29	-0,844
1990	-0,35	-0,66	0,75	0,86	-0,77	3,30	-0,07	-0,98	0,260
1991	-0,82	-0,80	-0,15	1,45	-0,26	-0,87	-0,44	-0,42	-0,289
1992	-0,62	-0,73	-0,11	1,62	-0,50	-0,69	0,85	-0,35	-0,066
1993	0,11	-0,36	1,58	3,17	0,04	1,15	2,51	-0,35	0,981
1994	-1,29	-1,40	-1,98	0,82	-0,59	0,47	-0,81	0,36	-0,553
1995	-0,45	-1,14	0,41	0,22	-0,56	0,29	0,48	0,05	-0,088
1996	-0,45	-1,19	1,29	-0,21	0,35	-0,03	0,48	0,44	0,085
1997	-0,45	-0,70	1,31	-0,37	0,29	1,56	0,30	0,13	0,259
1998	-1,02	-0,53	0,67	-0,19	0,20	-0,09	0,48	0,21	-0,034
1999	-0,65	-0,30	-0,26	-0,31	1,23	0,14	0,67	1,54	0,258
2000	0,45	0,40	1,74	-0,06	1,01	0,97	1,22	1,47	0,900
2001	-1,42	-0,69	-1,69	-0,49	2,29	-1,12	-1,55	1,94	-0,341
2002	-0,69	-0,37	-0,88	-0,99	2,13	-0,68	-1,92	1,54	-0,233
2003	0,05	0,16	-0,63	-0,84	1,20	-0,64	-0,99	1,07	-0,078
2004	0,45	0,25	-0,18	-0,47	0,17	-0,05	0,11	0,60	0,110
2005	0,75	1,22	0,09	-0,65	-1,08	-0,22	0,85	-0,03	0,116
2006	1,25	0,83	0,31	-0,76	-1,29	-0,36	0,11	-0,58	-0,061
2007	1,18	1,88	0,06	-0,99	-0,98	-0,53	-0,81	-0,98	-0,146
2008	1,12	1,13	-0,26	-0,70	-0,92	-1,02	-0,26	-1,05	-0,245
2009	-0,02	1,18	-1,24	-0,81	0,20	-0,78	-0,44	-0,74	-0,331
2010	1,35	1,84	0,30	-0,35	-0,38	-0,09	0,48	-1,05	0,263
2011	2,55	1,00	0,27	-0,15	-1,05	-0,75	0,30	-1,53	0,080



Şekil 1:

Finansal Kırılganlık Endeksi: Türkiye 1989-2011

3. FİNANSAL KIRILGANLIK ENDEKSİNDEN ÇIKAN SONUÇLAR BAĞLAMINDA BAZI DEĞERLENDİRMELER VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE İLİŞKİN ANALİZLER

Türetilen Finansal Kırılğanlık Endeksi'nin, 1994 ile 2001 para/döviz krizlerini öngördüğü söylenebilir. Tablo 2'nin son sütunu ve Şekil 1'den görüldüğü üzere, 1992 ve 1999 yıl-sonu itibariyle endeks değeri düşüken (sırasıyla -0,06 ve 0,25), 1993 ve 2000 yılının sonları itibariyle hızla yükselip, eşik değerin (0.40'ın) oldukça üstünde rakamlara ulaşmıştır: 1993 yılı için 0,98, 2000 yılı için ise 0,90... Bu gelişme; 1993 ve 2000 yılında Türkiye ekonomisinde finansal kırılğanlığın büyük ölçüde arttığını ve temel makro değişkenlerin spekülative bir saldırıya zemin sağlayacak değerler edindiğinin sinyalini vermiştir. Nitekim eşik değer çizgisinin belirgin bir biçimde geçildiği 1993 ve 2000 yıllarını takip eden 3 ay içerisinde, Türkiye ekonomisi spekülative saldırılar ve finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Kısacası türetilen endeks; hem 1993, hem de 2000 yılının ortası itibariyle, açık bir şekilde kriz olasılığı yükseliyor uyarısını vermiştir.

2001 krizinden sonra hızla düşen endeks değeri, 2001 yılından sonra tedrici olarak artma eğilimine girmiş ve 2005 yılında tepe yapmış olsa da, 2005-2008 yılları arasında tekrar düşüş eğilimi göstermiş ve global krizin Türkiye'de tam olarak etkisinin hissedildiği 2009 yılında dip yapmıştır. 2010 yılında endeks değeri artma eğilimine girmiş olsa da, 2011 yılında tekrar yönünü aşağıya çevirmiştir.

Bu noktada akla şu soru gelebilir: Finansal Kırılğanlık Endeksi Türkiye ekonomisinin yaşadığı 2008-2009 krizini neden öngörememiştir? 2008'de başlayan ve 2009 yılında Türkiye ekonomisinin %-4.8 küçülmesine yol açan kriz, 1994 ve 2001 yıllarında olduğu gibi Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinden değil, küresel bir krizin yansıması olduğu için endeks değeri sinyal üretmemiştir, denilebilir. Nitekim 2009 yılında küçülen Türkiye ekonomisi, 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla %9 ve %8.5 gibi yüksek büyüme oranlarını yakalayarak küresel krizden --her ne kadar bir takım makro ekonomik riskler mevcut olsa da-- sıyrılmayı başarmıştır.

Aşağıdaki bölümde, Finansal Kırılğanlık Endeksi bağlamında Türkiye ekonomisinin 2000'li yıllarındaki temel makro ekonomik yapısının ve bu yapıdaki değişimlerin olumlu ve olumsuz yönleri analiz edilmeye çalışılacaktır.

3.1. Türkiye Ekonomisinin Temel Makro Ekonomik Yapısındaki Değişimler ve Analizler

3.1.1. Cari İşlemler Açığı Sorunu ve Değerlendirmeler

Bütün iktisat literatürü taransa ve bir ekonomide finansal kırılğanlığın arttığını gösteren en önemli makro ekonomik değişken

hangisidir diye sorulsa, büyük ihtimalle sorunun cevabı cari işlemler açığı olurdu. Nitekim 1994 ve 2001 krizleri öncesinde de cari işlemler açığının önemli ölçüde arttığı gözlemlenmektedir. Ancak Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığındaki yüksek oranlı ve sürekli artış --Tablo 1'den de izleneceği üzere-- esas itibarıyla 2003 yılından sonra gerçekleşmiştir. 2009 yılında krizin etkisiyle bir miktar gerileyen açık, 2011 yılında %10 gibi Cumhuriyet tarihinde rekor sayılabilecek bir seviyeye ulaşmıştır. Peki, bu denli yüksek seyreden cari açık, özellikle 2003-2008 dönemi boyunca döviz kurları üzerinde neden ciddi bir baskı oluşturarak, “*kendi kendini gerçekleştiren kehanet*”⁵ misali Türkiye ekonomisini finansal bir krize sürüklememiştir? Aksine, bu denli yüksek cari açığa karşın döviz kurları düşme eğilimini sürdürmüştür. Sorunun cevabı --kanımca-- ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabında gizlidir. Konunun analiz edilmesi amacıyla; cari işlemler dengesinin, sermaye ve finans hesabının, Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervlerinin ve ABD Doları ortalama döviz alış kurunun birinci 6 aylık ve yılsonu verileri Tablo 3'te sunulmuştur:

Tablo 3'ten de görüldüğü üzere, 2003-I ile 2008-I dönemi boyunca artan cari işlemler açığı sermaye ve finans hesabıyla kapatılmış; hatta yoğun sermaye girişleri cari açığı kapatmakla kalmayıp önemli ölçüde döviz fazlası vermeye yol açmıştır. Artan döviz fazlası ise, Merkez Bankası (MB) Brüt Döviz Rezervlerini 30 milyar \$'dan 70 milyar \$'a yükseltmiştir. Döviz arzının bu denli artması, döviz kurları üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmuş ve 2003-I ile 2008-I dönemi boyunca TL'nin ABD Doları'na karşı yaklaşık %20 oranında reel değer kazanmasına neden olmuştur. Nitekim Tablo 1'de yer alan ihracatın ithalatı karşılama oranı TL'nin reel değer kazandığı bu dönemde düşüş göstermiştir. Ancak 2008 yılında başlayan küresel kriz, 2008 yılının ikinci ve 2009 yılının ilk yarısında sermaye girişlerinin önemli ölçüde düşmesine ve cari açığın finanse edilememesine yol açmıştır. Böyle bir gelişme ise, 2009 yılının ilk yarısında döviz kurunun sert bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Ancak 2009 yılının ikinci yarısından 2011 yılının ilk yarısına kadarki dönemde tekrar artma eğilimine giren ve cari açığın üzerinde gerçekleşen sermaye

⁵ İkinci Nesil Kriz Modelleri'nde, sabit/yarı sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde iktisadi ajanların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşimin, kendi kendini gerçekleştiren beklentiler vasıtasıyla oluşan krizlere yol açabileceği vurgulanmıştır. Başka bir ifadeyle, temel ekonomik verilerde ciddi bozulmalar olmaksızın (bütçe açığı, enflasyon oranı ve döviz rezervleri gibi), iktisadi ajanların içsel ve/veya dışsal nedenlerle de tetiklenebilen beklentilerindeki ani değişimler ekonomide parasal istikrarsızlık yaratılmakta ve finansal bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli rol oynayabilmektedir. Kısaca 2. Nesil Kriz Modelleri, “temel ekonomik göstergeler, ne spekülasyon atığı önleyecek kadar güçlü, ne de spekülasyon atığı kaçınılmaz kılacak ölçüde zayıftır” şeklinde özetlenmektedir (Obstfeld, 1996:1037-1047).

hareketleri, döviz kuru üzerindeki baskının azalmasına ve kurun ortalama 1.50 civarında kalmasına yol açmıştır.

**Tablo 3: Cari İşlemler Dengesi, Sermaye ve Finans Hesabı,
Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri ve
ABD Dolar'ı Ortalama Döviz kuru (2003-2011)**

Dönemler	Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD \$)	Sermaye ve Finans Hesabı (milyar ABD \$)	Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (milyar ABD \$)	ABD Doları Ortalama Döviz Alış Kuru
2003-I	-5.40	3.25	28.66	1.57
2003-II	-2.10	3.90	33.61	1.41
2004-I	-9.53	11.4	33.8	1.38
2004-II	-4.89	6.30	36.00	1.45
2005-I	-12.59	18.07	39.96	1.33
2005-II	-9.71	24.61	50.51	1.34
2006-I	-19.46	23.83	56.73	1.38
2006-II	-12.78	18.85	60.91	1.47
2007-I	-19.63	24.74	68.25	1.36
2007-II	-18.79	24.54	73.31	1.23
2008-I	-27.75	27.73	75.90	1.22
2008-II	-13.76	6.97	71.00	1.36
2009-I	-7.04	-3.10	65.86	1.60
2009-II	-6.32	13.16	70.71	1.48
2010-I	-19.74	28.29	71.01	1.51
2010-II	-26.89	30.63	80.72	1.48
2011-I	-44.68	47.43	93.73	1.56
2011-II	-32.21	19.16	78.45	1.77

Kaynak: www.tcmb.gov.tr / EVDS / Ödemeler Dengesi Analitik Sunum ile Kurlar-Döviz Kurları

Tablo 3'ten görüldüğü üzere, 2011 yılının ikinci yarısında sermaye girişlerinin keskin bir şekilde düşüş göstermesi ve cari açığın finansman sorununun tekrardan ortaya çıkması, döviz kuru üzerinde ciddi bir baskı oluşturarak ortalama kuru 1.80'lere kadar taşımıştır. Merkez Bankası verilerine göre, ABD \$'ı alış kuru 30.12.2011 tarihinde 1.906 gibi rekor seviyesine ulaşmış ve Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale etmek zorunda kalmıştır.

Yukarıdaki paragraflarda özetlenen gelişmelerin imlemi şudur: Türkiye ekonomisinde döviz kurlarının seyrini çok büyük ölçüde döviz arz ve döviz talebi belirlemektedir. 2003-2008 döneminde çok yüksek düzeylere ulaşan cari açık verilerine karşın döviz kurları –Merkez Bankası'nın yoğun

müdahalelerine rağmen⁶—düşüş eğilimini sürdürmüştür. Küresel krizin Türkiye ekonomisinde yaşandığı 2009 yılında dahi Dolar'ın ortalama fiyatı 1.30'lardan ancak 1.50'lere yükselmiştir. Buna karşın, Türkiye ekonomisinin küresel krizden ayrıştığı ve %8.5 gibi yüksek oranlı büyüdüğü 2011 yılında döviz kuru 1.90'lara kadar yükselmiştir. Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinin 2000'li yıllarında döviz kurlarının temel belirleyicisi, küresel kriz ve cari işlemler açısından daha çok, döviz arz ve talebi arasındaki denge ve bu dengenin orta ve uzun vadedeki seyrine ilişkin olumlu/olumsuz beklentiler olmuştur, denilebilir.

Peki, 2003-2008-I dönemi boyunca cari işlemler açığını finanse eden yoğun sermaye girişlerinin temel nedenleri nelerdir? Bu temel nedenler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

(i) 2001 krizinden sonra hazırlanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile bankacılık sektöründeki “çürük bankaların” elenerek finans sektörün sağlamlaştırılması, ekonomide kırılganlığın azalmasına yol açmıştır.

(ii) TL'nin reel değer kazanmasına ve dış ticaret açıklarının artmasına rağmen, artan toplam faktör verimliliği⁷ ve ihracatçı sektörün küresel rekabete eskisine kıyasla daha iyi uyum sağlaması sayesinde 2001–2007 arasında ihracatın ortalama %25'ler civarında artması, gerek iç gerekse de dış piyasalarda Türkiye ekonomisine olan güveni arttırmıştır.

(iii) 3 Ekim 2005 tarihinde Avrupa Birliği ile Tam Üyelik Müzakereleri'nin başlaması, Batı'da güveni arttıran ve Türkiye hakkındaki değerlendirmeleri olumlu etkileyen bir başka önemli faktör olmuştur. Nitekim sermaye girişlerindeki keskin artış da 2005 yılında başlamıştır.

(iv) Artan bu güvenin sürdürülmesinde ve geleceğe ilişkin iyimser beklentilerde, 2001–2007 döneminde Türkiye'nin, Batı Dünya'sının olumlu

⁶ Aşırı reel değer kazanmış olan TL'nin değerini düşürmek için Merkez Bankası'nın (MB) 15 Şubat 2006 tarihinde dövize müdahale etmesi ve 1 günde piyasadan 5 milyar dolar satın alması, müdahalenin başında dolar kurunu 1.32'den sadece 1.34'e çıkarmış, ancak kur akşam kapanışta 1.33'e gerilemiştir. Dolayısıyla, piyasaların beklentisi eğer yoğun bir biçimde belirli bir yönde ise, o gerçekleşir. Reel kur %30 değerlenmiş olsa ve en önemli finansal kriz öncü göstergesi olan CIA/GSMH oranı %6'ları geçse dahi, eğer piyasa istemiyorsa kurun fiyatını yükseltmek amacıyla MB'nin yapacağı 5 milyar dolarlık alım, 15 Şubat 2006'daki gibi kuru yerinden kıpırdatamayacaktır (Ve de tersi). Beklentiler kesin ve çok ağırlıklı bir biçimde olumsuzsa dönerse, bir spekülasyon saldırı durumunda olduğu gibi, MB'nin yapacağı döviz satımları da kurun yükseliş trendini kırmakta başarısız olabilir.

⁷ 1996 ile 2000 yılları arasında ortalama 105 civarında seyreden ve 2001 yılında 117 gerçekleşen imalat sanayisinin kısmi verimlilik endeksi, o yıldan itibaren hızla artarak 2005 sonunda 154'e, 2006 sonunda ise 164'e yükselmiştir. Emek verimliliğindeki bu artış birim maliyetler üzerinde olumlu bir etki yaratmıştır (www.tcmb.gov.tr/EVDS/Arşiv).

olarak değerlendirdiği birçok ekonomik ve politik reform yapması ve özelleştirmelere hız vermesi de rol oynamıştır.

(v) Her ne kadar 2000’li yıllarda Devlet İç Borçlanma Senetleri’nin (DİBS) TL cinsinden nominal ve reel faizler düşmüş olsa da, DİBS’lerin döviz cinsinden faizlerinin nispi yüksekliği sermaye girişlerinde önemli bir faktör olmuştur.

(vi) Bu faktörler arasında belki de en önemlisi, söz konusu dönemde Türkiye’nin temel makro ekonomik göstergelerinde --özellikle enflasyon cephesinde ve kamu maliyesine ilişkin tüm makro değişkenlerde-- çok belirgin iyileşmeler gerçekleşmesi olmuştur. Bu gelişmeler bölüm 3.1.3’te özetlenecektir.

Bütün bu olumlu gelişmeler neticesinde, yurtdışında Türk ekonomisine güven artmış ve bu, uluslararası likidite bolluğunun yaşandığı bir ortamın da katkısıyla, 2005, 2006 ve 2007 yıllarındaki net pozitif sermaye hareketi toplamının 130 milyar dolar olarak gerçekleşmesinde yansımıştır. Yüksek miktarlarda gerçekleşen sermaye girişleri ve daha da önemlisi bu sermaye girişlerinin süreceğine dair olumlu beklentiler, literatürde sürdürülemezlik sınırı olarak kabul edilen düzeylerin çok üzerinde gerçekleşen cari işlemler açığını kapatmakla kalmamış, CİD + Sermaye Hesabı Dengesinin 10–15 milyar dolarlık bir fazla vermesine de yol açmıştır. Böyle bir gelişme ise, bu tür bir seyrin devam edeceğine dair beklentinin piyasalarda süre-gitmesi yoluyla, bir yandan Merkez Bankası döviz rezervlerinin hızla artmasına diğer yandan da çok yüksek düzeylere ulaşan CİA/GSMH oranlarına rağmen döviz kurları üzerinde aşağı istikamette bir baskının oluşmasına yol açmıştır.

Önemle vurgulamak gerekir ki; 2011 yılı sonunda CİA/GSMH oranının %10’a ulaşması⁸ ve 2012 yılında aynı oranın %7’ler civarında gerçekleşeceği beklentisi, Türkiye ekonomisi için oldukça yüksek ve idame ettirilemez bir seviyedir. 2003-2007 döneminde yaşanan olumlu gelişmelerin aksine, makalenin kaleme alındığı 2012 yılının yaz aylarında, gerek iç gerekse de dış faktörlerde yaşanan olumsuz gelişmeler⁹ ve bu gelişmelerle ilgili orta ve uzun vadeli belirsizlikler, bu denli yüksek cari işlemler açığının

⁸ Mevcut hükümet, cari işlemler açığını düşürmek için, 2010 ve 2011 yıllarında, kanuni karşılık ve kredi oranlarının yükseltilmesi, ÖTV artışları gibi ekonomiyi soğutmaya yönelik önlemler almasına rağmen, 2011 yılında dış ticaret ve cari işlemler açığımız rekor düzeylere ulaşmıştır.

⁹ Terör olaylarının 2011-2012 yıllarında tekrar tırmanması, Ergenekon, Balyoz gibi davaların yarattığı politik gerilimler gibi iç faktörler; ABD’nin finansal krizden sıyrılamaması, AB’de ise krizin daha da derinleşme olasılığı, Arap Baharı’nın yansımaları ve Türkiye’nin Suriye ile yaşadığı askeri gerginlik gibi dış faktörler, Türkiye ekonomisinde politik ve ekonomik risklerin artmasına yol açmaktadır.

riskini bir kat daha artırmaktadır. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin çözmesi gereken en önemli yapısal sorunların başında cari işlemler açığı sorunu gelmektedir.

3.1.2. Dış Borç Sorunu ve Değerlendirmeler

Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllarda dış borcun GSMH içindeki payı ortalama %35-40 aralığında iken, 2001 yılında finansal krizin etkisiyle %58'lere kadar yükselmiştir. 2001-2005 yılları arasında düşme eğilimi gösteren aynı oran, 2005 yılından sonra yükselme eğilimine girmiş ve 2005-2011 döneminde ortalama %40 civarında gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, toplam dış borç stokunun GSMH içindeki payı açısından, 1990 ve 2000'li yıllarda çok büyük bir trend değişikliği gözlenmemektedir. Ancak burada Toplam Dış Borç/GSMH oranına ilişkin önemli bir noktanın vurgulanması gerektiği kanaatindeyim: Ülkelerin makro ekonomik göstergeleri analiz edilirken, cari değerlerden daha çok oran değişkenlerin kullanılması daha rasyoneldir. Dış Borç/GSMH'da oran değişkendir, ancak dış borç yabancı para cinsten, GSMH ise ülke parası cinsinden hesaplanmaktadır. GSMH'nin ortalama döviz kuruna bölünerek çıkan değeri ise yabancı para cinsinden GSMH değerini verir. Dolayısıyla bu oranın aynı düzeylerde kalması demek, ülkenin artan milli geliri ile artan dış borçlarını ödeyebilme kapasitesinin aynı kaldığı anlamına gelmez. Çünkü artan dış borç döviz cinsinden borçtur. Bu bağlamda, ülkenin dış borcunun miktarı ve bu miktarındaki değişimde oldukça önemlidir. Türkiye ekonomisindeki dış borç stokunun da özellikle 2005 yılından sonra hızla artma eğilimine girdiği ve 2005-2011 döneminde dış borcun hemen hemen ikiye katlandığı Tablo 4'ün ikinci sütununda görülmektedir. Türkiye ekonomisinin 1990 ve 2000'li yıllarında Dış Borç Stoku/GSMH oranı aynı düzeylerde kalmış olsa da, 100 milyar dolar Merkez Bankası döviz rezervlerine karşılık, 300 milyar doların üzerinde dış borç stokunun bulunması, ekonomide kırılganlığı artıran ve önlem alınması gereken diğer bir risk faktörüdür.

Dış borçlardaki bu hızlı artışın nedeni ise dış borçların dağılımında gizlidir: Tablo 4'ten görüldüğü üzere, 1989-2005 dönemi boyunca kamu sektörünün toplam dış borç stoku özel sektörün dış borç stokundan daha fazla iken, bu denge 2005 yılından sonra çok keskin bir biçimde değişmiştir. 2005 yılında hemen hemen aynı düzeyde olan kamu ve özel sektör dış borçları, bu tarihten sonra özel sektör aleyhine hızla değişmiş ve 2011 yılı sonunda özel sektörün dış borç stoku kamu sektörünün 2 katına ulaşmıştır. 1990'lı yıllarda toplam dış borç stokunun yaklaşık üçte ikisi kamu sektörün borcu iken, 2011 yılında üçte ikisi özel sektörün borcu haline dönüşmüştür. Böyle bir gelişme, özellikle 2005 yılından sonra özel sektörün kur riskinin önemli ölçüde arttığına işaret eder. Nitekim 2011 yılında dolar kuru

1.90'lara yükseldiğinde, Merkez Bankası'nın yoğun müdahalelerle kuru aşağıya çekmek istemesinin altında, yüksek düzeylere ulaşan ve özel sektör ağırlıklı dış borcun TL cinsinden değerinin düşük tutulması amacının da yattığı söylenebilir.

Tablo 4: Dış Borçlar (Milyon ABD \$)

YILLAR	TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU	KAMU	ÖZEL	ÖZEL/KAM U	KISA VADELİ	ORTA VE UZUN VADELİ	DIŞ BORÇ SERVİS ORANI(%)	TOPLAM DIŞ BORÇ/GSMH (%)
1989	43.911	37.272	6.638	0.18	5.745	38.166	32.0	38.4
1990	49.035	41.611	10.770	0.26	9.500	39.535	27.6	32.2
1991	52.381	42.495	11.128	0.26	9.500	42.881	26.9	33.2
1992	58.595	43.205	15.390	0.36	12.660	45.935	29.8	34.6
1993	70.512	46.933	23.579	0.50	18.473	52.039	26.4	37.0
1994	68.705	51.518	17.186	0.33	11.187	57.518	30.1	49.6
1995	75.948	54.174	21.774	0.40	15.500	60.448	28.0	43.1
1996	79.299	52.573	26.725	0.51	17.072	62.227	22.3	43.2
1997	84.356	50.832	33.523	0.66	17.691	66.665	21.3	43.8
1998	96.351	54.325	42.026	0.77	20.774	75.577	26.7	35.6
1999	103.123	55.113	48.011	0.87	22.921	80.202	34.9	41.7
2000	118.602	64.171	54.431	0.85	28.301	90.301	38.0	44.7
2001	113.592	71.480	42.112	0.59	16.790	96.802	44.5	57.7
2002	129.559	86.536	43.023	0.50	16.424	113.135	48.4	56.2
2003	144.079	95.217	48.863	0.51	23.013	121.066	37.8	47.3
2004	160.992	97.078	63.914	0.66	32.205	128.787	32.0	41.2
2005	169.919	85.836	84.083	0.98	38.283	131.636	33.3	35.3
2006	207.736	87.265	120.471	1.38	42.623	165.113	31.3	39.5
2007	249.478	89.326	160.152	1.79	43.135	206.343	31.4	38.5
2008	280.367	92.354	188.013	2.04	53.104	227.263	28.8	37.8
2009	268.374	96.769	171.605	1.77	49.711	218.663	38.7	43.5
2010	289.387	100.791	188.597	1.87	78.217	211.170	34.4	39.4
2011	306.447	103.384	202.600	1.95	83.825	222.622	---	39.5

Kaynak: www.dpt.gov.tr/ Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2010 / Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi, Tablo 3.10 ile 3.11 ve www.tcmb.gov.tr/ EVDS / Dış Borçlar.

3.1.3. Kamu Tasarruf Açığı ve Enflasyona İlişkin Gelişmeler

Türkiye ekonomisinin yaşadığı 1994 ve 2001 krizlerinin temelinde, yüksek ve kronik enflasyon ortamında sürdürülemez boyutlara ulaşan cari işlemler açığı ve kamu tasarruf açıkları yatmaktadır. Nitekim türetilen Finansal Kırılganlık Endeksi, artan ve belirli bir eşik değeri geçen ikiz açıkların yansımalarını 1993 ve 2000 yıllarında açık bir şekilde göstermiştir. 2001 finansal krizinden sonra, dış tasarruf açığı sorunu artarak sürmesine rağmen, kamu tasarruf açığında önemli iyileşmeler gözlenmiştir. Uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sayesinde, 1970'lerin ikinci yarısından sonra çift hanelere ulaşan ve kronikleşen enflasyon, 1980 ve 1990'larda ortalama %60-80 bandında hareket ettikten sonra, 2002 yılında %29'a, 2003 yılında

%18'e ve 2004 yılında tek haneli %9'a gerilemiştir. 2005-2011 yılları arasında ise enflasyon oranı %6.5 ile %10.5 aralığında dalgalanmıştır.

Türkiye ekonomisinin 1980 ve 1990'lı yıllarında istikrarlı büyümemesinin en önemli nedenlerinden biri sayılan yüksek ve kronik enflasyonun düşmesi, kamu tasarruf açığı üzerinde olumlu gelişmelere yol açmıştır. Enflasyon oranının düşmesi, DİBS'lerin nominal ve dolayısıyla reel faizlerinin gerilemesine yol açmış, bu ise, kamunun borçlanma yükünü azaltmıştır. 1990'lı yıllarda ortalama %25-30'larda olan DİBS'lerin TL cinsinden reel faizleri, enflasyonun düşmesine paralel olarak 2007-2008 yıllarında %5-8 aralığına kadar gerilemiştir. 2010 ile 2011 yıllarında ise, reel faizler %3'lere kadar düşmüştür. Düşen reel faizlere paralel olarak bütçe üzerindeki faiz yükünün azalması, bütçe açıklarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Toplam faiz yükünün GSMH içindeki payı 2001 yılında %20'lere ulaşmışken, 2007 yılından sonra %5'lerin altına gerilemiştir. Bütçe açığının GSYİH'ya oranı ise, 2002 yılında %12'lerden, 2005-2008 döneminde Maastricht Kriteri olan %3'ün altına inmiş, 2009 yılında küresel krizin etkisiyle %6'lara yükselmişse de 2011 yılında %1'lere kadar gerilemiştir. Bütçe açığındaki bu düşüşünde etkisiyle, AB tanımlı borç stokunun GSYİH'ya oranı, 2002 yılında %75'lerden, 2005'te %52'ye, 2011 yılında %39'a kadar düşmüştür (www.hazine.gov.tr/İstatistikler).

Özetle; enflasyon oranının düşmesi ve buna bağlı olarak kamunun nominal ve reel borçlanma faizlerinin düşmesi, bütçe açığının ve başta iç borçlanma olmak üzere kamunun borç yükünün azalmasına yol açmıştır. Bütün bu olumlu gelişmeler sonucunda kamunun borçlanma gereği azalmış ve iç-borçlanmanın vade yapısı uzamıştır: 2002 yılında nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi 9.4 ay iken, 2004 yılında 14.8 aya, 2006 yılında 28 aya, 2008 yılında 31.7 aya, 2010 yılında 44 aya ve 2012 Ocak ayında 48.9 aya kadar yükselmiştir. Böyle bir gelişme ise, 1990'lı yıllarda içinden çıkılmaz bir hal alan "kamunun borç çevrim sorununun" 2000'li yıllarda önemli ölçüde azaldığını ifade eder.

Kamu tasarruf açığının temel iki göstergesi olan bütçe açığı ve net kamu borç stoku gibi oranlarda meydana gelen iyileşmeler, oluşturulan endeksin "sonuç" değerinin 2000'li yıllarda düşük kalmasına ve finansal kırılganlığın azalmasına yardımcı olmuştur, denilebilir.

Tablo 5: Kamu Dengesinin GSMH'ye Oranları ve Enflasyon Oranı (1985-2011)

Yıllar	İç Borç Stoku/ GSMH	İç Borç Faiz Ödemesi/ GSMH	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH	Konsolide Bütçe Açığı/GSYİH	Enflasyon oranı (TÜFE)
1985	19.7	0.7	2.7	-1.7	50.4
1986	20.5	1.4	2.7	-2.1	37.0
1987	23.0	2.2	4.5	-2.6	39.6
1988	22.0	1.9	3.6	-2.3	71.7
1989	18.2	2.1	4.0	-2.5	63.7
1990	14.4	2.5	5.5	-2.5	62.2
1991	15.4	2.7	7.5	-4.0	68.7
1992	17.6	3.1	7.9	-3.2	77.1
1993	17.9	4.2	7.7	-5.0	68.0
1994	20.6	5.9	4.6	-2.9	104.0
1995	17.3	6.0	3.7	-3.0	88.0
1996	21.0	8.9	6.5	-6.2	80.7
1997	21.4	6.7	5.8	-5.8	88.3
1998	21.7	10.5	7.1	-5.5	85.4
1999	29.2	12.6	11.6	-8.9	68.2
2000	28.9	14.8	8.9	-8.2	56.3
2001	69.2	21.5	12.1	-12.4	54.3
2002	54.8	15.6	10.0	-11.9	29.7
2003	54.5	14.8	7.3	-8.8	18.4
2004	52.3	11.8	3.6	-5.3	9.3
2005	50.3	8.1	-0.1	-1.3	7.7
2006	33.1	5.1	-1.9	-0.6	9.6
2007	30.1	4.9	0.1	-1.6	8.4
2008	28.9	4.6	1.6	-1.8	10.1
2009	34.8	4.9	5.1	-5.5	6.5
2010	31.9	3.8	2.3	-3.6	6.4
2011	28.4	2.7	-	-1.4	10.4

Kaynak: www.dpt.gov.tr/ Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2010 ve www.tcmb.gov.tr/ EVDS.

4. SONUÇ

Bu çalışmada türetilen Finansal Kırılganlık Endeksi değeri, hem 1994 hem de 2001 krizi oluşmadan önceki yıllar içinde, sırasıyla 0.98 ve 0.90 düzeylerine ulaşarak, çalışmada 0.40 olarak belirlenen eşik değeri aşmış ve “sinyal” vermiştir. Buna karşın endeks değeri, 2008 yılında başlayan ve Türkiye ekonomisinin 2009 yılında %4.8 küçülmesine yol açan küresel krize ilişkin herhangi bir sinyal vermemiştir. Böyle bir gelişme, 2009 yılında ekonomik küçülmeye yol açan krizin, Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinden değil, uluslararası krizin yansımından kaynaklandığı ile açıklanabilir.

Açık bir şekilde ifade edilebilir ki; 1994 ve 2001 krizleri öncesinde, hem yüksek bütçe açığı, hem de sürdürülemez boyutlara ulaşan cari işlemler açığı mevcuttu. Bu ikiz açığın ve bu açıklarla ilişkili diğer makro ekonomik değişkenlerin önemli ölçüde bozulmuş olması, 1993 ve 2000 yıllarında Finansal Kırılganlık Endeksi'nin güçlü bir şekilde uyarı vermesine yol açmıştır. Ancak 2001 krizinden sonra sürdürülen mali disiplin ve etkin kamu borç yönetimi sayesinde; düşen enflasyon oranlarına paralel olarak, AB tanımlı brüt kamu borç yükü AB-27 ortalamalarının çok altına çekilmiş, net kamu borç stokunun milli gelire oranı önemli ölçüde azaltılmış ve borcun vade ve döviz kompozisyonunda önemli iyileştirmeler sağlanmıştır. Dolayısıyla 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisinin en önemli makro ekonomik sorunu haline gelen kamu tasarruf açığı, 2000'li yıllarda büyük ölçüde kapatılmıştır. Yüksek cari işlemler açıklarına karşın kamu tasarruf açığındaki bu iyileşmeler, Finansal Kırılganlık Endeksi'nin sonuç değerinin 2001 krizinden sonra düşük kalmasına yardımcı olmuştur. Başka bir ifadeyle, kamu dengesinde sağlanan bu olumlu gelişmeler, 2000'li yıllarda Türkiye ekonomisinde finansal kırılganlığı azaltmıştır.

Buna karşın, yüksek cari işlemler açığına ilaveten özel sektör kaynaklı toplam dış borç stokunda meydana gelen hızlı artışlar, ekonomide kırılganlığı arttıran ve uzun vadede çözülmesi gereken yapısal sorunlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisinin en temel makro ekonomik sorunu olan kamu tasarruf açığı, 2000'li yıllarda özel sektör dış tasarruf açığına dönüşmüştür, denilebilir.

Her ne kadar kamu dengesinde önemli ölçüde iyileşmeler sağlanmış olsa da, 2000'li yıllarda artan cari işlemler açığı, dış borçlar ve de niceliksel olarak ölçüp Finansal Kırılganlık Endeksine dahil edemediğimiz, ancak ekonomide kırılganlığın önemli ölçüde artmasına yol açan iç siyasi/politik gerilimler ve komşularımız Irak ve Suriye ile ilgili yaşanan dış politik/askeri gelişmeler, Türkiye ekonomisinin büyük bir fay hattı üzerinde olduğunu göstermektedir. İç veya dış faktörlü büyük bir kırılma bu fay hattını hızla harekete geçirebilir ve Türkiye ekonomisini yeni bir finansal krizle karşı karşıya bırakabilir.

KAYNAKÇA

- Akkemik, Ali (2011), "Japonya (1991) ve ABD (2007-2009) Finansal Krizlerinin Politik İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirilmesi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2):171-186.
- Boratav, Korkut (2001), "Finansal Kriz IMF'nin Eseridir", [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_IMF.html\(05-10-2006\)](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_IMF.html(05-10-2006)).

- Bustelo, Pablo (2000) “Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for new Indicators”, *Emerging Markets Review*, Vol: 1, No: 3:229–251.
- Çakmak, Umut (2007), “Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye 2001 Finansal Krizinin Değerlendirilmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 9/I: 81-101
- Çakman, Kemal, U. Çakmak (2007), “Cari İşlemler Açığı, Net Sermaye Hareketi, Kur Değişim Hızı ve Reel Kur Endeksi: Bağlamındaki İkiçilemlerin Bir Analizi”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl 44, Sayı 510.
- Dornbusch, Rudriger (2001), “A Primer on Emerging Market Crises”, *NBER Working Paper*, No:8326:1-12.
- Flood, Robert ve P. M. Garber (1984), “Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples”, *Journal of International Economics*, Vol:17: 1-13.
- Frankel, Jeffrey ve A. Rose (1996) “Currency Crashes in Emerging Markets; An Empirical Treatment”, *Journal of International Economics*, Vol:41, No:3–4:351–366.
- IMF, (1998) “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability” *World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook*, Bölüm IV:74-97.
- Kaminsky, Graciela, S. Lizondo ve C. Reinhart (1998) “Leading Indicators of Currency Crises” *IMF Staff Paper*, Vol:45, No:1:1-48.
- Krugman, Paul (1979), “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol:11, No:3: 310-325.
- Milesi-Ferretti, G.M. ve A. Razin (1996), “Current-Account Sustainability”, *Princeton Studies in International Finance*, No:81:1-78.
- Milesi-Ferretti, G.M. ve A. Razin (1998) “Current Account Reversals and Currency Crises”, *NBER Konferans Metni*, Cambridge, Şubat 6-7:1-50.
- Minsky, Hyman P. (1992), “The Financial Instability Hypothesis” *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No:74:1-10.
- Obstfeld, Maurice (1996), “Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features”, *European Economic Review*, Vol:40: 1037-1047.
- Oktar, Suat ve L. Dalyancı (2010), “Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:XXIX, Sayı:II:1-22.
- Reinhart, Carmen, Goldstein M. ve Kaminsky G.(2000) “Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets”, *University of Maryland, College Park, Department of Economics MPRA Paper* No:13629:1-56.
- Roubini, Nouriel ve P. Wachtel (1998), “Current Account Sustainability in Transition Economies.”, *NBER Working Paper*, No: 6468: 1-63.
- Salant, Stephen ve D. Henderson (1978), “Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold”, *Journal of Political Economy*, Vol:86: 627-648.
- Uygur, Ercan (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 1:1-36.