

T. C.  
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI



**TÜRKİYE' DE FİNANSAL LİBERALLEŞME**  
**ve**  
**1994-2001 KRİZLERİNİN**  
**KARŞILAŞTIRILMASI**  
**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Tuğba AKIN**

**BURSA 2009**

U.Ü.S.B.F.  
İKTİSAT ANABİLİM DALI İKTİSAT  
POLİTİKASI BİLİM DALI

TÜRKİYE' DE FİNANSAL LİBERALLEŞME ve  
1994-2001 KRİZLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI (YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Tuğba AKIN

BURSA 2009

**T. C.  
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**



**TÜRKİYE' DE FİNANSAL LİBERALLEŞME  
ve  
1994-2001 KRİZLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI  
(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Tuğba AKIN**

**Danışman**

**Prof. Dr. Nalan Ölmezoğulları**

**BURSA 2009**

T. C.  
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda U2003247 numaralı Tuğba Akın' nın hazırladığı "Türkiye'de Finansal Liberalleşme ve 1994-2001 Krizlerinin Karşılaştırılması" konulu Yüksek Lisans ile ilgili tez savunma sınavı, 09/01/2009 günü 13:30 - 15:00 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ..... başarılı .....(başarılı/başarısız) olduğuna .. oy çokluğu .....(oy birliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye  
(Tez Danışmanı ve Sınav Komisyon Başkanı)

Prof. Dr. Nalan Ölmezoğulları  
Uludağ Üniversitesi

Üye

Prof. Dr. Lale Karabıyık  
Uludağ Üniversitesi

Üye  
Yrd. Doç. Dr. Nejla Adanur Aklan  
Uludağ Üniversitesi

Üye

Prof. Dr. Mehmet Arslanoğlu  
Uludağ Üniversitesi

Üye  
Yrd. Doç. Dr. Hülya Kanalcı Akay  
Uludağ Üniversitesi

27/01/2009

## ÖZET

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>Yazar</b>            | <b>: Tuğba AKIN</b>                    |
| <b>Üniversite</b>       | <b>: Uludağ Üniversitesi</b>           |
| <b>Anabilim Dalı</b>    | <b>: İktisat</b>                       |
| <b>Bilim Dalı</b>       | <b>: İktisat Politikası</b>            |
| <b>Tezin Niteliği</b>   | <b>: Yüksek Lisans Tezi</b>            |
| <b>Sayfa Sayısı</b>     | <b>: X + 87</b>                        |
| <b>Mezuniyet Tarihi</b> | <b>: 27 / 01 / 2009</b>                |
| <b>Tez Danışmanı</b>    | <b>: Prof. Dr. Nalan Ölmezoğulları</b> |

### **TÜRKİYE' DE FİNANSAL LİBERALLEŞME VE 1994-2001 KRİZLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI**

Türkiye 1980' li yılların ilk yarısında mali piyasalarını serbestleştirmeye başlamıştır. 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 paralar aşırı değerlendirildiğinde, ithalat ve kısa vadeli 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 çekme eğilimine girmeleriyle krize dönüşmektedir.

Türkiye' de finansal serbestleşmenin başlaması ve aşamalarının tamamlanmasını takiben yaşanan Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin incelenmesi ve karşılaştırılması, IMF destekli reform programlarının makroekonomik istikrarın olmadığı, bankacılık sisteminin zayıf olduğu ve etkin olarak denetlenmediği ülkemizde finansal krizlere neden olabileceğini göstermesi açısından önemlidir.

**Anahtar Kelimeler: Finansal liberalleşme, Finansal Krizler, İstikrar Programları**

## ABSTRACT

**Yazar** : Tuğba AKIN  
**Üniversite** : Uludağ Üniversitesi  
**Anabilim Dalı** : İktisat  
**Bilim Dalı** : İktisat Politikası  
**Tezin Niteliği** : Yüksek Lisans Tezi  
**Sayfa Sayısı** : X + 87  
**Mezuniyet Tarihi** : 27 / 01 / 2009  
**Tez Danışmanı** : Prof. Dr. Nalan Ölmezoğulları

### FINANCIAL LIBERIZATION IN TURKEY AND THE COMPARISON OF FINANCIAL CRISIS IN 1994 AND 2001

Turkey had started financial liberization in his financial system early in the 1980. When these type of policies are implemented, foreign capital inflows accelerate, interest rates and inflation tend to decline and economic growth rates increase by additional increase in import and consumption items.

However, if the inflation is not reduced towards the expected level and the national currency is over-valued, imports and short term foreign debts will increase sharply, exports will decrease and balance of current account will deteriorate. This process is transformed into a crises when foreign financial capital outflows the domestic economy and domestic investors take a risk hedging position by withdrawing their bank deposits before they are due from the fear that the domestic banks have the risk of bankruptcy.

The comparison and the review of the crises occurred in April 1994, November 2000 and February 2001 in Turkey, which have followed completion of all stages of financial liberization in Turkey, indicates an important result that the IMF supported reform programmes can lead to financial crises in our country where there is lack of macroeconomic stability, fragile banking system and there is no regulation in the banking system.

**Key words:** Financial Liberization, Financial crisis, Stabilization programmes

## ÖNSÖZ

Liberalizasyon olgusunun kapitalist dinamiklerin öznesi olduğu güdümlü değişimin geniş kapsamlı bir parçası olduğu ifade edilebilmektedir. Liberalleşme süreci ve sürecin itici gücünü oluşturan sermaye hareketliliği nedeniyle yaşanan finansal krizler ülkelerin ekonomilerini olumsuz biçimde etkilemektedir.

Finansal krizler son dönemlerde iktisat yazının üzerinde sıklıkla durduğu konulardan birisidir. Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin çeşitli nedenlerle içinde bulunduğu finansal krizler, özellikle bu ülkelere ihracatı olan, dışa bağımlı ülkeleri de ağır bir biçimde etkisi altına almaktadır. Krizler ülkelerin maddi varlıklarına zarar vermekle kalmamış, aynı zamanda ülkelerin liberalleşme adı verilen sürece olan güvenlerini zedeleyerek bu sürecin olumlu etkilerinden faydalanma konusunda bir cesaret kaybına neden olmuştur.

Finansal krizler başta bankacılık ve para krizi şeklinde bir ayırım göstermiştir. Bu ayrımları takiben reel sektör ve işsizlik ile paralel olarak hane halkına kadar söz konusu krizlerin etkileri büyük olmuştur. İktisatçılar krizlerin önüne geçmek ve olumsuz etkilerinden en az kayıpla kurtulabilmek için çeşitli erken uyarı sistemleri ortaya çıkarmışlardır. Her ne kadar erken uyarı sistemleri geliştirilmiş olsa da ülkemizin de içinde bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkelerde bu krizlerin olumsuz etkileri; hem ülkelerin finans sektörlerinde hem de ekonomik ve sosyal durumlarında köklü değişiklikler yaşanmasına engel olamamıştır.

Yukarıda bahsedilen hususlar çerçevesinde, Türkiye'nin finansal krizlerin yıkıcı etkilerinden korunması amacıyla bu krizlerin tanımlanması, nedenlerinin belirlenmesi ve önceden öngörülebilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, bu çalışmalar, yarınlara yönelik kaygıların azaltılması bakımından büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında, engin bilgi ve tecrübesi ile bana yardımcı olan, çalışma konusuna yönelmemde, kaynak seçiminde, araştırmalarımda bana büyük destek veren danışman hocam Prof. Dr. Nalan Ölmezoğulları' na teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çalışmamın hazırlanması aşamasında her türlü destek ve sabrı gösteren, her ihtiyacımda yanımda olan annem Aynur ve babam Ali Coşkun'er' e ve eşim Dr. İbrahim Akın' a saygı ve şükranlarımı sunarım.

Aydın, 2008

Tuğba AKIN

## İÇİNDEKİLER

|                       | Sayfa |
|-----------------------|-------|
| TEZ ONAY SAYFASI..... | II    |
| ÖZET.....             | III   |
| ABSTRACT.....         | IV    |
| ÖNSÖZ .....           | V     |
| İÇİNDEKİLER.....      | VI    |
| KISALTMALAR.....      | VIII  |
| TABLolar.....         | IX    |
| ŞEKİLLER.....         | X     |
| GİRİŞ .....           | 1     |

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### LİBERİZASYON OLGUSU VE FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

|   |    |
|---|----|
| 1. LİBERİZASYON OLGUSU VE FİNANSAL KRİZ MODELLERİ.....                    | 3  |
| 1.1. Liberalizasyon Olgusu.....   | 3  |
| 1.2. Liberalizasyon Türleri.....  | 4  |
| 1.2.1. Ticari Liberalizasyon.....   | 4  |
| 1.2.2. Siyasi ve yönetsel liberalizasyon.....                             | 4  |
| 1.2.3. Finansal Liberalizasyon.....                                       | 5  |
| 1.2.3.1. İç finansal liberalizasyon .....                                 | 7  |
| 1.2.3.2. Dış finansal liberalizasyon.....                                 | 8  |
| 1.3. Mckinnon ve Shaw Hipotezi' ne Bakış.....                             | 9  |
| 1.3.1. Finansal baskı kuramının gerekçesi.....                            | 9  |
| 1.3.2. Finansal baskı kuramına Mckinnon-Shaw ekolünün karşı görüşü        | 11 |
| 1.4. Türkiye' de Finansal Liberalizasyon Süreci.....                      | 15 |
| 1.4.1. Finansal liberalizasyonun etkileri.....                            | 19 |
| 1.5. Finansal Kriz Modelleri.....   | 20 |
| 1.5.1. İkiz krizler.....  | 22 |
| 1.5.2. Bankacılık krizleri.....   | 22 |
| 1.5.3. Para krizleri.....   | 24 |
| 1.5.4. Para krizi teorileri.....  | 25 |
| 1.5.4.1. Birinci nesil kriz modelleri (Kanonik kriz modeli).....          | 25 |
| 1.5.4.2. İkinci nesil kriz modelleri (Kendi kendini besleyen kriz modeli) | 28 |
| 1.5.4.3. Üçüncü nesil kriz modelleri.....                                 | 31 |

### İKİNCİ BÖLÜM

#### 1994 KRİZİ

|  |    |
|--|----|
| 2.1994 KRİZİ.....  | 33 |
| 2.1. Krizin Finansal Nedenleri.....                        | 33 |
| 2.2. Krizin Yapısal Nedenleri.....                         | 40 |
| 2.3. 5 Nisan Kararlarının Stratejisi, Tipi ve Çapası ..... | 46 |
| 2.3.1. Programın Stratejisi.....                           | 46 |

|   |    |
|---|----|
| 2.3.2. Programın Çapasının Seçilmesi..... | 47 |
| 2.4. 1994 Krizinin Öğrettikleri.....      | 49 |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2001 KRİZİ

|   |    |
|---|----|
| 3. 2001 KRİZİ.....  | 52 |
| 3.1. 2001 Krizi ve Türkiye Üzerindeki Etkisi.....   | 52 |
| 3.1.1. Enflasyonu düşürme programının zayıflıkları.....                                       | 54 |
| 3.2.1. Bankacılık kesimi ve krizin öncü göstergeleri.....                                     | 62 |
| 3.2.1.1. Finansal kriz ve bankacılık kesimi.....  | 62 |
| 3.2. Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Temel Hedefleri ...                        | 71 |
| 3.3. Türkiye' deki Mali Yapı ve Finansal Krizler Konusundaki Beklentiler...                   | 73 |
| 3.3.1. Türkiye'deki Mali Yapı ve Kısa Süreli Sermaye Hareketleri<br>Açısından Çekiciliği..... | 73 |
| 3.3.2. Kamu Borçlanma Gereği–Yüksek Faizler ve Aşırı Liberalleşme Olgusu                      | 74 |
| 3.3.3. Şeffaflık ve Türk Mali Sektörü.....  | 76 |
| 3.3.4. Türk Mali Sektörünün Yönetim ve Denetim Sorunu .....                                   | 76 |
| 3.3.5. Kayıt Dışı Ekonomi ve Karapara ile Mücadele.....                                       | 77 |
| 3.3.6. Vergi Cennetleri – Kıyı Ötesi Bankacılığı ve Türkiye.....                              | 78 |
| SONUÇ.....  | 80 |
| KAYNAKLAR.....  | 82 |
| ÖZGEÇMİŞ.....   | 87 |



## KISALTMALAR

| <b>Kısaltma</b> | <b>Bibliyografik Bilgi</b>               |
|-----------------|--|
| ABD             | Amerika Birleşik Devletleri              |
| BDDK            | Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| BTR             | Banco Turco Romana                       |
| DİBS            | Devlet İç Borçlanma Senetleri            |
| DİE             | Devlet İstatistik Enstitüsü              |
| DPT             | Devlet Planlama Teşkilatı                |
| GEGP            | Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı           |
| GSMH            | Gayri Safi Milli Hasıla                  |
| GSYİH           | Gayri Safi Yurtiçi Hasılatı              |
| IMF             | International Monetary Fund              |
| İMKB            | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası        |
| KBG             | Konsolide Bütçe Gelirleri                |
| KİT             | Kamu İktisadi Teşebbüsleri               |
| s.              | Sayfa                                    |
| SPK             | Sermaye Piyasası Kurulu                  |
| ss.             | Sayfadan sayfaya                         |
| TBÖ             | Toplu Borç Ödemeleri                     |
| TCMB            | Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası       |
| TEFE            | Toptan Eşya Fiyat Endeksi                |
| TL              | Türk Lirası                              |
| TMSF            | Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu            |
| TPK             | Türk Parasını Koruma Kanunu              |
| TÜFE            | Tüketici Fiyat Endeksi                   |
| USD             | Amerikan Doları                          |

## TABLULAR

| <b>Tablo</b> | <b>Tablo adı</b>   | <b>Sayfa no</b> |
|--------------|--|-----------------|
| Tablo 2.1    | : İç Borç Stoku.....   | 35              |
| Tablo 2.2    | : Türkiye Ekonomisinde Net Sermaye Girişinin<br>Net Toplam Sermaye Hareketleri içindeki Payları (%).....                   | 35              |
| Tablo 2.3    | : Kısa Vadeli Dış Borç Stoku.....  | 37              |
| Tablo 2.4    | : Konsolide Bütçe, Nakit Açığı ve Finansman Göstergeleri.....  | 38              |
| Tablo 2.5    | : Cari İşlemler Dengesi.....   | 40              |
| Tablo 2.6    | : Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının % Dağılımı.....  | 41              |
| Tablo 2.7    | : Toplam Mali Varlıklar.....   | 42              |
| Tablo 2.8    | : Türkiye' de Resmi Gelir Dağılımı.....  | 43              |
| Tablo 3.1    | : Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri.....   | 53              |
| Tablo 3.2    | : Ortalama Bileşik Hazine Faizi, 12 Aylık TÜFE ve TEFE<br>Enflasyonu Beklenen TEFE Enflasyonu.....                         | 55              |
| Tablo 3.3    | : 1995-2000 Dönemi Yerli ve İthal Otomobil Satışı.....   | 58              |
| Tablo 3.4    | : Ödemeler Dengesi.....  | 59              |
| Tablo 3.5    | : Türkiye' de Sermaye Hareketleri.....   | 60              |
| Tablo 3.6    | : İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük<br>Ortalama ve Standard Sapma.....                                  | 62              |
| Tablo 3.7    | : Yabancı Para Dağılımı ve Bilanço Döviz Pozisyonu.....  | 63              |
| Tablo 3.8    | : Kısa Vadeli Dış Borcun Döviz Rezervine ve İhracata Oranı;<br>Banka Açık Pozisyonunun Döviz Rezervine Oranı.....          | 68              |
| Tablo 3.9    | : Aylık Cari Açık / Döviz Rezervi, 12 Ay Sonra Beklenen TEFE<br>Enflasyonu ve 12 Ay Sonrası için Kur Sepeti (*) Artışı (%) | 69              |
| Tablo 3.10   | : Kamu Borçlarının Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri (1990-2000)   | 75              |

## ŞEKİLLER

| <b>Şekil</b> | <b>Şekil adı</b>   | <b>Sayfa no</b> |
|--------------|--|-----------------|
| Şekil 1.1    | : Finansal Kriz Modelleri  | 21              |
| Şekil 2.1    | : Uluslararası Rezervler Merkez Bankası Brüt<br>Döviz Rezervleri     | 39              |
| Şekil 2.2    | : Türkiye’de 1995-1999 dönemi TÜFE bazlı<br>Reel Efektif Kur Endeksi | 50              |
| Şekil 3.1    | : Gecelik Faizde En Yüksek, En Düşük ve Ortalama<br>Oranlar (%)      | 67              |

## GİRİŞ

1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisi uluslararası piyasalara açılarak dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecine girmiştir. Önce mal ve hizmet daha sonra da sermaye piyasaları serbestleştirilerek dışa açılmıştır. Bu sürecin tüm aşamalarında finansal kesimin ve özellikle bankacılığın kritik bir yeri olmuştur.

1980 sonrası "yapısal uyum ve dışa açık, piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon" programı finansal kesimdeki reformların da belirleyicisi olmuştur. Finans kesiminde yapılan reformlar ile sektöre derinlik kazandırılmaya çalışılmıştır. Birçok gelişmekte olan ülke ve Türkiye, Mckinnon-Shaw ekolünün yaklaşımı ile paralel, finansal liberalizasyon uygulamaları, finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması ile tasarruf ve yatırımlarının uyarılmasını ve dolayısıyla ekonomik gelişmenin hızlanmasını ve sonuç olarak etkin kaynak dağılımını sağlamayı hedeflemiştir. Bir diğer deyişle, serbestleşme uygulamaları ile güç kazanacağı düşünülen finans kesimi büyümenin motoru olarak öngörülmüştür.

Yapılan reformlar ile finansal piyasaların derinleşmesinde göreceli ilerleme kaydedilmiştir. Ancak, finansal serbestleşme McKinnon-Shaw tezinde öne sürüldüğü gibi ekonomik gelişmeyi sağlayamamış ve aksine, bu süreç sonunda dış kaynaklara bağımlılık artmış, reel üretim yapısı dalgalanmaya itilmiştir. Bunun sonucunda finansal serbestleşme politikaları, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere sebep olmuş ve ülke ekonomilerinde ciddi zararlar meydana gelmiştir. Bu zararların neticesinde iktisat çevreleri finansal krizler üzerinde yoğun çalışmalarda bulunmuşlardır. Bu çalışmalar krizleri neden sonuç ilişkileri çerçevesinde inceleyerek krizleri sınıflandırmayı ve krizlerin önüne geçmek ve öncesinde tahmin etmek için çeşitli tedbir ve erken uyarı sistemleri geliştirmeyi amaçlamıştır.

Bu tez çalışmasında finansal liberalleşme sürecinin Türkiye üzerindeki etkisi incelenmiş ve Türkiye' de bu sürecin devamında yaşanan iki büyük finansal krizin (1994 ve 2001 krizleri) nedenleri ve oluşumu açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın ilk bölümlerinde liberalizasyon olgusu, finansal liberalleşme ve Mckinnon ve Shaw modeli anlatılmış ve Türkiye' nin finansal liberalleşme süreci irdelenmiştir. Finansal liberalleşmenin sonucu olarak Türkiye' de yaşanan krizler anlatılmadan önce, finansal kriz modelleri sınıflandırılarak her bir sınıflandırma içerisinde kriz modellerinin özellikleri

incelenmiştir. İkinci ve üçüncü bölümde Türkiye' de yaşanan sırasıyla 1994 ve 2001 krizleri detaylı olarak çalışılarak bu krizlerin nedenleri ve sonuçları anlatılmıştır. Çalışmanın son bölümünde finansal krizlerin öncü göstergeleri irdelenmiş ve Türkiye' de mali yapı ve finansal krizler konusundaki beklentiler açıklanmaya çalışılmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **LİBERALİZASYON OLGUSU VE FİNANSAL KRİZ MODELLERİ**

#### **1. LİBERALİZASYON OLGUSU VE FİNANSAL KRİZ MODELLERİ**

##### **1.1. Liberalizasyon Olgusu**

Dünyada popüler iktisadi, siyasi ve yönetsel model olarak karşımıza çıkan liberalizasyon çok boyutlu bir kavramdır. Temelde liberalizasyon; siyasal ve yönetsel mekanizmalar, ticaret piyasaları ve finansal piyasalar üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve sonrasında uluslararasılaştırılmasını amaçlamaktadır.

1970' li yıllarda başlayıp 1980 sonrası dönemde yaygınlaşan bu akım birçok ülkenin yerel mal piyasalarını ve finansal piyasalarını geliştiren teknolojilerin de desteğiyle önemli ölçüde birbirine bağlamış ve "piyasacı efsane"nin gelişmesinde başrolü oynayarak ulus devletlerin üzerinde güç odakları yaratılmasını sağlamıştır.

Genel olarak söz konusu yeni dönemde küresel kuruluşların temel amaçları artık daha küresel hale gelen dünyada yer alan ekonomilerin finans piyasalarında dengesizliğe neden olabilecek sorunlarını çözmeye yönelik politikalar oluşturulması, bütün dünyada uluslararası mal, sermaye ve para akımlarının önündeki engellerin kaldırılması ve öncelikle kapitalist ekonomiye entegre olmaya çalışan eski Doğu Bloku ülkelerinin dünya ekonomisine uyum sürecinin hızlandırılması olmuştur (Dağdelen, 2004, s.6). Uyum sürecinde liberalizasyonun işleyişi, birbirini takip edecek şekilde, ticari liberalizasyon, finansal liberalizasyon ve son olarak diğerlerine nazaran kapsamı daha yakın tarihte çizilen siyasal ve yönetsel liberalizasyon politikaları ile gerçekleştirilmektedir. Ticari liberalizasyon, mal ve hizmet ticareti üzerindeki devlet kontrollerinin kaldırılması ve uluslararası serbest ticaretin sağlanmasını bir arada hedefleyen yaklaşımdır. Finansal liberalizasyon, öncelikle yurt içi bankacılık ve diğer finansal aygıtlar üzerinde devletin müdahale ve kontrollerini kaldırmayı hedefleyen, sonrasında söz konusu yurt içi finansal piyasaların uluslararası piyasalara entegre olmasını öngören politikalar bütünüdür. Siyasal ve yönetsel liberalizasyon ise genel hatlarıyla, deregülasyon, özelleştirme, yönetim ve yerelleşme modelleri ile merkezi devletin idare olanaklarının özel sektör ve sivil toplum kuruluşları lehine genişletilmesini sağlamayı amaçlayan politikaları ifade etmektedir. Söz konusu politikalar uyarınca,

karar mekanizmasına katılmak istenen özel sektörün yerli ya da yabancı olmasının herhangi bir önemi yoktur.

Liberalizasyonun her üç türünün de küreselleşme ideolojisi ile ilişki içerisinde olduğu göz ardı edilmemelidir. Liberalizasyon olgusu nesnel bir gerçeklik olmaktan ziyade, küreselleşme dalgasının dinamikleri ile üretilen öznel ve iradi bir ideolojik söylemdir (Dağdelen, 2004, s.7), (Sevinç, 2003, ss.412-446), (Soyak ve Bahçekapılı, 1998, ss.48-61). 1970 sonrasında yaşanan yeni küreselleşme dalgasının ekonomik boyutu, sermayenin karlılığını tek başarı göstergesi olarak görmekte ve ekonomik karın gerçekleştirilmesi önündeki her türlü toplumsal, idari ya da kültürel kısıtlamayı irrasyonel (akıl dışı) olarak nitelendirmektedir. Küreselleşme ideolojisinin ardında yatan mantık kurgusu bakımından, sermayenin karlılığı etkin kaynak dağılımının sağlanmasının dolayısıyla ekonomik refahın artırılmasının tek koşuludur. Bu koşulun sağlanması ise ancak ve ancak liberalizasyon politikaları temelinde yükselen serbest pazar ekonomisi ile mümkündür.

## **1.2. Liberalizasyon Türleri**

### **1.2.1. Ticari liberalizasyon**

Bilindiği üzere, ülkeler, ithalat ve ihracat rejimlerini gümrükler, tarifeler, kotalar uygulamak suretiyle kendi kontrolleri altında tutabilmektedir. Ticari liberalizasyon, söz konusu kontrollerin ortadan kaldırılması ve uluslararası düzlemde serbest ticaret anlayışının esas alınması süreci olarak ifade edilmektedir.

### **1.2.2. Siyasi ve yönetsel liberalizasyon**

Siyaset ve yönetim mekanizmalarının, önce ulus devletinin kontrolünden çıkarılarak daha sonra uluslararasılaştırılması süreci, siyasi ve yönetsel liberalizasyon olarak tasvir edilebilir. Ticari ve finansal liberalizasyon reformlarının devamı ve ikinci dalgası olarak nitelendirdiği, aynı zamanda siyasi ve yönetsel çözüm olarak ortaya koyduğu söz konusu süreç, şu özellikler üzerine inşa edilmektedir;

- Üniter yapılanma yerine yerelci – federal yapı,
- Sosyal devlet yapısı yerine düzenleyici - denetleyici yapı,
- Yerli – yabancı ayrımı olmaksızın bütün şirketlere açık yönetim kararı

- Kamu personeli sistemi ile kamu hukukunun ortadan kaldırıldığı özel hukuka dayalı bürokratik yapı (Güler, 2003, s.5).

Bu açıdan bakıldığında, siyasal ve yönetsel liberalizasyon olgusu, yönetim, yerelleşme, deregülasyon, esnek bürokrasi, sözleşmeli istihdam, özelleştirme gibi çok çeşitli kavram ve unsurlarla iç içe yürüyen köklü bir değişimi ifade etmektedir.

### **1.2.3. Finansal liberalizasyon**

Ulusal ve uluslararası finansal sisteme ilişkin düzenlemeler, günümüzde dünyadaki devletlerin temel problemleri arasındadır. "Finansal liberalizasyon" olgusu da geçtiğimiz yüzyılın son çeyreğinden itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin ekonomilerinde uyguladığı bir yöntem olmasının yanı sıra, kimilerince son dönemlerde ortaya çıkan ekonomik, siyasal ve yönetsel kriz zincirlerinin nedeni olarak gösterilmektedir.

Üzerinde yapılan tartışmaların hala devam ettiği "finansal liberalizasyon kuramı" nın teorik temeli Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973)' un çalışmaları ile meydana getirilmiştir. Bu kuram Neo-klasik Finans Teorisi' nin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış yorumu olarak nitelendirilebilir. Finansal liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından hareket eden teori, "finansal baskının kalkmasının ve finansal derinleşmenin sağlanmasının etkin kaynak dağılımını sağlayacağını ve ekonomik gelişmeyi hızlandıracağını" iddia etmektedir.

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir (Durusoy, 2004, s.1).

1980' lerde yaşanan borç krizi ile önemli ölçüde daralan dış finansman imkanları sonucunda gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve büyümelerini gerçekleştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için özel sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek (dış borç ve ticari banka kredileri şeklindeki), yabancı sermayeye (doğrudan yatırım ve portföye) kaymıştır. Dolayısıyla sermayenin dünyasallaşması olgusu ile borç sorunları arasında bir ilişkiden söz edilebilir.



Önceki yıllarda, gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye teknolojiyi geliştirmek, sermaye açığını kapamak, işsizliğe çözüm getirmek, döviz rezervlerini genişletmek ve ucuz hammadde kullanmak amacıyla getirilirken bugün bunlara ek olarak, sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, dışa açılmak, ülke içinde dengeli bir rekabet ortamı yaratmak, çevre koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi hedefler de benimsenmiştir. Bu hedefler bağlamında, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi borçlanma yolu ile gelir yaratarak talebi etkilemekte ve dünya ticaretindeki gelişmeyi hızlandırarak küreselleşmeyi artıran bir rol üstlenmektedir.

Öte yandan, finansal küreselleşmenin itici gücü olan finansal liberalleşmenin benimsenmesinde 1980' lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü de büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünce yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi (dış finansal serbestlik) sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir (Durusoy, 2004, s. 2).

Bir devlet, hangi finansal kurumların hangi işlemleri yapabileceklerine izin verileceği hususlarında düzenlemeler yaparak, bankaların sahipliğini elinde tutarak ve uluslararası sermaye hareketlerini denetleyerek çeşitli kontroller uygulayabilir veya var olan kontrolleri güçlendirebilir. Aksine finansal liberalizasyon, kredilerin hangi fiyattan kime verileceğini ve kimlerin alacağını belirlemede yetkiyi piyasaya verme süreci olarak düşünülebilir. Dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan finansal liberalizasyon, geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki vergilerin azaltılması gibi unsurları da içermektedir. Bu çerçevede, söz konusu sürecin altı temel boyutu olduğu söylenebilir;

- Kredi kontrollerinin kaldırılması
- Faiz oranlarının deregülasyonu
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi
- Banka otonomisi
- Uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonu (Dağdelen, 2004, s.22)

Bu doğrultuda finansal liberalizasyon uygulamalarının iki başlık halinde ele alınması daha uygun olacaktır;

- İç finansal liberalizasyon
- Dış finansal liberalizasyon

### **1.2.3.1. İç finansal liberalizasyon**

İç finansal liberalizasyon uygulamaları ile ülke içinde devletin elinde bulunan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması anlamında ilk adım olarak nominal faiz oranlarının hükümet tarafından değil, bankalarca tespit edilmesiyle faiz oranlarının arz ve talebe göre para piyasasında belirlenmesi sağlanır. İç finansal liberalizasyon fenomenine göre, üzerindeki kontroller kaldırılmış bir yurt içi finansal sistem, fonları en karlı oldukları endüstrilere yönlendirilecektir ve fiyat sistemi kıtlık hakkındaki doğru bilgiyi açığa çıkardığı zaman bunlar sosyal olarak en çok arzulanır endüstriler olacaktır.

Söz konusu yaklaşım, kamu mülkiyetindeki teşebbüslerin baskın olduğu bir ekonomide bankacılık sektörünün liberalizasyonu, özellikle bankalar kredi verme kararlarında devletin dolaylı yönlendirmesine konu olmaya devam ediyorlarsa, finansal araçların kredi portföylerinde fazla iyileşme ortaya çıkmayabileceğini öne sürer. Bu açıdan iç finansal liberalizasyon sürecinde, özellikle bankacılık sektöründe, kamu teşebbüslerinin rolünün azaltılması büyük önem taşır. Bununla birlikte, yakın zamanlarda kamu teşebbüslerinin reformu hakkında yapılan çalışmaların bazılarında, kamu teşebbüsleri reformunun başarısını teşvik edecek bir ön koşul olarak, derin bir finansal sistemin geliştirilmesine dikkat çekilmektedir. Bu çalışmalarda, kamu bankalarının genel olarak finansal hizmetleri sağlamada özel finansal araçlardan daha az etkin oldukları, bu nedenle yeni özelleştirilmiş teşebbüslerin ihtiyaçlarına cevap verebilen, özel finansal sektörün gelişmiş olduğu bir ekonomide, kamu teşebbüslerinin deregülasyonu ve özelleştirmesinin daha optimal bir şekilde yürütülmesinin

beklenebileceğini öne sürmektedirler. Yakın geçmişte yaşananlar, politika yapıcıların bu görüş tarafında olduklarının göstergesi olarak yorumlanabilir (Dağdelen, 2004, s.24).

Diğer taraftan, iç finansal liberalizasyon sürecinde bankaların "iflas etmeyecek kadar büyük" olmalarının sağlandığı gizli sübvansiyonu kullanmalarını önlemek ve mevduat toplamak için rekabet etmek suretiyle, varlığını sürdürmek için büyük risk alma olasılığına karşı koruma sağlamak için, mevduat faiz oranlarının hazine bonusu faiz oranlarına bağlanması gerektiğini öne süren bir eğilim ortaya çıkmıştır. Fakat, finansal liberalizasyon yöntemini uygulayan çok az ülke bu yaklaşımı benimsemiştir.

Daha önce de belirtildiği gibi, birçok ülke iç finansal liberalizasyonu gerçekleştirdikten sonra uluslararası finansal piyasalara tam anlamıyla entegre olmak üzere, dış finansal liberalizasyona yönelmişlerdir.

### **1.2.3.2. Dış finansal liberalizasyon**

Ülkeler, dış finansal liberalizasyon politikaları kapsamında, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanmasını ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesini ve temelde dışarıdan sermaye girişini sağlamayı amaçlamışlardır. Bu yaklaşım, finansal baskıya son verilip, sermayenin serbest dolaşımı sağlandığında uzun dönemde faktör gelirlerinin eşitlenmesi yönünde bir eğilim olmasını beklemektedir. İşte finansal liberalleşmeye bağlı olarak bu beklentiler doğrultusunda gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, tahvilleri, mevduat sertifikası, ticari kağıt ve hisse senedi) gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır.

Dış finansal liberalizasyon, hem sermaye girişleri ve hem de sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını kapsamaktadır. Bu değişimi hedefleyen ülkelere, sermaye girişleri ve sermaye çıkışları üzerindeki kontrolleri kaldırmanın ön koşulu olarak bir dizi öneri reçeteleri sunulmuştur. 1980' lerde yoğunlaşarak uygulanan süreçte sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasının ön koşulları olarak şunlar gösterilmiştir (Dağdelen, 2004, s.25);

- Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari liberalizasyonun başlatılması,
- Kontrollerin kaldırılmasına kadar olan üç yıl içinde, ortalama mali açığın GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)'nın %5'inden daha az olması,
- En az iki yıl önce yurt içi finansal liberalizasyonun başlatılması ve yerli/yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişlerinin serbestleştirilmesi
- Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin, kontrollerin kaldırılmasından en az iki yıl önce %40'ın altına düşürülmesi,
- Piyasa esaslı bir finansal sisteme göre uyarlanmış, ölçülü bir denetleme sisteminin oluşturulması.

### **1.3. Mckinnon ve Shaw Hipotezi' ne Bakış**

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinde önem taşıyan konulardan bir diğeri de, McKinnon-Shaw modelidir. McKinnon ve Shaw' a göre, hükümet tarafından bankacılık sistemi üzerine konulan çeşitli kısıtlamalar (finansal baskı), finansal sistemin gelişimini yavaşlatabilir ve böylece ekonomik büyüme üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilir. "Finansal baskı" (financial repression) kuramına göre; gelişmekte olan ülkelerde devlet finansal piyasalara müdahale ederek bu piyasaları baskı altında tutmakta; faizlerin suni olarak düşük seviyelerde gerçekleşmesini sağlamakta; ve kredi tahsisatına doğrudan müdahale etmektedir. Bu sürecin bir sonucu olarak, toplam tasarruf hacmi olması gerekenden daha az oluşmakta; krediler de etkin olmayan bir tarzda tahsis edilmektedir. Çünkü, tasarruf yetersizliği nedeniyle oluşan kredi talebi fazlalığı rant arayışını güçlendirmekte; bu da kredi tahsisatında yolsuzluğa ve verimsiz kullanıma neden olmaktadır. Reel ekonominin hızlı ve verimli yatırım fırsatları yaratması karşısında; finansal sistemin bu yatırımlara yeterince fon sağlayamaması durumunda, finansal baskı politikalarının iktisadi kalkınma üzerindeki tahrifatı (distortion) daha sert olabilmektedir. İzleyen bölümde finansal baskı kuramının gerekçesi ve bu kurama karşılık Mckinnon-Shaw hipotezi irdelenecektir.

#### **1.3.1. Finansal baskı kuramının gerekçesi**

Shaw' ın (1973) geliştirdiği finansal baskı kuramı neoklasik ve neokeynesyen düşüncelerin faiz haddi politikaları konusundaki eleştirilerine dayanmaktadır. Tobin (1965) para ve büyüme arasında analitik bir çerçeve çizmektedir. Tobin' in modelinde,

hane halkları tasarruflarını para ve verimli sermaye malları arasında dağıtmaktadır. Sermaye mallarının getirisi paranın getirisinden (faiz) büyük olduğu sürece, hane halklarının portföyünde verimli sermaye malları yatırımı daha yüksek paya sahip olacaktır. Böylece, paranın getirisinin -faizin- düşük olması, yüksek sermaye/işgücüne sahip yatırımları hızlandırarak, sosyal refahın artmasına neden olacaktır. Bu refah kazancı ya mevduat faizleri düşürülerek; ya para vergilenecek; ya da enflasyon oranının artırılmasıyla para stokundaki büyüme oranı hızlandırılarak elde edilebilir (Sak, 1995, s.13).

Paranın yönetimi ile ekonominin performansı arasındaki ilişkiyi analiz eden Keynes' in (1936) "likidite tercihi" teoremine göre hane halkları muamele, ihtiyat ve spekülasyon beklentisi ile ellerinde para tutmak istemektedir. İnsanlar günlük ihtiyaçları için muamele; öngörülemez olağanüstü giderleri için ihtiyat; faiz hadlerindeki değişikliklerden yararlanmak içinse spekülasyon beklentisiyle ellerinde para tutarlar. Keynes' in likidite tercihi teoreminde faizlerin daha aşağı inemeyeceği bir seviye bulunmakta ve bu seviye "likidite tuzağı" (liquidity trap) olarak adlandırılmaktadır. Keynes spekülasyon beklentisiyle elde tutulan paranın insanların refahları hakkında alacağı karara göre değiştiğini söylemektedir. Keynes' in modelinde basitliği sağlamak için insanlar paralarını nakit ya da sabit temettülü hazine bonosunda tutmaktadır. Bono bedeli ile faiz hadleri arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları artınca ya da azalınca hazine bonosunun değeri (refah) azalacak ya da artacaktır (Fry, 1995, s.s 7-8).

Keynes faiz hadlerinin likidite tuzağı seviyesinde bulunması durumunda para politikalarının faiz haddi ve ekonominin genel gidişatı üzerinde etkisinin bulunmayacağını ileri sürmektedir. Likidite tuzağındaki faiz hadlerinde; insanlar olası bir faiz artışı karşısında refah kaybına uğramamak için paralarını verimli yatırımlarda tutmak yerine nakit olarak tutacaktır. Bunun sonunda da tam istihdam planlı tasarrufları, planlı yatırımlarından fazla olacaktır. Faizleri daha da düşürerek tasarruf-yatırım dengesini sağlamak mümkün olmayacağından; yatırım-tasarruf dengesi gelirin -dolayısıyla tasarrufların- azalmasıyla sağlanacaktır. Tam istihdam seviyesindeki tasarruf-yatırım dengesinin sağlanması için Keynes düzeltme mekanizmasının gelir (tasarruf) azalışı ile sağlanması yerine; faiz hadlerinin devlet tarafından kontrol edilmesiyle (sınırlanmasıyla) sağlanmasını önermektedir. Böylece, tasarruf-yatırım

dengeğine düşük faiz hadlerinde yatırımlar uyarılarak ulaşılabilecek ve tam istihdam gelir seviyesi elde edilecektir (Fry, 1995, ss. 9-12).

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

Gelişmekte olan ülkelerde devletin finansal piyasaları baskı altında tutmasının önemli bir gerekçesi de mali sebeplerden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde devletler, kalkınmaya doğrudan müdahalede bulunmak istemektedir. Ancak, politik isteksizlik ya da idari yetersizlik nedeniyle devletlerin bunu doğrudan yapacak mali kapasiteleri bulunmamaktadır. Bu nedenle, kalkınmanın finansmanı için devlet iki şekilde finansal sistemi kullanmaktadır. Birincisi, devlet bankaların munzam karşılık ve disponibilitate oranlarını yüksek tutarak, sırasıyla, kendisinin faiz getirisi bulunan ve bulunmayan finansal varlıklarına zorunlu talep yaratmaktadır. İkincisi de, yarattığı bu kaynakla devletler kendi harcamalarının finansmanını sağlamaktadır. Ayrıca, kredi faizlerinin üzerine konulan sınırlama ile faiz oranlarının düşük tutulması sonucunda kredi talebi fazlası yaratılmaktadır. Devlet, bankaların düşük faizli bu kullanılabilir kredi hacminin bir kısmını, iktisadi kalkınmada öncelikli tayin ettiği sektörlerle tahsis etmesini istemektedir. Bu mekanizma ise bir yandan ekonomik etkinlik diğer taraftan da bölüşüm açısından önemli makroekonomik sonuçlar yaratmaktadır (Ageno, 1996, Montiel, 1996, s. 152).

### **1.3.2. Finansal baskı kuramına Mckinnon-Shaw ekolünün karşı görüşü**

McKinnon-Shaw finansal baskı politikalarını haklı gösteren Keynes ve Tobin' in yaklaşımına karşı; finansal baskının iktisadi büyüme ve kalkınmaya zarar verdiğini ortaya koyan teorik bir çerçeve ortaya koymuştur.

Faiz oranlarına getirilen sınırlamalar ekonomide dört kanaldan tahrifata neden olmaktadır. Birinci olarak, düşük faiz oranları gelecek tüketimle karşılaştırıldığında cari tüketim lehine bir dürtü (incentive) oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak, tasarruf hacmi sosyal açıdan olması gereken optimal seviyesinin altında gerçekleşebilir. İkinci olarak, potansiyel olarak borç verebilecekler tasarruflarını düşük faizli banka mevduatı yerine altın ve döviz gibi üretken olmayan araçlarla değerlendirme yoluna gidebilir ya da kayıt dışı piyasalarda (curb market) yatırım yapabilir. Üçüncü olarak, düşük faizle kredi alanlar göreceli olarak sermaye-yoğun projelere yatırım yapabilir. Dördüncü olarak da potansiyel olarak bankalardan kredi alacak girişimciler yüksek kredi faizlerini karşılayabilecek kadar yeterli getirisi bulunmayan yatırım projelerinin sahiplerinden oluşabilir (Fry, 1997, s. 755).

Tasarruf sahiplerinin yatırımlarını finansal sistem (mevduat) dışında değerlendirmeleri karşısında; gelişmekte olan ülkelerde karar alıcıların standart tavrı kayıt dışı piyasalarda yatırım yapmayı ve/veya yabancı varlık tutmayı yasaklamak olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinden kaçınmak mümkün olduğu sürece, kayıt dışı piyasalar da gelişmektedir. Sermaye kontrollerinden kaçınmanın ortaya çıkardığı maliyetin kayıt dışı piyasalardaki kredi maliyeti üzerinde yarattığı etki nedeniyle, yatırım ekonomik olmaktan çıkabilmektedir. Diğer taraftan altın ve gayrimenkul gibi reel varlıklara yatırım yapmak ise daha yüksek seviyede yatırımın gerçekleşmesi anlamına gelmemektedir. Daha yüksek yatırım hacmine ulusal talep olmasına rağmen, potansiyel yatırımcılar yatırım projelerine kaynak bulamamaktadır. Çünkü, zaten düşük olan tasarrufların bir kısmını devlet kayıt içi sistemde munzam karşılık uygulaması aracılığıyla kullanmaktadır.

Finansal baskının gelişmekte olan ülkelerde ayrıca dual (ikili) bir yapıya neden olduğu McKinnon-Shaw ekolünün bir diğer iddiasıdır. Bu görüşe göre ekonomide, düşük verimliliğe sahip geleneksel ve yüksek verimliliğe sahip modern üretim teknikleri aynı anda kullanılmaktadır. Modern teknikler daha çok gelir getirirken, geleneksel teknikler daha düşük getiriye sahip bulunmaktadır. Modern ve geleneksel üretim tekniklerinin aynı anda var olması durumunda; finansal baskının bir sonucu olarak girişimcilerin kullanılabilir krediye ulaşabilme kapasitesi; diğer bir deyişle bazı girişimcilerinin düşük faizli kredi kullanabilmesi ancak diğerlerinin kullanamaması ekonomide ikili bir yapıya neden olacaktır. Bununla beraber, bazı girişimcilere düşük faizli kredi vermek ve

diğerlerini reddetmek yatırımların genel etkinliğinin optimalden daha düşük gerçekleşmesine neden olacaktır.

Düşük faizli krediye ulaşabilen yatırımcılar sabit yatırım maliyeti ve getirisi yüksek olan modern yatırım projelerine yatırım yapacaktır. Düşük faizli kredi kullanamayan girişimciler ise, yatırımların finansmanında sadece kendi tasarruflarını kullanabileceğinden, geleneksel üretim tekniklerine dayalı projelere yatırım yapabilecektir. Modern üretim tekniklerinin karlılık oranı, geleneksel tekniklerle yapılan yatırımlardan daha yüksek olacağından, ekonomide bir bütün olarak yatırımların marjinal getiri oranını maliyete eşitlemek mümkün olmayacaktır.

Diğer taraftan, krediye ulaşabilmedeki fırsat eşitsizliği gelir adaletsizliğine de neden olmaktadır. Mevduat ve kredi faizlerinin sınırlandırılmasının bölüşüm üzerindeki tahrifatı iki şekilde işlemektedir. Birinci olarak, ekonomik rantın büyük bir kısmı düşük faizli kredi kullanıp yüksek getirili modern üretim tekniklerine yatırım yapanlara gidecektir. Bu kredileri kullanan firmaların "aile şirketi" olması durumunda ise gelir dağılımı daha da bozulacaktır. İkinci olarak, sermaye yoğun üretim teknikleri vasıfsız iş gücüne olan talebi azaltacaktır. Böylece, işsizlik artacak ve/veya vasıfsız iş gücü ücretlerinde düşüş meydana gelecektir (Fry, 1995, ss. 30-38).

McKinnon-Shaw gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının, faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal fiyatları bozduğunu; finansal olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin reel büyüklüğünü ve ekonominin büyüme hızını düşürdüğünü söylemektedir. Bütün bunların bir sonucu olarak da, finansal baskı stratejisi kalkınma sürecini olumsuz etkilemektedir. McKinnon-Shaw ekolünün önemli unsurları şunlardır:

a) tasarruf fonksiyonu hem mevduat faizleri hem de büyüme hızından pozitif olarak etkilenmekte;

b) yatırım fonksiyonu reel kredi faizlerinden negatif ve büyüme hızından pozitif olarak etkilenmekte;

c) idari olarak sabit tutulan reel faiz oranları piyasa denge seviyesinin altında tutulmakta;

d) kullanılabilir kredi fiyat dışı tahsisat neticesinde verimsiz bir şekilde dağıtılmaktadır (Fry, 1997, s. 755).



McKinnon-Shaw ekolü, finansal sistemdeki gelişmeler üzerine olan hükümet müdahalelerinin etkilerini incelemiştir. Temel önermeleri; devletin, azami faiz oranları, yüksek rezerv gerekliliği, doğrudan kredi programları gibi bankacılık sistemine getirdiği kısıtlamaların, finansal sektörün gelişimini olumsuz yönde etkilediği ve sonuç olarak ekonomik büyümeyi azalttığıdır. Faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ve reel faizlerin artırılması tasarruf hacmini ve yatırımın ortalama verimliliğini optimal seviyesine yükseltecektir. Diğer bir deyişle, reel faiz hadlerindeki artış; tasarruf-yatırım fonksiyonunu denge seviyesine çıkaracaktır. Reel faiz oranlarının artması, girişimcinin artık karlılığını kaybeden, düşük getirili verimsiz projeleri terk etmesine neden olacaktır. Böylece, yatırımların ortalama getirisi ve etkinliği artacaktır. Bu sürecin neticesinde ekonomi büyüyecek ve bu da tekrar tasarruf artışına neden olacaktır. Tasarrufçunun getirisi olarak daha yüksek reel faiz hadleri bir taraftan daha yüksek yatırım hacminin anahtarını diğer taraftan da daha yüksek yatırım verimliliğinin rasyonel aracını oluşturmaktadır. Yatırımların miktarı ve kalitesinin artması ise büyüme hızını pozitif etkileyecektir. Geleneksel üretim teknikleriyle düşük getirili projelere yatırım yapanlar ve yatırımlarını verimsiz varlıklarda (altın, gayrimenkul vs.) değerlendirenler ise tasarruflarını daha yüksek faizli mevduatta değerlendirecek; böylece hem bunların gelirleri artacak hem de tasarrufları ekonomi için etkin bir şekilde değerlendirilmiş olacaktır.

McKinnon-Shaw hipotezi başta Keynesci okula ait iktisatçılar olmak üzere eleştirilmiştir. Tez, mantık olarak yatırımların tasarruflar tarafından belirlendiğini ve kaynakların tam istihdam düzeyinde kullanıldığını ileri süren neoklasik varsayımlara dayanmaktadır. Tezin ileri sürdüğü yüksek faiz hadleri ile borçlanmak zorunda kalan (imalat sektörü başta olmak üzere, devlet) kesimlerden, yüksek faiz gelirinden yararlanan (rantiyelere) kesimlere gelir transferine neden olmaktadır. Bu sonuç ise, kaynakların yatırım eğilimi en düşük kesimlerin elinde toplanmasına, birikim ve kalkınma sürecinin olumsuz etkilenmesi anlamına gelmektedir.

Finansal serbestleşme politikaları neticesinde bir çok ülke faiz serbestisine geçip; zorunlu mevduat munzam karşılık oranlarını düşürüp; kredi tahsis politikalarına devlet müdahalesini azaltıp; kamu bankalarını özelleştirip; piyasalara giriş engellerini kaldırarak ya da azaltarak bankacılık sisteminde rekabeti artırmıştır. Ülkemizde de söz konusu mali sistem benimsenmiş ekonomide yatırım-tasarruf etkinliğinin artması ve

sabit sermaye yatırımlarına yönelik kredi havuzunun genişlemesi sağlanamamıştır (Yeldan, 2001, s.129).

#### **1.4.Türkiye' de Finansal Liberalizasyon Süreci**

Bilindiği gibi Türkiye' de liberalizasyon sürecinin 24 Ocak 1980 kararları ile başladığı söylenebilmektedir. 24 Ocak 1980 tarihinde uygulamaya konulan istikrar programı, kronik enflasyon ve döviz darboğazı sorunlarını gidermeye yönelik kısa vadeli amaçlar yanında uzun vadeli amaçlara da sahipti. Neo-liberal bir yaklaşımla hazırlanan bu program, temelde iktisadi, siyasi ve yönetsel sahalarda devlet müdahalesini en aza indirerek piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmak ve geleneksel sanayileşme stratejisinden ihracata dönük sanayileşme stratejisine geçmek hedefi gütmüştür. Anılan amaçlara ulaşabilmek için "yapısal uyarılma" politikaları temel araç konumunda olmuştur. Liberalizasyon odaklı olan 24 Ocak kararları ile ortaya çıkan programın ana hatları şu şekilde özetlenebilmektedir;

- %32, 7 oranında devalüasyon yapılarak günlük kur ilanı uygulamasına gidilmiş,
- devletin ekonomideki payını küçültülmesine temin edecek düzenlemeler yapılmış,
- KİT(Kamu İktisadi Teşebbüsleri)' lerdeki uygulamaya paralel olarak tarım ürünleri destekleme alımları sınırlandırılmış,
- gübre, enerji ve ulaştırma dışında sübvansiyonlar kaldırılmış,
- dış ticaretin liberalizasyonu gerçekleştirilmiş,
- yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiş,
- kar transferlerine kolaylık sağlanmış,
- yurtdışı müteahhitlik hizmetleri desteklenmiştir.
- İthalat kademeli olarak liberalize edilmiş,
- ihracat; vergi iadesi, düşük faizli kredi, imalatçı ihracatçılara ithal girdide gümrük muafiyeti, sektörlere göre farklılaşan teşvik sistemi ile teşvik edilmiştir.
- Döviz çevrilebilir mevduat uygulamasına son verilmiş,
- döviz alım satımı serbest bırakılmış,
- döviz piyasası üzerindeki kontroller kaldırılmış,
- faiz oranları serbestleştirilmiş ve reel faiz politikası izlenmiş,
- fiyat kontrol ve sınırlamaları kaldırılarak piyasa kurallarının geçerliliği hedef alınmıştır.

İzlenen politikaların temel amaçları, Türkiye ekonomisini değişen dünya şartlarına göre yeniden yapılandırmak, dışa açmak ve dünya ekonomisi ile entegre ederek küreselleşme eğilimlerinin dışına Türkiye'yi çıkarmamaktır.

24 Ocak Kararları sonrasında, IMF (International Monetary Fund)" ve Dünya Bankası ile çok sayıda yapısal uyarlama programı gerçekleştirilmiştir. Bu programların uygulandığı dönemler, liberalizasyon sürecinin gelişimi açısından diğer kritik tarihlerdir. Bunların dışında 5 Nisan 1994 Kararları, ön planda fiili olarak IMF ve Dünya Bankası ile gerçekleştirilen bir programın parçası olmamasına karşılık, yine sözü edilen süreç açısından önemlidir. Diğer yandan bu noktada, 5 Nisan Kararlarının hemen sonrasında 27 Mayıs 1994 tarihinde IMF ile bir stand-by düzenlendiği ve alınan kararların IMF tarafından da kabul edildiği unutulmamalıdır.

Türkiye' de 1980 sonrası yapısal uyarlama sürecinin 1988 yılına geldiğinde ivmesini kaybettiği ve ekonominin de bir tıkanma içerisine girdiği söylenebilmektedir. 1988' in tüm makro ekonomik verileri "ihracata yönelik büyüme" politikalarının iktisadi ve sosyal sınırlarına ulaşıldığını göstermektedir. Bunu izleyen yıllarda artık Türkiye Ekonomisi' nde dışa açılım öncelikleri reel üretim sektöründe değil, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle biçimlenmiştir (Dağdelen, 2004, s.46). Sözü edilen politika değişiklerini finansal liberalizasyon başlığı altında ele almak mümkün gözükmemektedir. Bu çerçevede ülkemizde 1980 sonrası dönemde başlatılan liberalizasyon odaklı yeni modelin finansal liberalizasyon ayağı, ticaretin liberalizasyonuna koşut olarak 1980-83 dönemi ile başlamış, bu dönemde ortaya çıkan Bankerler Krizi ile sekteye uğramış, buna karşılık 1989 ve 1990' da yürürlüğe konulan uygulamalarla tamamlanmıştır.

Finansal liberalizasyon sürecinde, ilk önemli aşama 1981 yılında faiz hadleri üzerindeki sınırlama ve kontrollerin kaldırılması (iç finansal liberalizasyon) ile gerçekleştirilirken, bir sonraki önemli aşama ise döviz alım satımının serbestleştirilmesi yönündeki düzenlemeler (iç ve dış finansal liberalizasyon) olmuştur. 1986 yılında ulusal finans piyasalarına yönelik olarak İstanbul Menkul Kıymet Borsası (İMKB) (yeniden) kurulmuştur. Diğer taraftan 1987 yılında Merkez Bankası açık piyasa işlemlerini başlatmıştır. 1989 yılı Ağustos ayında yürürlüğe giren 32 sayılı "konvertibiliteye geçiş" kararı (dış finansal liberalizasyon), 1980-1989 dönemde finansal liberalizasyon amacı ile aşama aşama alınan kararların son ve en büyük adımı olmuştur. Şubat 1990 yılında 32

sayılı Karar' da yapılan ek değişiklikler ve konvertibilitenin IMF tarafından onaylanmasının ardından Haziran 1991' de 91-3215 sayılı Tebliğ ile, 32 sayılı Karar kapsamındaki liberalizasyonu sağlayıcı düzenlemelerde yine bir dizi değişiklikler ve eklemeler yapılmış ve liberalizasyon IMF nezdinde konsolide edilmiştir. 1989 yılında, ülkemizde finansal liberalizasyonun ilanına kadar olan süreçte, bu karara ön hazırlık niteliğinde kabul edilebilecek adımlar üç eksen üzerinde geręekleřmiřtir;

1. Finansal piyasaların düzenlenmesi ve geliştirilmesi

- Sermaye Piyasası Kanununun Çıkarılması (Temmuz 1981) ve Sermaye Piyasası Kurulu' nun (SPK) kurulması ( Şubat 1982),
- Ağustos 1989' da TPKK hakkında 32 sayılı Karar ile dış finansal serbestliğin sağlandığı dönemde finansal araçların yapılanması ve finansal araçların çeşitlenmesi, (böylece finansal piyasaların geliştirilmesi yönünde düzenlemeler yapılmıştır),

2. Mevduat faiz oranlarının belirlenmesinde liberalizasyon

- Faizlerin tamamen serbest bırakılması (Ekim 1988), (Faizlerin serbest bırakılması daha önce 1980 yılında denenmiş fakat yaşanan banker kriziyle birlikte son verilmiştir)

3. Kambiyo ve sermaye hareketlerinde liberalizasyon

- TCMB bünyesinde oluşturulan Döviz ve Efektif Piyasası ve Kur Belirleme Seansları uygulamasıyla kurların TCMB ve bankalar tarafından ortak belirlenmesi ilkesinin yürürlüğe konulması (Ağustos 1988) (Böylece piyasa tarafından belirlenen döviz kuru modeline geçilmiştir)

1989 sonrası dönemde, yapısal uyum programları doğrultusunda Türkiye ve dış dünya arasındaki her türlü para transferine tam bir serbestlik tanındığını, ayrıca Türk vatandaşlarının istedikleri gibi döviz bulundurmalarına ve bankalarda döviz hesabı açmalarına izin verildiğini belirtilmiştir. Bu gelişmeyle hemen hemen aynı zamanda devrin hükümeti bütçeyi finanse etmek için uzun vadeli dış krediler ve vergiler yerine kısa vadeli iç borçlanmaya gidilmesine karar vermiştir. Bunun yanı sıra yeni yapılanma sürecinde Türkiye' de, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi devlet tahvili ve hisse senedi piyasalarının da kurulmasını sağlanmıştır. Sözü edilen süreçte son olarak IMKB' nin da uluslararası sisteme açılması (1991 yılında) ile yapısal uyum sürecinin

finansal uyum boyutunun bütün gerekleri yerine getirilmiş ve böylece Türkiye, Dünya' daki yeni kırılğan/akışkan finans yapısına entegre olmuştur.(Dağdelen, 2004, ss.46-48)

Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerine açılan yeni yapı ile ulusal piyasalarda döviz ve faiz kuru birbirine bağlı hale gelmiş ve Merkez Bankası tarafından birbirinden bağımsız biçimde birer politika aracı olarak kullanılabilme olanağı yitirilmiştir. Artık bu yapı altında makro-finance dengelerin sağlanmasının gerekli koşulu, yurt içi faiz getirisinin, dövize bağlı spekülatif getiriden yüksek olması; yani reel faiz haddinin aşırı yüksek tutulmasıdır. Böylece uyarılan kısa vadeli (spekülatif) yabancı sermaye, bir yandan kamu açıklarını "dış tasarruflar" biçimiyle finanse ederken, bir yandan da ulusal ekonominin ithalat ve tüketim hacmini genişletmektedir (Yeldan, 2001, ss.135-136)

Finance liberalizasyon sürecinde Türk bankacılık sisteminin 1989 sonrasındaki yapısına bakılacak olursa, sistemin genel işlevinin, doğrudan dışarıdan borçlanma yetisini kaybetmiş bulunan kamu kesimine aracılık yaparak, kamu sektörü borçlanma gereğini finanse etmek olduğu söylenebilmektedir. Kamu kesimi 1993 sonrasında dış borçlanma olanağını yitirmiş ve giderek artan ölçüde iç borçlanma senetlerinin yarattığı finansman olanaklarına yönelmiştir. Bu noktada bankacılık sisteminin özgün işlevi, uluslararası arbitraja dayalı kısa vadeli dış finansmanı, yurt içinde kamu iç borçlanma senetlerinde değerlendirerek reel kazanç elde etmeye yöneltmesi olmuştur. Dolayısıyla bankacılık sistemi doğrudan doğruya, daha önce sözünü ettiğimiz rantiyeye tipi spekülatif finansman biçimlerine yönelirken, reel sektöre kaynak sağlama işlevini de ikinci plana itmiştir. ` Buna karşılık sermaye hareketlerine kapalı bir ekonomide, uluslararası finans öğretisi şu üç değişkenden ikisinin dışsal olduğunu önermektedir:

- i.) Bağımsız para politikası
- ii.) Yurt içi faiz haddi
- iii.) Döviz kuru.

Böylece uluslararası sermaye hareketlerine kapalı bir ekonomide ulusal para otoritesi bu üç değişkenden ikisini bağımsız olarak seçme serbestisine sahiptir. Dolayısıyla, spekülatif kısa vade sermaye hareketlerine açılan bir ekonominin temel ikilemi, bir yandan makro finansal dengenin sağlanması için reel faiz haddini, TL' nin yabancı dövizler karşısındaki aşınma haddinin üstünde tutma gerekliliği, diğer yandan da dövizde ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu dış ticarete açık üretici sektörlerin gerilemesi olgusudur.' (Yeldan, 2001, s.136)

Diğer yandan sözü edilen dönemde Türk bankacılık sisteminin sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, likidite, karlılık, gelir - gider yapısı ve sektör payları rasyoları ve alt kalemleri incelendiğinde de yine istikrarlı bir eğilimden bahsetmek mümkün gözükmemektedir.

Üzerinde durulan yeni dönemde bankacılık sisteminin yanı sıra, reel sektörün de finansman oyunları ve kar elde etme güdüsü ile hareket etmeye başladıkları söylenebilmektedir. Nitekim çok sayıda reel sektör firmasının bilançoları incelendiğinde, firmaların faaliyet dışı kar miktarlarının toplam karları içerisindeki oranların hayli yüksek olduğu gözlemlenmektedir.

#### **1.4.1. Finansal liberalizasyonun etkileri**

Türkiye’de kambiyo rejimini bırakıp finans piyasalarını tamamen serbestleştirdikten sonraki yıllar ülkemiz açısından çok sancılı geçmiştir ve geçmektedir. Bu süreçte, yüksek enflasyonist baskının yaşandığı ortamda kamu maliyesinde dengesizlikler giderek artarken, uygulamaya konulan finansal liberalizasyonla, ulusal ekonomi dış stoklarını amorti etmede kullanabileceği uygun para/faiz ve kur politikalarını birbirinden bağımsız olarak belirleme ve uygulama olanağından yoksun bırakılmıştır. Bu bağlamda Merkez Bankası bir taraftan genişleme ve daralma politikalarının aracı olarak faiz haddini kullanma olanağını yitirmiş, diğer taraftan dış ticarete, ulusal üretimin dengesinin sağlanması ve korunması gibi amaçlar doğrultusunda kur politikasının belirlenmesi olanaksızlaşmıştır. Finansal sermaye hareketleri kurların belirlenmesinde yönlendirici etken olmuş, mal hareketleri ile sermaye hareketleri arasındaki bağlantı kopmuştur. Bir başka deyişle, faiz ve kurların belirlenmesi özellikle sıcak para girişlerine bağımlı olmaya başlamış, para ve maliye politikaları etkinliklerini hızla yitirme sürecine girmiştir (Fisünoğlu, 2003, ss.245-283, Yeldan, 2001, ss.127-155).

Bu bağlamda ekonomik büyümenin sermaye girişine bağımlı olarak dalgalanmaya başladığı gözlenmektedir. 1980’de başlayan ve 1989’da tam konvertibiliteye kararına ulaşan finansal liberalizasyon süreci, ulusal ekonomiyi doğrudan doğruya uluslararası spekülâtif finansal kapitalin çıkar alanına itmiş ve sıcak para akımlarına bağımlı bir yapı doğurmuştur<sup>1</sup>. Bu süreç içerisinde denetimsiz kalan uluslararası sermaye hareketleri

---

<sup>1</sup> Türkiye’de yaşanan finansal liberalleşme deneyiminin sonuçları hakkında Akyüz (1990) ve Atiyas (1990) ayrıntılı açıklamalara yer vermektedir.

gerek reel, gerekse finansal ekonomi açısından birer istikrarsızlık unsuru yaratarak ulusal ekonominin dengeli büyümesinin önündeki en önemli engel haline dönüşmüştür. Öte yandan, ulusal ekonominin seyri işsizlik, üretim, enflasyon gibi geleneksel kriterlerden ziyade, ülkenin toplam menkul kıymet ihracının sadece (yaklaşık) %3' ünü oluşturan hisse senedi ihraçları sonucunda belirlenen IMKB gösterge endeksleri ile izlenir olmuştur. Bilindiği üzere bu durum siyaset ve yönetim müesseselerinin de söz konusu göstergelere endekslenme sonucunu doğurmuştur (Yeldan, 2001, ss.138-144).

Bu dönemde hayata geçirilen söz konusu uygulamalar, iktisadi dalgalanmaları arttırmış ve 1990 sonrasında Türkiye iç ve dış kaynaklı iki büyük iktisadi krizle (1994, 2001) karşı karşıya kalmıştır. 1990' ların ortalarından itibaren Türkiye artık özerk iktisat politikaları izleme gücünü de kaybetmiştir. Finansal sorunların da etkisiyle eğitim gibi diğer önemli alanlara ayrılan kaynakların giderek düşmesi, uzun vadede politika seçeneklerini ve daha ileri teknolojilerin devreye sokulma şansını azalttığı gibi hastalığın kapsamını da genişletmektedir. Türkiye tüm 1990 sonrası on yılı bu şekilde "istikrarsızlık, kriz, büyüme, kriz, istikrarsızlık" sarmalarına dayalı, inişli çıkışlı bir konjonktür ile geçirdikten sonra, 2000 Kasım' ından bu yana top yekûn bir iktisadi ve siyasi krizin cenderesine sürüklenmiştir.(Dağdelen, 2004, s.51) Bu süreçte büyüyen ödemeler dengesi açıkları, iç ve dış borçlar Türkiye' yi IMF ile yeni stand-by anlaşmaları yapmaya zorlamıştır. 1994, 1999 ve 2001 yıllarında yeni stand-by anlaşmaları yapılmış; bu anlaşmalarda IMF' nin talepleri çerçevesinde yönetsel, iktisadi ve siyasi alanlarda değişimin dinamiği olan yapısal reformlar öngörülmüştür. Diğer taraftan önemli hedeflerinden birisi doğrudan sermaye girişlerini arttırmak olan liberalizasyona rağmen, günümüze kadar yaşanan süreçte doğrudan yabancı sermaye girişlerinde gelişmeler son derece kısıtlı kalmıştır. 1990' ların başında doğrudan yabancı sermaye girişlerinden %1,8 pay alan Türkiye, 1999' da binde 3 düzeyinde bir pay alabilmiştir. Aynı zamanda kişi başına düşen gelir 1991' den 2000 yılında %0,3 oranında gerileyerek, 2.681 USD' dan 2.607 USD' a düşmüş, öte yandan toplumsal kesimler arasında gelir dağılımında ciddi bozulmalar yaşanmıştır (Güler, 2003, s.10).

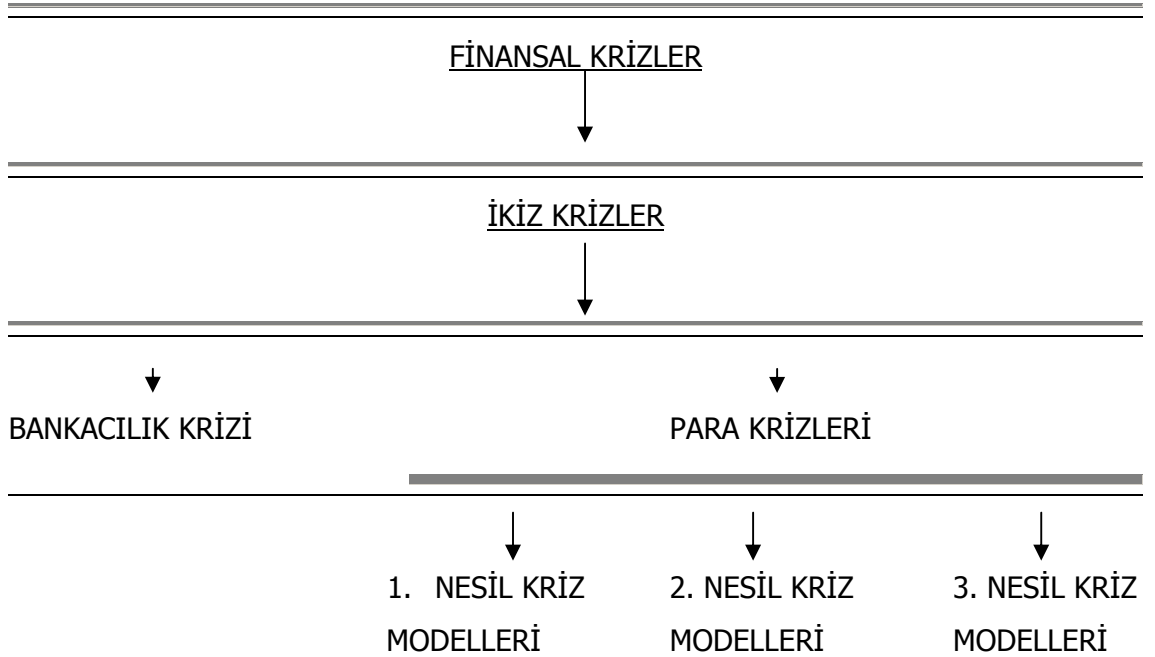
### **1.5. Finansal Kriz Modelleri**

1990' lı yıllar dünyanın çeşitli bölgelerinde güçlü etkileri olan finansal krizlerin ortaya çıktığı bir dönem olmuştur. Etkileri bölgesel olmaktan çok küresel olan bu

krizlere örnek olarak, 1992–93 yıllarında Avrupa Döviz Kuru mekanizmasında (ERM) ortaya çıkan para krizi, Latin Amerika’ da ortaya çıkan Tekila Krizi ve 1997 yılında Tayland’ dan başlayarak yayılan Güneydoğu Asya Krizleri verilebilir. 1990’ larda yaşanan bu krizler ortak özelliklere sahip olmakla birlikte, ülkelere ve bölgelere özgü özelliklere de sahiptir (Gür ve Tosuner, 2002, ss.11).

Krizler bankacılık, ödemeler dengesi, para ve dış borç krizleri şeklinde bir takım alt ayırımlara tabi tutulabilir. Bu krizlerin bir kısmı bulaşıcı olabilmektedir. Örneğin, Avrupa’ da yaşanan krizin yayılma gibi bir etkisi olmamış ve bu kriz sadece bir para krizi olarak isimlendirilirken, Meksika krizi, “tekila etkisi” denilen bir yayılma etkisiyle birlikte ekonominin çeşitli alanlarında problem yaratmış ve bu kriz ekonominin birçok değişkenini bünyesinde barındırdığı için finansal kriz olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla, finansal kriz dediğimiz kavram, bünyesinde bir ya da daha fazla kriz çeşidini içeren bir yapıdan ibaret olmaktadır. Bununla birlikte, kriz ekonomideki bütün makro temellerin bozulmasını içerecek şekilde çok geniş kapsamlı olabilir. Dolayısıyla para krizi, döviz kuru krizi, ödemeler dengesi krizi banka krizi eş anlamlı olarak kullanılabilir. Çünkü etkiler tek yönlü değil, çok yönlü olmaktadır (Özbek, 1999, s.123).

### **Şekil 1.1 Finansal Kriz Modelleri**





Genellikle aniden ortaya çıkan ve ekonomilerde büyük olumsuzluklara yol açan krizlerin nedenlerini ve oluşum süreçlerini analiz eden çalışmalar zaman içinde yapılan katkılara paralel önemli ilerlemeler göstermiştir. Ortaya çıkan kapsamlı analizler kendi içlerinde gruplandırılmış ve bu sayede para ve banka krizlerinin birlikte ele alındığı ikiz kriz modelleri, birinci nesil kriz modelleri, ikinci nesil kriz modelleri ve üçüncü nesil kriz modelleri geliştirilmiştir.

### **1.5.1. İkiz krizler**

İkiz kriz kavramı bir para krizi ile bankacılık krizi arasındaki etkileşime bağlı olarak ortaya atılmış bir kavramdır. 1982 yılında Şili’ de, 1992 yılında Finlandiya’ da ve İsveç’ te ve son dönemde ortaya çıkan Asya krizleri en önemli örnekleridir. İkiz krizler, bir para krizinin bankacılık krizine neden olması ya da bir bankacılık krizinin para krizine neden olması şeklinde iki türlü gerçekleşebilmektedir.

Bunlardan ilk senaryo, para krizlerinin bankacılık krizlerine neden olmasıdır. Bu çalışmalara göre ilk olarak ödemeler dengesinde ortaya çıkan sorunlar banka krizlerine neden olacaktır. Sözgelimi yurtdışı faiz oranlarında meydana gelen bir artış sebebiyle ortaya çıkan bir dış şok, sabit döviz kuru sisteminin sürdürülmesi durumunda, rezervlerin erimesine neden olacaktır. Bu durumda, eğer sterilizasyon yapılmazsa para stokunda ani bir düşüş meydana gelecektir ve likidite sıkıntısı nedeniyle ekonomide iflaslar başlayacaktır. Bunun sonucunda da ekonomi genelinde bir finansal krize girilmiş olunacaktır. Yine aynı şekilde ödemeler dengesinde meydana gelen bir açık sebebiyle yapılacak devalüasyon, borçlarının büyük bir kısmını döviz üzerinden gerçekleştirmiş bankaların durumunu kötüleştirerek banka iflaslarına yol açabilecektir (Kaminsky ve Reinhart, 1999, s.475).

İkinci durum, bir bankacılık krizinin bir para krizine dönüşmesidir. Örneğin devlet, bankaların garantörü durumunda olduğu ve batan bankaların yükümlülüklerini ödeme garantisi verdiğiğinde, bu sorunlu bankaları kurtarmak için para arzında aşırı genişleme meydana gelecek ve banka krizleri döviz krizlerinin oluşmasına neden olabilecektir (Velasco, 1987, ss.273-279).

### **1.5.2. Bankacılık krizleri**

Modern ekonomilerde banka mevduatı bir ödeme aracı olarak önemli bir işleve sahiptir. Öte yandan, banka mevduatı hem bankaların özel bir yükümlülüğü olup hem de bir kamu malı durumundadır. Hükümetler bu kamu malı üzerindeki güveni korumak için çoğu zaman mevduatlara devlet garantisi getirmekte ya da özel mevduat sigorta sistemi kurmaktadır. Böylelikle, bir bankacılık krizi durumunda bankadan mevduat çıkışı önlenmeye çalışılmaktadır (Kobayashi, 2003, s.1). Bu nedenle, günümüzde bankacılık sektörü üzerindeki hassasiyet ülke ekonomileri için çok önemli bir konu olmaktadır. Öyle ki; bankacılık sektöründe yaşanan bir kriz tüm ülke ekonomisini hatta küreselleşen piyasalar nedeniyle tüm dünya ekonomisini etkileyebilmektedir.

Bankacılık sektörünün sorunları hem ülkeler için ciddi sorunlar çıkardığından hem de bütünleşmenin arttığı uluslararası piyasalarda yayılma etkisi doğurduğundan bankacılık krizlerine özel bir ilgi gerekmektedir. 1980 yılından bu yana, IMF üyesi ülkelerin % 75' i belirgin biçimde bankacılık sektörlerinde problemler yaşamıştır. 1980 sonrasında ortaya çıkan bütün finansal krizler bir bankacılık krizi ile birlikte ortaya çıkmıştır. Bankacılık krizleri daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülmekte ve çoğunlukla bir ikiz kriz durumu olarak karşımıza çıkmaktadır (IMF, 2002, s.7).

Bankacılık krizlerinin tanımlanmasında çeşitli yaklaşımlar benimsenmektedir. Bu yaklaşımlardan birine göre; bir bankacılık krizi ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade etmektedir (Delice, 2003, s.61). Diğer bir tanıma göre, bankacılık krizleri; genelde banka bilançolarının kötüleşmesinden, bilanço aktif yapılarının bozulmasından kaynaklanır. Daha net bir ifadeyle; geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değerlerin piyasalarındaki dalgalanmalar, reel sektörün küçülmesi nedenleriyle bankaların aktif yapılarının bozulmasıdır (Eren ve Süslü, 2001, s.3).

Enflasyonist dönemlerde banka kaynakları daha çok devlet iç borçlanma senetlerine plase edilmektedir. Dolayısıyla banka kaynakları yatırım yerine kamu kağıtlarına bağlanmaktadır. Enflasyonun sektör üzerindeki en önemli etkilerinden birisi de nakit buldurmanın yüksek maliyetidir. Bu dönemlerde ülke parasının değersizleşmesi nedeniyle bankalar yasal yükümlülüklerinin dışında nakitte kalmamaya çalışırlar. Bu durum zaman zaman bankaların likidite sıkışıklığına düşmesine yol

açmaktadır. Nitekim Türkiye’ de 1994 mali krizinde üç banka likidite eksikliğinden batmıştır (Uyar, 2003, s.46).

Finansal liberalizasyon bankalara yeni riskler getirmiş olduğundan, yeterli önlemler alınmazsa bir bankacılık krizine sebep olabilmektedir (Goldstein ve Turner, 1999, s.121). Finansal liberalizasyon süreci kısa vadede bir kazanımdan daha çok bir bankacılık krizine dönüşmesi şu şekilde açıklanabilir (Duman, 2002, s.45):

- Finansal araçların çeşitlenmesi ve sermaye denetimlerinin kaldırılması sonucunda artık bir para arzı tanımı yapmak oldukça zor görünmektedir.
- Finansal liberalleşme ile birlikte hükümetlerin makro ekonomik denetim gücünün azaldığı görülmektedir.
- Finansal liberalleşme ile birlikte, faiz hadlerinin ve çeşitli mali varlık fiyatlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizliğin artması, borç veren açısından bir risk faktörü oluşturmaktadır.
- Finansal liberalleşmenin yarattığı finansal varlıkların fiyatlarındaki uyumsuzluklar ve bunun kaynak dağılımındaki etkinliği azaltması ticaret ve sanayinin ihtiyaçlarına uygun faiz haddi ve döviz kuru politikası izlenmesinde iradenin kaybolmasına neden olmaktadır.

### **1.5.3. Para krizleri**

Para krizleri; özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para olarak değerlendirilen aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, Merkez Bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyon bir hareket devalüasyonla veya şiddetli değer kaybı ile sonuçlanırsa veya Merkez Bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur (Delice, 2003, s.59).

Bir para krizinin finansal krizlerden ayrılan kısmı krizin ödemeler dengesinde ortaya çıkmasıdır. Ülkenin Merkez Bankası sabit kur rejimi uyguluyorsa ortaya çıkan parasal krize ödemeler dengesi krizi adı verilirken, esnek kur rejimi uygulayan ülkelerde ortaya çıkan krizin adı bir döviz krizi olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin kurumsal özellikleri -borç yapısının kısa vadeli olması, borçların büyük bir oranının dövize endeksli olması ve enflasyonla mücadelede hükümetlere olan güven eksikliği

gibi- ortaya çıkan para krizinin tüm ekonomiyi içine alacak şekilde bir finansal krize dönüşmesine neden olabilecektir. Ülke parasının yabancı paralar karşısındaki değerinin ani olarak düşmesi, hem doğrudan etkileriyle hem de para otoritelerinin enflasyonu kontrol altında tutabilmedeki güvenilirliğinin zayıflaması sebebiyle, gerçekleşen ve beklenen enflasyonun yükselmesine neden olabilecektir. Hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyon oranlarında meydana gelen ani yükselişler nedeniyle Merkez bankası ülke parasının yabancı paralar karşısında değerinin daha fazla düşmesini önlemek amacıyla, faiz oranlarını aşırı şekilde yüksek seviyelere çıkarabilir. Döviz endeksli borçlanan birçok firmanın borçları da yerli para cinsinden ani ve büyük artışlara neden olacaktır.

#### **1.5.4. Para krizi teorileri**

##### **1.5.4.1. Birinci nesil kriz modelleri (Kanonik kriz modeli)**

Ödemeler dengesi krizlerinin oluşumunu açıklamaya yönelik ilk çalışma Krugman' a (1979) aittir. Buna göre standart bir döviz krizi kısaca aşağıda belirtileceği şekilde oluşur; Bir ekonominin sabit döviz kuru rejimi izlediği varsayımı altında, kur üzerinde oluşacak baskıların Merkez bankasının döviz rezervlerini kullanarak döviz piyasasına müdahale etmesi, zamanla rezervlerin azalmaya başlamasına neden olacaktır. Belli bir süre sonra, genelde döviz rezervlerinin tamamen erimesinden önce, ortaya çıkan spekülâtif hareketler Merkez bankasının elinde bulunan en son rezervlerin de erimesine neden olacaktır. Bu durumda hükümet döviz kurunu geçerli düzeyden daha fazla sürdürmeyecek ve sonuç olarak kuru serbest dalgalanmaya bırakacak veya devalüasyon yapmak zorunda kalacaktır (Krugman, 1992, s.61).

Model içerisinde krizin oluşma aşamasında ortaya çıkan sabit kurun kaldırılacağı zamanı belirlemek amacıyla "gölge döviz kuru" adıyla bir terime yer verilmektedir. Gölge döviz kuru, Merkez Bankasının kuru dalgalanmaya bırakması ile birlikte piyasa oyuncularının ellerindeki döviz cinsi varlıkları, başka bir ifadeyle devletten daha önce satın almış oldukları döviz rezervlerini, satmaya razı oldukları kurdur ve dolayısıyla spekülâtörlerin kar potansiyeli konusunda da bilgi vermektedir. Gölge fiyatı aynı zamanda para piyasasında dengenin oluşacağı kur seviyesini de göstermektedir (Hacıhasanoğlu, 2005, s.10).

Kriz Krugman tarafından bir model olarak anlatılmıştır. Bu model çeşitli varsayımları benimsemekle birlikte Merkez bankalarının neden bir sabit döviz kurunu sürdüremeyeceğini açıklamaktadır. Modelin varsayımları şunlardır; modelde yerli ve yabancı mallar arasındaki ikamenin kusursuz, sermaye hareketlerinin serbest ve kapsanmamış faiz paritesinin geçerli olduğu varsayılmaktadır. Diğer varsayımlar ise fiyatların tümüyle esnek olduğu ve ekonomide fiyat düzeyinin satın alma gücü paritesine göre belirlendiğidir.

Bu model aşağıdaki şekilde tanımlanabilir.

$$mt - pt = \phi \bar{Y} - a i_t \quad \phi, a > 0 \quad (1)$$

$$mt = \gamma D_t + (1 - \gamma) R_t \quad 0 < \gamma < 1 \quad (2)$$

$$D_t = \mu \quad \mu > 0 \quad (3)$$

$$P_t = s_t \quad (4)$$

$$\dot{I}_t = i^* + E_t \dot{s}_t \quad (5)$$

$mt$  nominal para stoku,  $\bar{Y}$  geliri,  $D_t$  yurtiçi kredileri,  $R_t$  Merkez bankasının döviz rezervlerini,  $s_t$  nominal döviz kurunu,  $P_t$  fiyat seviyesini,  $i^*$  yabancı ülkelerin faiz oranını,  $i_t$  yurtiçi faiz oranlarını,  $E_t$  beklentileri göstermektedir. Değişkenlerin üzerindeki nokta büyümeyi göstermektedir.

(1) numaralı denklem reel para talebini tanımlamaktadır. Buna göre para talebi gelirin pozitif ve faiz oranının negatif bir fonksiyonudur. (2) numaralı denklem para stokunu, rezervlere ve yurtiçi kredilere bağlayan bir tanıımı göstermektedir. Yurtiçi krediler (3) numaralı eşitlikte gösterildiği üzere  $\mu$  oranında artmaktadır. Satın alma gücü paritesi (yabancı fiyatların bire eşit olduğu varsayımı altında) ve korumasız faiz paritesi (4) ve (5) numaralı eşitliklerde tanımlanmıştır. İleriye dönük beklentilerin tam olarak öngörülebildiği varsayımı altında,  $E_t \dot{s}_t = \dot{s}_t$  ve  $\bar{Y} = i^* = 0$  olduğunu kabul edersek ve (1), (4), ve (5) numaralı denklemleri birleştirirsek, (6) numaralı denklemi elde ederiz.

$$mt = s_t - a \dot{s}_t \quad (6)$$

Döviz kuru  $s$  düzeyinde sabitse  $\dot{s}_t = 0$  olur. Dolayısıyla Merkez bankası, para talebinde meydana gelebilecek herhangi bir değişikliği uluslararası rezervlerle müdahale ederek giderecektir. (2) ve (6) numaralı denklemleri kullanarak (7) numaralı denklemi elde ederiz.

$$S_t = \gamma D_t + (1-\gamma) R_t$$

$$R_t = (\hat{s} - \gamma D_t) / (1-\gamma) \quad (7)$$

Buradan (3) numaralı denklemden yararlanarak, (8) numaralı denklemi elde edebiliriz.

$$\dot{R}_t = -\gamma \theta / (1-\gamma) \quad \theta = (1-\gamma) / \gamma \text{ olursa,}$$

$$\dot{R}_t = -\mu / \theta \quad (8)$$

(8) numaralı denklem bize eğer yurtiçi kredilerdeki genişleme aşırı ise yani (6) numaralı denklemle gösterdiğimiz sabit para talebini ( $\dot{s}_t = 0$  ve  $s_t = s$ ) geçiyorsa, kredilerdeki genişleme oranında, rezervlerin de azalacağını ifade etmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının sınırlı miktardaki uluslararası rezervleri, belirli bir süre sonra tamamen eriyecektir.

Merkez bankası, rezervler, belli bir düzeye düştükten sonra, kuru geçerli düzeyinden daha fazla sürdüremeyerek döviz piyasasından çekilecek ve bu noktadan sonra döviz kurunu serbestçe dalgalanmaya bırakacaktır. Rasyonel davranan ekonomik birimler spekülasyon hareketleri olmadan, rezervlerin belli bir düzeye düşeceğini ve dolayısıyla en sonunda sistemin krize dönüşeceğini ve çökeceğini öngörebileceklerdir. Merkez bankası geçerli rezerv düzeyinden, döviz kurunu daha uzun süreli sürdürebilecekken, spekülasyoncuların döviz yöneltmeleri nedeniyle rezervlerin tamamen erimesiyle ortaya çıkacak kriz zamanı önceye alınmış olacaktır. Bir diğer ifadeyle, sistemin çökeceğini öngören spekülasyoncular döviz yöneltmekle rezervlerin daha çabuk erimesine neden olacaklar ve böylece krizin ortaya çıkış zamanını önceye almış olacaklardır (Agénor, Bhandari ve Flood, 1992, s.360).

Birinci nesil modeller 1990' lı yıllara kadar para krizlerini açıklamada başarılı olmuş ancak; modelin bazı krizleri açıklamada yetersiz kalması üzerine başka modeller üzerinde çalışmalar yapılmıştır. Birinci nesil modellere şu eleştiriler getirilmiştir: Birincisi Merkez bankasının bir spekülasyon atakta döviz açığını kapatabilmesi konusundaki sert tutumudur. Merkez bankası bir kriz esnasında dışarıdan döviz alabilir. Dolayısıyla rezervlerini yüksek tutabilir. Modele getirilen ikinci eleştiri ise bir kriz durumunda sabit kurun kaldırılacağını düşünen spekülasyoncular çok aktif davranırken Merkez bankasının pasif kalmasıdır. Modele getirilen bir diğer eleştiri ise Merkez bankasının dalgalı kura daha yumuşak biçimde geçebileceğidir. Ancak realitede daha çok sistem değişikliğinin birden gerçekleşmesine rastlanmaktadır (Saxena, 2004, s.2).

#### **1.5.4.2. İkinci nesil kriz modelleri ( Kendi kendini besleyen kriz modeli )**

1992-93 yıllarında Avrupa' da ortaya çıkan krizler öncesinde makro ekonomik temellerde bir bozulma olmaması ortaya çıkan krizin makro ekonomik problemlere vurgu yapan birinci nesil modellerle açıklanamaması sonucunu doğurmuştur. Bu nedenle para krizlerinin ortaya çıkışında başka nedenler arayan modeller üzerinde durulmaya başlanmıştır. İkinci Nesil kriz modelleri olarak tanımlanan bu modeller, özel sektör davranışlarında değişme meydana geldiği zaman bu değişime hükümetlerin reaksiyon göstermeleri durumunda ne gibi bir sonucun ortaya çıkacağına veya hükümetlerin sabit döviz kuru politikası ile diğer hedefleri arasında tercih yapmak zorunda kalırlarsa ortaya nasıl bir sonuç çıkacağına açıklık getirmeyi hedeflemektedirler. İkinci nesil modellere göre izlenen makroekonomik politikalar döviz kuru politikası ile tutarlı olsa bile, piyasa beklentilerinde meydana gelen bir değişme hükümetlerin tercihlerini değiştirebilir ve ekonomi bu şekilde kendiliğinden oluşan, (kendi kendini besleyen) bir krize girebilir.

Dolayısıyla ikinci nesil modellere göre, ekonomi, spekülasyon hareketlerinin olmadığı denge durumunda iken, beklentilerin değişmesine ve spekülasyon ataklarının başlamasına neden olan herhangi bir gelişme, birdenbire krizi başlatabilir (Flood ve Marion, 1998, s.13). Buna göre birinci nesil modellerde olduğu gibi makroekonomik göstergelerin sürekli bozulma göstermesi krizin oluşması için gerekmez, temel ekonomik göstergeler sürekli bozulma göstermese de ödemeler dengesi krizi başlayabilir (Esquivel ve Larrain, 1998, s.4).

Başlangıçta Avrupa ülkelerinde yaşanan krizleri açıklamak için geliştirilen modellerde hükümet döviz kurunu sürdürmekle ilgili kararını bunu sürdürmenin maliyetini ve faydasını hesaplayarak verecektir. Dolayısıyla kuru sürdürmek için yapılacak analiz çeşitli makro ekonomik temellere dayalı olabilir. Model kayıp fonksiyonu adı altında bir matematiksel önerme içermektedir. Bu önermedeki değişkenlerin yerini birbiri ile değiş tokuş içerisinde olan makro ekonomik unsurlar almaktadır. Bunlar çeşitli ekonomistler tarafından incelenen enflasyonu düşük tutma ile üretimi yüksek tutma amacı, enflasyonu düşük tutma ile çelişen işsizliğin azaltılması amacı, kamu borcunun reel olarak düşük tutulması ile enflasyon arasındaki değiş tokuş

amacı ve faiz ve enflasyon oranları örnek olarak gösterilebilir (Akçağlayan, 2005, ss.115-116).

İkinci nesil modellerin ortaya koyduğu krizlerin kendi kendini beslemesi (selffulfilling) şeklinde isimlendiren ilk iktisatçı Obstfeld (1986) olmuştur. Daha sonra yapmış olduğu çalışmalar, (Obstfeld, (1994 ve (1996)) ikinci nesil kriz literatüründe önemli bir yer almaktadır.

İkinci nesil modeller birden fazla (çoklu) denge (multiple equilibria) durumu önermektedir. Birinci denge durumunda, döviz kuruna yönelik spekülasyon hareketleri olmadığı sürece, sabit döviz kuru değiştirilmeyecek veya terk edilmeyecektir; çünkü, sürdürülen politikalar sabit döviz kuru sistemi ile tutarsızlık içermemektedir. İkinci denge durumunda ise sabit döviz kuru değiştirilecek veya terk edilecektir; çünkü, spekülasyon atakları sonucunda yeni döviz kuru sistemiyle tutarlılığı sağlayabilmek için izlenen makroekonomik politikalar değiştirilecektir (Kenen, 1996, s.473). Bu durum şu örnekle açıklanabilir. Yerli parayı elinde bulunduran iki birey ve her bireyin bu paradan  $n$  birim bulundurduğu varsayalım. Biri diğerinin elinde ne kadar para olduğunu ve Merkez bankasının döviz rezervlerinin ne kadar olduğunu bilsin. Son olarak da eğer döviz yönüne spekülasyon atakları oluşursa Merkez bankasının geçerli kuru sürdürmeyeceğine ve devalüasyon yapılacağına inansınlar. Buna göre üç olası durum söz konusudur.

**1.Durum:** Yüksek-rezerv durumu: Bu durumda Merkez bankasının rezervleri her iki bireyin ellerinde bulundurdukları yerli para toplamından daha fazla ( $R > 2n$ ). Bu durumda spekülasyon atak ortaya çıkmayacaktır. Çünkü her birey bilmektedir ki ikisi birden spekülasyon hareketinde bulunsalar bile Merkez bankasının rezervleri daha fazla olduğundan atak başarılı olmayacaktır.

**2.Durum:** Düşük-rezerv durumu: Bu durumda, Merkez bankasının toplam rezervleri, bireylerden sadece birisinde bulunan para miktarından daha azdır ( $R < n$ ).

Buna göre döviz krizi kaçınılmaz olacaktır. Çünkü, bireylerden birisi spekülasyon atak gerçekleştirirse, diğeri katılmasa bile kriz ortaya çıkacaktır.

**3.Durum:** Ara durum: Bu durumda Merkez bankasının rezervleri her bir bireyin elindeki para miktarından daha fazla, fakat her ikisinin sahip oldukları toplam para miktarından daha azdır ( $2n > R > n$ ). Buna göre spekülasyon atak olma olasılığı bulunmaktadır, fakat kriz çıkmayabilir. Bireylerden birisi spekülasyon atakta bulunur, fakat



diğeri katılmazsa, kriz ortaya çıkmayacaktır. Ancak her ikisi birden spekülatif atakta yer alırlarsa kriz ortaya çıkacaktır. Çünkü her iki bireyin ellerinde bulundurdukları yerli para miktarının toplamı Merkez bankasının döviz rezervlerinden daha fazladır. O halde burada birden fazla denge durumu (multiple equilibria) söz konusudur. Bireylerden birisi spekülatif harekette bulunur ve diğeri izlerse bir denge, bireylerden birisi atakta bulunmaz ve diğeri de bulunmazsa ikinci bir denge durumu oluşacaktır.

Buna göre, krizin ortaya çıkma olasılığı Merkez bankasının döviz rezervlerinin büyüklüğüne bağlı olmakla birlikte, yerli parayı elinde bulunduranların meydana gelebilecek bir spekülatif hareketlenme sonucunda yerli paranın değerini kaybedeceğine ve takip edilen döviz kuru sisteminin çökeceğine dair inanışlarıyla da yakından ilgili olacaktır (Kenen, 1996, ss. 473-474).

Söz konusu durumda şu şekilde bir genelleme yapılabilir; eğer bir yatırımcı sistemin güvende olduğuna inanıyorsa diğer bir deyişle döviz kuru sisteminin tehlikede olduğunu düşünmüyor ise parasını ülke dışına çıkarmayacak ve dövize yatırım yapmayacaktır. Şayet kötümser bir durum beklentisi var ise yatırımcıların çoğu sermayelerini yurt dışına çıkaracak ve bu bir döviz krizine sebep olacaktır. Ekonomi, krizin kendi kendini beslediği bir durumda bile, döviz rezervlerinin miktarı, kamu kesiminin mali durumu, hükümetin döviz kurunu sürdürmedeki kararlığı gibi temel faktörler zayıf olursa ancak o zaman spekülatif ataklara karşı dayanaksız hale gelebilecektir. O halde geçerli döviz kurunu kararlılıkla ve etkin olarak sürdürebilecek bir hükümet varsa spekülatif ataklar başlamayacaktır, buna karşın döviz kuru sistemini kaldırmaya eğilimli bir hükümet varsa, bu durumda spekülatif atakların artan baskısıyla karşılaşacaktır. Spekülatif atakların kendi kendini besleyen bir sürece girmesi, makroekonomik göstergelerdeki gelişmelerden bağımsız bir şekilde bulaşıcılık (contagion) etkisi olarak adlandırabileceğimiz olgudan da kaynaklanabilir. Buna göre dört farklı bulaşıcılık etkisinden söz edilebilir. Bunlar, **i)** temel ekonomik büyüklükler açısından, **ii)** reel bütünleşme açısından, **iii)** sürü psikolojisi (herding) açısından, ve **iv)** kurumsal açıdan bulaşıcılıklar olarak adlandırılabilir (Doğanlar, Bal ve Özmen, 2007, ss.253-276)

**i)** Temel ekonomik büyüklüklere dayalı olarak krizin sıçraması, krizin bir ülkeden diğerine geçebilmesi için ülkelerin benzer ekonomik büyüklüklere sahip olmaları veya aynı dış şokla karşı karşıya kalmaları durumunda ortaya çıkacaktır. Bir ülkede finansal kriz ortaya çıkarsa, yatırımcılar ve spekülatörler diğer ülkelerdeki risklere karşı çok daha

duyarlı hale geleceklerdir ve krizin başladığı ülkedeki gibi zayıf ekonomik göstergelerin benzerlerine sahip olduğuna inanılan ülkelerdeki portföylerini azaltacaklar veya çekeceklerdir ve bu şekilde kriz yayılmış olacaktır.

*ii)* Reel büyüklüklerle birbirleriyle bütünleşmiş iki ekonominin birinde meydana gelen kriz, ekonomik göstergeler iyi olsa bile, diğer ekonomiye de yansıtacağı beklentisi sebebiyle bu ülkede de krizi başlatabilir.

*iii)* Sürü psikolojisine bağlı olarak ortaya çıkan kriz ise yatırımcıların kendi beklentilerini oluşturmadan veya ilk elden bilgileri elde etmeden, diğer yatırımcılardan elde ettikleri duyumlara dayalı olarak davranışlarını oluşturmaları durumunda ortaya çıkacaktır. Bu davranışı tamamen irrasyonel olarak algılamamak gerekir. Çünkü küçük yatırımcılar için bu bilgilere ulaşmak maliyetli olabilir, o nedenle piyasadaki büyük yatırımcıları takip etmek tutarlı bir davranış olarak kabul edilebilir. Buradan hareketle, piyasadaki birkaç büyük yatırımcının kötümser beklentilerinin piyasaları hareketlendirip, krizleri kendi kendilerini besleyen sürece nasıl sokacaklarını anlayabiliriz. Bu davranışlar özellikle spekülasyon ataklarının başarıya ulaşabilmesi için gereklidir. Çünkü spekülasyoncular yeteri kadar yatırımcıyı hareketlendirerek ellerindeki yerli paraları dövize çevirmelerini sağlayıp rezervleri azaltmalı ve bunun sonucunda da hükümetleri devalüasyona zorlayabilmelidirler.

*iv)* Bulaşıcılık etkisinin bir diğer şekli kurumsal olarak ortaya çıkmasıdır. Bir ülkede oluşan finansal kriz menkul kıymetler piyasasında düşüslere neden olacağından, yatırımcıların diğer ülkelerdeki menkul kıymetler piyasalarındaki yatırımlarını çekmelerine neden olacaktır. Her ne kadar başlangıçta yatırımcılar etkilenmese bile bu ülkenin finans piyasalarına da krizin sıçrayabileceği beklentisi ile yatırımcılar fonlarını çekeceklerdir. Dolayısıyla krizin başlamadığı bu ülkenin ekonomik göstergeleri olumlu olsa bile, kriz bu ülkeye de (reel bütünleşmede olduğu gibi) yayılabilecektir (Fratzcher, 1999, ss.667-669).

#### **1.5.4.3. Üçüncü nesil kriz modelleri**

Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin Uzak Doğu Asya ülkelerinde 1997-1998 yıllarında yaşanan krizi öngörme ve açıklama kapasitesindeki problemler, üçüncü nesil kriz modellerinin çıkış gerekçesidir. Krugman tarafından öncülüğü yapılan üçüncü nesil modellerde finansal kesim ve özel sektör firmalarının ilişkileri ile zayıflıklarının spekülasyon

atakları tetiklemesine vurgu yapılmakta ve bu kapsamda para politikasının rolüne özel olarak dikkat çekilmektedir. Üçüncü nesil adı verilen bu modellerin hepsi farklı kriz olgularına vurgu yapmaktadır.

Bu modellerin içeriği, yurtdışı aşırı borçlanma sendromu, ahlaki tehlike, uluslararası kuruluşlar, yetersiz denetim ve hükümetin tam garantisi olduğu yönünde çevreden yayılan asimetrik bilgilerin oluşturduğu bankacılık sektörü ile ilgilidir. Bunlar Asya' daki krizin de önde gelen nedenleridir (Krznar, 2004, s.8).

Ahlaki tehlike birinci kriz modellerinin ortaya koyduğu modellere benzer biçimde krize neden olmaktadır. Finansal araçların yaratmış olduğu yükümlülüklerin açık veya gizli olarak hükümet garantisine alınmaları bu soruna yol açmaktadır. Özellikle, finansal kesimin riskli özel sektör projelerini kredilendirme davranışının yaygınlaşması ve kredi hacminin aşırı büyümesi, menkul kıymetlerin fiyatlarını yükselterek aşırı derecede büyütmelerine neden olmaktadır. Finansal bir balonun oluşmasına neden olan bu yapı ise, balonun patlamasıyla bu süreci tersine çevirmekte ve ekonomide bir yandan menkul kıymetlerin fiyatları düşerken, diğer yandan da bankaların toplam kredi stoku içindeki sorunlu olanların oranının payını önemli ölçüde arttırmaktadır. Bu durum, bir süre sonra finansal yapıda kilitlenmelere ve bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bankacılık krizleri ise para krizlerine yol açmaktadır.

Genel anlamda bakıldığında bu modellerin özünde ahlaki tehlike sorunu yatmaktadır. Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümet bankaların ya da şirketlerin yurtdışından aldıkları borçlara, doğrudan ya da dolaylı şekilde garanti verir. Ancak hükümetin, finansal birimleri kontrol etme yetersizliği sonucu, ciddi "Ahlaki Risk" problemleri ortaya çıkar. Alınan borçların verimli olmayan yatırımlara yönlendirilmesi, sonuçta hükümet garantisi altında olan sermaye kayıplarına neden olacaktır. Negatif bir dışsal şok ise, ulusal para birimi değer kayıplarına, ekonomide ciddi daralmalara, geri dönmeyen kredilere, banka iflasları ve sermaye kaçışına neden olacaktır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 1994 KRİZİ

#### 2.1994 KRİZİ

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

Türkiye içinde bulunduğu kriz ortamından kurtulabilmek için 24 Ocak 1980' de IMF ile yapılan anlaşma gereği büyük çapta reformlar içeren istikrar programını yürürlüğe koymuştur. Bu programın temel amaçları kısa dönemde enflasyonu kontrol altına almak ve ödemeler dengesinin açıklarını gidermek, uzun dönemde ise dış ticareti serbest bırakmak, döviz kuru rejimini esnek hale getirmek, kamu işletmelerini özelleştirmek ve finansal reformları (mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülmesi, dispoñibilite oranlarının azaltılması, faiz tavanlarının kaldırılması, seçmeli kredi politikalarından vazgeçilmesi vb..) yürürlüğe koymak olmuştur. Finansal serbestleşme politikalarını tamamlar nitelikte, 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır.

#### 2.1. Krizin Finansal Nedenleri:

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

1988 yılında ücret artışlarının enflasyon artışlarından düşük tutulması politikasından vazgeçilmiş ve değerli kur politikası benimsenmişti. Sonuçta iç talep ve ithalatta büyük miktarlarda artış kaydedilmişti. Türkiye' de ciddi anlamda bir iç borçlanma programının başlatılması ve bono/tahvil ikinci piyasasının aktif olması 1989 sıcak para paketi çerçevesinde gerçekleştirildi (Somçağ, 2006, s.39). 1989 yılında sermaye hareketlerinin

serbest bırakılmasıyla birlikte TL reel anlamda değer kazanmaya başlamış, kur değerli tutulduğundan, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçine çekebilmek için faiz oranları yüksek tutulmuştur. Ayrıca 1984-1990 döneminde dış borç geri ödemeleri yoğunlaştığından, bu dönemde dış borç geri ödemeleri genelde iç borçlanmaya başvurularak yapılmıştır. 1990 yılında iç borç stoku milli gelirin % 6 sı boyutundaydı ve bütçede faiz ödemeleri toplam harcamaların % 20' si kadardı (Tablo 2.1) Faiz oranlarının yükselmesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış ve 1990 yılında doruk noktaya ulaşmıştır.

Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır (Karluk, 1999, s.413). 1982-1993 dönemine bakıldığı zaman iç borç stoku reel bazda % 254 oranında artmış, iç borç stoku/ GSMH oranı da % 18' e yükselmisti (Tablo 2.1). Bono ihalelerindeki faiz çok yüksekti, o dönem iki adet hazine ihalesine dönem hükümetin doğrudan müdahalesi bile oldu ve bankaların faiz tekliflerini yüksek bularak ihalelerde satış yaptırmadı. Ancak bu durum sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve bütçe açığının önemli bir kısmının sıcak para tarafından finanse edildiği bir ülkede tehlike arz ediyordu. Bu parayı ülkeye çeken ana sebepler Türk Lirası cinsi Hazine bonusu faizlerinin yüksekliği, bu sayede faiz-kur arbitrajından gelişmiş dünyada kazanılamayacak ölçekte para kazanılabiliyordu. Nitekim 1994 krizinin en belirleyici etkisi kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülmektedir. 1994 kriz yılı hariç tutulduğunda kısa vadeli sermaye girişinin toplam sermaye hareketleri içindeki payı %26 iken krizin etkisi ile 1989-1994 döneminde toplam sermaye hareketlerinin %12' si kısa vadeli sermaye çıkışı olarak gerçekleşmiştir (Tablo 2.2).

**Tablo 2.1 : İç Borç Stoku**

| <b>TABLO 2.1 : İÇ BORÇ STOKU (*)</b> |       |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |           |           |           | (BinYTL)  |
|--------------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                      | 1980  | 1981  | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988    | 1989    | 1990    | 1991    | 1992      | 1993      | 1994      | 1995      |
| <b>ÖDEMELER</b>                      |       |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |           |           |           |           |
| Anapara Ödemeleri                    | 195   | 614   | 727    | 1 703  | 976    | 2 321  | 5 038  | 8 604  | 12 146  | 21 270  | 32 418  | 74 908  | 187 336   | 438 460   | 861 585   | 1 271 404 |
| Tahvil                               | 6     | 9     | 33     | 26     | 29     | 172    | 719    | 1 150  | 1 343   | 3 001   | 4 520   | 6 415   | 23 580    | 69 795    | 157 245   | 94 489    |
| Bono                                 | 20    | 127   | 193    | 175    | 211    | 986    | 1 456  | 2 854  | 4 496   | 6 639   | 6 511   | 21 488  | 51 937    | 156 909   | 398 937   | 971 562   |
| Avans                                | 168   | 460   | 500    | 589    | 736    | 1 163  | 2 808  | 4.003  | 6.267   | 10.630  | 17.770  | 41.525  | 105.222   | 203.077   | 273.472   | 71.937    |
| <b>Konsolide Borçlar</b>             | 1     | 18    | 1      | 913    | 0      | 0      | 55     | 597    | 40      | 1 000   | 3 617   | 5 480   | 6 598     | 8 678     | 31 933    | 133 417   |
| Faiz Ödemeleri                       | 21    | 41    | 34     | 116    | 156    | 257    | 717    | 1 676  | 2 488   | 4 803   | 10 036  | 16 914  | 34 087    | 85 418    | 231 035   | 472 805   |
| Tahvil                               | 18    | 33    | 23     | 49     | 111    | 168    | 399    | 806    | 1 272   | 3 089   | 6 302   | 10 221  | 15 898    | 42 321    | 112 467   | 110 705   |
| Bono                                 | 2     | 6     | 8      | 27     | 41     | 82     | 247    | 490    | 1 143   | 1 612   | 1 744   | 4 953   | 15 033    | 41 612    | 114 017   | 356 466   |
| Avans                                | 1     | 2     | 2      | 3      | 4      | 7      | 10     | 51     | 73      | 102     | 114     | 266     | 1.214     | 1.485     | 4.551     | 5.633     |
| <b>Konsolide Borçlar</b>             | 0     | 0     | 1      | 37     | 0      | 0      | 61     | 329    | 0       | 0       | 1 876   | 1 474   | 1 942     | 0         | 0         | 0         |
| <b>BORÇLANMA</b>                     | 595   | 884   | 1 098  | 3 534  | 2 437  | 4 741  | 8 650  | 15307  | 23 387  | 34 746  | 47 008  | 114 593 | 282 333   | 599 873   | 1 303 548 | 1 833 102 |
| Tahvil                               | 50    | 28    | 59     | 200    | 199    | 673    | 1 269  | 2 045  | 3 816   | 8 984   | 12 458  | 11 510  | 74 971    | 172 215   | 206 124   | 366 873   |
| Bono                                 | 60    | 166   | 258    | 78     | 495    | 1 218  | 1 788  | 3 955  | 5 115   | 7 634   | 8 443   | 34 277  | 75 926    | 179 151   | 638 678   | 1 298 630 |
| Avans                                | 271   | 499   | 553    | 661    | 925    | 1 429  | 3 065  | 4 358  | 6 943   | 11 087  | 18 102  | 52 244  | 122 632   | 242 498   | 325 329   | 141 659   |
| <b>Konsolide Borçlar</b>             | 214   | 191   | 228    | 2 595  | 818    | 1 421  | 2 528  | 4 949  | 7 513   | 7 041   | 8 005   | 16 562  | 8 804     | 6 009     | 133 417   | 25 940    |
| <b>NET BORÇ KULLANIMI</b>            | 400   | 270   | 371    | 1 831  | 1 461  | 2 420  | 3 557  | 6 107  | 11 201  | 12 476  | 14 590  | 39 685  | 94 997    | 161 413   | 441 962   | 561 699   |
| Tahvil                               | 44    | 19    | 26     | 174    | 170    | 501    | 495    | 299    | 2 433   | 4 983   | 7 938   | 5 095   | 51 391    | 102 420   | 48 880    | 272 384   |
| Bono                                 | 40    | 39    | 65     | - 97   | 284    | 232    | 332    | 1 101  | 619     | 995     | 1 932   | 12 789  | 23 989    | 22 241    | 239 741   | 327 069   |
| Avans                                | 103   | 39    | 53     | 72     | 189    | 266    | 257    | 355    | 676     | 457     | 332     | 10 719  | 17 411    | 39 421    | 51 857    | 69 723    |
| <b>Konsolide Borçlar</b>             | 213   | 173   | 227    | 1 682  | 818    | 1 421  | 2 473  | 4 352  | 7 473   | 6 041   | 4 388   | 11 082  | 2 207     | -2 669    | 101 484   | -107 477  |
| <b>İÇ BORÇ STOKU (**)</b>            | 721   | 991   | 1 341  | 3 173  | 4 634  | 6 972  | 10514  | 17218  | 28 458  | 41 934  | 57 180  | 97 647  | 194 236   | 357 347   | 799 309   | 1 361 007 |
| Tahvil                               | 141   | 160   | 186    | 360    | 531    | 1 032  | 1 511  | 2 407  | 4 880   | 10 863  | 18 801  | 24 678  | 86 387    | 190 505   | 239 385   | 511 769   |
| Bono                                 | 49    | 88    | 153    | 56     | 340    | 489    | 822    | 1 923  | 2 542   | 3 537   | 5 469   | 18 258  | 42 247    | 64 488    | 304 230   | 631 298   |
| Avans                                | 195   | 234   | 266    | 339    | 528    | 795    | 1 052  | 1 407  | 2 082   | 2 539   | 2 870   | 13 589  | 31 000    | 70 421    | 122 278   | 192 000   |
| <b>Konsolide Borçlar</b>             | 336   | 509   | 736    | 2 418  | 3 235  | 4 656  | 7 129  | 11481  | 18 954  | 24 995  | 30 040  | 41 122  | 34 602    | 31 933    | 133 417   | 25 940    |
| <b>GSMH</b>                          | 5 303 | 8 023 | 10 612 | 13 933 | 22 168 | 35.350 | 51.185 | 75.019 | 129.175 | 230.370 | 397.178 | 634.393 | 1.103.605 | 1.997.323 | 3.887.903 | 7.854.887 |
| <b>İÇ BORÇ STOKU/GSMH</b>            | 0, 14 | 0, 12 | 0, 13  | 0, 23  | 0, 21  | 0, 20  | 0, 21  | 0, 23  | 0, 22   | 0, 18   | 0, 14   | 0, 15   | 0, 18     | 0, 18     | 0, 21     | 0, 17     |

KAYNAK: HAZİNE VE DİŞ TİCARET MÜŞTŞARLIĞI  
 (\*) 1992 yılından itibaren nakit dışı satılan tahviller stokta yer almaktadır.  
 (\*\*) Döviz cinsi senetlerin her ay oluşan kur farkı doğrudan stoka dahil edilmiş, kur artışları stoktan dışülmüştür.

**Tablo 2.2 : Türkiye Ekonomisinde Net Sermaye Girişinin Net Toplam Sermaye Hareketleri içindeki Payları (%)**

|                           | 1989-1994 | 1994 Hariç |
|---------------------------|-----------|------------|
| Kısa Vadeli Sermaye       | -12       | 26         |
| Portföy Yatırımları       | 93        | 59         |
| Diğer Uzun Vadeli Sermaye | -19       | -9         |
| Doğrudan Yatırımlar       | 38        | 24         |

Kaynak: TCMB. Ödemeler Dengesi İstatistikleri

1993 yılında hükümet, kısa vadeli ekonomik hedeflerinden birinin kamu bütçesi üzerinde baskı yaratan faizleri düşürmek olduğunu açıklamıştır. Böylece 1993 yılına kadar TL' nin USD' a karşı değerlendirilmesine ilave olarak, yüksek faiz oranlarının düşürülmesi hedeflenince ekonomide adeta iki tane nominal çıpa oluşmuştur. Aynı anda iki tane nominal çıpa sağlamaya çalışmak, rasyonel ekonomi politikaları açısından sürdürülmesi zor ve maliyeti yüksek bir politika hedefidir. Yapılmaya çalışılan, kurların değer kaybetmesine izin vermemek ve aynı zamanda yapay ve geçici yöntemlerle faiz oranlarını da düşürmeye çalışmak olmuştur. Oysa 1993 yılına gelindiğinde, 1980' li yılların ikinci yarısından itibaren hızla artan kamu açıkları faizler üzerinde baskı yaratan en önemli etken olmuştur. Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH (Gayri Safi Milli hasıla)' ye oranı 1988 yılından itibaren sürekli artarak, 1988-1993 döneminde %4,8' den %12' ye ulaşmıştır (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002, s.16).

Kamu açıklarının artmasının yarattığı talep baskısı, toplam talebin ve reel büyüme hızının artmasına neden olmuş, yıllar itibariyle büyüme hızındaki istikrarsızlığın getirdiği belirsizlik ortamı iç dengesizlikler yaratırken, artan talep dış dengenin de bozulmasına neden olmuştur. 1992 yılında 8,2 milyar USD olan dış ticaret açığı 1993 yılında 14,2 milyar USD' a yükselmiştir.

Dış dengedeki bozulmanın bir nedeni de uygulanan kur politikasıdır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle yurtdışından sermaye girişlerinin artması, Türk Lirası' nın değerlendirilmesine neden olmuştur. Döviz kurunu değerli tutma politikası, döviz kurlarının enflasyonun altında seyretmesi sonucunu doğurmuş, dış açık daha da artarken faiz-döviz kuru makası da giderek açılmıştır. Dış açığın artmasıyla özellikle kısa vadeli dış borç stoku yükselmiştir. 1989 yılında 41,7 milyar USD olan toplam dış borç stoku 1993 yılında 67,4 milyar USD' a çıkarken, 5,7 milyar USD olan kısa vadeli dış borç stoku da 18,5 milyar USD' a ulaşmıştır (Tablo 2.3).

**Tablo 2.3 : Kısa Vadeli Dış Borç Stoku**

| Milyon USD                  |              |              |              |               |               |               |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                             | <b>1989</b>  | <b>1990</b>  | <b>1991</b>  | <b>1992</b>   | <b>1993</b>   | <b>1994</b>   |
| MERKEZ BANKASI              | <b>799</b>   | <b>855</b>   | <b>557</b>   | <b>572</b>    | <b>667</b>    | <b>828</b>    |
| BANKER KREDİ                | 35           | 51           | 0            |               |               |               |
| MUHABİR AÇIKLARI            | 30           | 24           | 3            | 2             | 1             | 5             |
| KREDİ MEKTUPLU DTH          | 733          | 695          | 553          | 569           | 666           | 823           |
| DÖVİZE ÇEV. MEVDUAT & DİĞER | 1            | 85           | 1            | 1             | 0             | 0             |
|                             |              |              |              |               |               |               |
| BANKALAR                    | <b>3.118</b> | <b>5.373</b> | <b>5.216</b> | <b>7.157</b>  | <b>11.127</b> | <b>4.684</b>  |
| DÖVİZ KREDİLERİ             | 1.057        | 2.093        | 2.787        | 5.132         | 8.696         | 2.241         |
| DÖVİZ TEVDİAT HESABI        | 1.443        | 1.804        | 1.906        | 1.708         | 1.903         | 1.970         |
| BANKA MEVDUATI              | 618          | 1.476        | 523          | 317           | 528           | 473           |
| YTL CİNSİNDEN MEVDUAT       |              |              |              |               |               |               |
|                             |              |              |              |               |               |               |
| DİĞER SEKTÖRLER             | <b>1.828</b> | <b>3.272</b> | <b>3.344</b> | <b>4.931</b>  | <b>6.679</b>  | <b>5.675</b>  |
| TİCARİ KREDİLER             | 1.109        | 1.532        | 1.990        | 3.575         | 5.850         | 5.020         |
| İTHALAT BORÇLARI            | 891          | 1.386        | 1.504        | 2.630         | 4.762         | 3.772         |
| PREFİNANSMAN&PEŞİN İHRACAT  | 218          | 146          | 486          | 945           | 1.088         | 1.248         |
| DİĞER KREDİLER              | 719          | 1.740        | 1.354        | 1.356         | 829           | 655           |
| KAMU                        |              |              | 281          | 400           | 65            | 36            |
| ÖZEL                        |              |              | 1.073        | 956           | 764           | 619           |
|                             |              |              |              |               |               |               |
| TOPLAM                      | <b>5.745</b> | <b>9.500</b> | <b>9.117</b> | <b>12.660</b> | <b>18.473</b> | <b>11.187</b> |
| KAYNAK:HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI  |              |              |              |               |               |               |

Yüksek borç stokuna ve içsel dengesizliğe sahip, ticaret ve sermaye hareketlerini serbestleştirmiş ve döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanan ekonomiler faiz oranlarını yüksek tutmak zorunda kalmaktadırlar. Aksi takdirde devalüasyon beklentileri nedeniyle dövizde yönelme yaşanacak ve faiz-kur makası kapanarak ülkeden sermaye çıkışına yol açabilecektir. Diğer yandan, yüksek faiz ödemeleri hükümetleri rahatsız edecektir. Faiz oranlarını, borçlanma ihtiyacını azaltarak ve temel yapısal dengesizlikleri düzelterek düşürmek yerine, yapay ve kısa vadeli önlemlerle düşürmeye çalışmak ekonomiyi güven bunalımına ve krize sürüklemektedir.

1993 yılında iç borç faiz oranlarını düşürmek için ihale iptalleri ya da borçlanma miktarlarına sınırlar getirilmesi gibi borçlanma politikaları izlenmiştir. Kasım 1993'te beş borçlanma ihalesinin dördü iptal edilmiştir. Yapılan ihale iptalleriyle piyasalarda gergin bir bekleyiş başlamıştır. Ayrıca, 1994 yılında uygulamaya konulacağı ilan edilen yeni



sistemde tahvil ve bonolardan sağlanacak gelire %5 gelir vergisi stopajı konması, iç borçlanma piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. Böylece faizleri düşürmek ve vadeyi uzatmak için hükümet iç piyasan borçlanmayı reddettiğinden, dış kaynak kısıtı nedeniyle borçlanma gereği çoğunlukla Merkez Bankası kaynaklarından (monetization) karşılanmıştır. Ağustos ve Kasım 1993 aylarında meclisten çıkarılan iki kanunla hazinenin Merkez Bankası kaynaklarından kullanabileceği kısa vadeli avans miktarı arttırılmıştır. Ağustos 1993 tarihinde Hazine' nin Merkez Bankası' na olan bir kısım borcu silinmiş, Kasım 1993 tarihinde ise çıkarılan ek bütçeyle ilave harcamaların %15' i kadar daha Kısa Vadeli Avans kullanım imkanı yaratılmıştır. Kısa Vadeli Avans kullanımının GSMH' ye oranı 1992 yılında %1,6' dan 1993 yılında %2,7' ye çıkmıştır (Tablo2.4)

**Tablo 2.4 : Konsolide Bütçe, Nakit Açığı ve Finansman Göstergeleri**

| Milyon YTL                           | Program Gerçekleşme |        |        |        |        |         |
|--------------------------------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
|                                      | 1992                | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1996    |
| <b>Nakit Dengesi</b>                 | -59,4               | -126,1 | -151,9 | -294,3 | -861   | -1247,3 |
| <b>Faiz Ödemeleri</b>                | 40,3                | 116,5  | 298,3  | 576,1  | 1295,4 | 1497,4  |
| <b>Faiz Hariç Nakit Dengesi *</b>    | -19,1               | -9,6   | 146,4  | 281,8  | 434,4  | 250,1   |
| <b>%**</b>                           |                     |        |        |        |        |         |
| <b>Faiz Hariç Nakit Dengesi/GSMH</b> | -1,7                | -0,5   | 3,8    | 3,6    | 3,2    | 1,7     |
| <b>Faiz Ödemeleri/GSMH</b>           | 3,8                 | 5,8    | 7,7    | 7,3    | 9,6    | 10,1    |
| <b>Nakit Dengesi/GSMH</b>            | -5,4                | -6,3   | -3,9   | -3,7   | -6,4   | -8,4    |
| <b>Dış Borçlanma (Net)/GSMH</b>      | 0,4                 | 1,1    | -1,7   | -1     | -0,8   | -0,9    |
| <b>Devlet Tahvili (Net)/GSMH</b>     | 1,4                 | 1,5    | -1,8   | 1,1    | 3      | 1,9     |
| <b>Hazine Bonosu (Net)/GSMH</b>      | 2,3                 | 1,1    | 6,3    | 2,5    | 2,9    | 5,4     |
| <b>Kısa Vadeli Avans (Net)/GSMH</b>  | 1,6                 | 2,7    | 1,3    | 1,2    | 1,3    | 1,5     |
| <b>Diğer Finansman/GSMH</b>          | -0,1                | -0,02  | -0,2   | -0,03  | 0      | 0,6     |

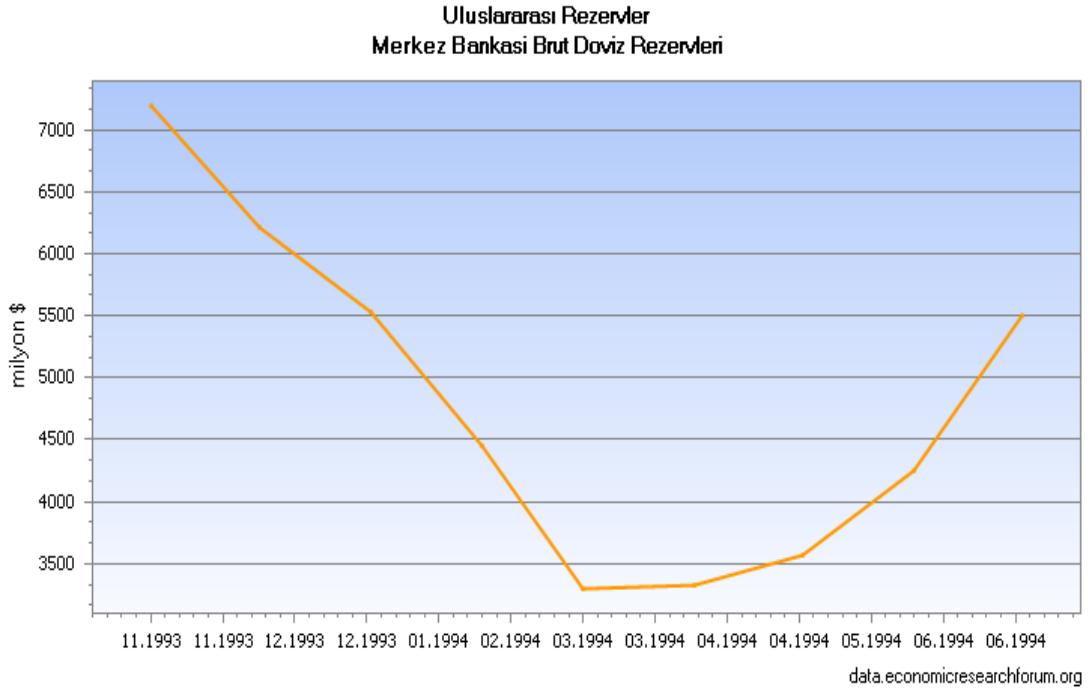
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı  
\* - işareti açığı, + işareti fazlayı göstermektedir.  
\*\* GSMH, DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) yıl sonu tahminidir.

Ağustos 1993 tarihinden Ocak 1994 tarihine kadar devamlı artan kısa vadeli avans kullanımı, faiz oranlarını yükseltmemek için Hazine' nin yaptığı ihale iptalleri ile birleşince toplam bütçe finansmanı içinde iç borçlanmanın payı giderek düşmüş, 1992 yılında bono kullanımı %2,3 iken 1993 yılında %1,1' e gerilemiştir. Hatta Şubat ayında net iç borç ödeyici durumuna gelinmiştir. Yüksek miktarda Kısa Vadeli Avans kullanıp, aynı zamanda net iç borç ödeyici konuma düşülmesi fazla likiditenin piyasada kalmasına

yol açmıştır. Faizleri düşürme politikasına uygun olarak Merkez Bankası da bankalararası para piyasası işlemlerinde faiz oranlarını yükseltmemiştir. Bütün bunların etkisiyle piyasada kalan fazla likidite dış dengenin bozulması, kurun değerli tutulması ve devalüasyon beklentileriyle, 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. Resmi kurlarla serbest piyasada oluşan kurlar arasındaki marjın %23' e kadar çıkması üzerine 26 Ocak 1994 tarihinde TL yabancı paralar karşısında yaklaşık %14 oranında devalüe edilmiştir. Nisan 1994' e kadar TL sürekli değer kaybetmiş, resmi döviz kurlarında 31 Aralık 1993 tarihinde 14.458 TL olan bir USD, 4 Nisan 1994 tarihinde 22.617 TL' na yükselmiştir.

Böylece Ocak-Nisan 1994 arasında TL, USD' a karşı nominal olarak %172,6 oranında değer kaybetmiştir. Yerli paranın bu ölçülerde değer kaybetmesi, kur-faiz arasındaki makasın da kapanması sonucu, bankalar açık pozisyonlarını kapatmaya yönelmişler, bu da Merkez Bankası rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Kasım 1993 tarihinde 7.2 milyar USD olan rezervler, merkez bankasının piyasalara döviz satarak müdahale etmesi sonucu Aralık ayında 6.2 milyar USD' a, Ocak ayında 5.5 milyar USD' a ve Mart ayında da 3.3 milyar USD' a düşmüştür.

### Şekil 2.1 : Uluslararası Rezervler Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri



TL' nin reel anlamda değer kazanması ve iç talebin artması, ihracatçıları iç piyasa için üretim yapmaya teşvik etmiş ve bunun sonucunda da ihracat azalmıştır. İhracattaki duraksama ve ithalattaki artışlar sonucu cari işlemler açığı 1993 yılında 6.5 milyar USD' a ulaşarak GSYİH' nin %3,6' sına erişmiştir (Tablo 2.5).

**Tablo 2.5 : Cari İşlem Dengesi ( Kaynak: )**

| <b>Cari İşlem Dengesi</b> | <b>1977</b> | <b>1980</b> | <b>1993</b> | <b>2000</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Cari Açık (Bil.\$)        | 3,1         | 3,4         | 6,5         | 9,8         |
| GSMH (Bil.\$)             | 59          | 68          | 179         | 199         |
| Cari Açık/ GSMH (%)       | 0,053       | 0,050       | 0,036       | 0,049       |

## **2.2. Krizin Yapısal Nedenleri:**

Kriz öncesi 1993-1994 döneminde iç borçlanma politikasında yapılan düzenlemeler mali piyasalar tarafından kabul görmeyince, hükümet borçlanamaz duruma düşmüş, kamu kesimi borçlanma gereğindeki artış giderek iç borç yönetimi sorunu haline gelmiştir. İç borç yönetimiyle ilgili problemlerin yanında, krizin asıl nedenlerini kamuyu yüksek oranda borçlanmaya iten nedenlerde aramak daha doğru olacaktır.

Kriz öncesi 1990-1994 döneminde Mahalli İdareler' in, Fonlar' in, Sosyal Güvenlik Kuruluşları' nın ve Özelleştirme Kapsamındaki Kuruluşlar' ın da paylarında önemli artışlar görülmektedir. Konsolide Bütçe harcamalarına bakıldığında ise, toplam harcamalar içinde cari harcamaların 1992 yılından itibaren hızla arttığı görülmektedir.

Toplam harcamalar içinde iç borç faiz ödemelerinin payının, 1989 yılında %13,44 iken, 1994 yılına gelindiğinde %25,99' lara yükselmesi, bütçe açığının en önemli iki bileşeninden birinin faiz ödemeleri olduğunu göstermektedir (Tablo 2.6).

**Tablo 2.6 : Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının % Dağılımı**

| %                       | 1989   | 1990   | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>HARCAMALAR</b>       | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Cari                    | 46,77  | 52,78  | 50,54  | 56,14  | 45,63  | 41,11  | 37,66  | 32,55  |
| -Personel               | 36,08  | 42,49  | 42,01  | 47,05  | 38,36  | 32,93  | 29,38  | 24,72  |
| -Diğer Cari             | 10,69  | 10,29  | 8,53   | 9,09   | 7,27   | 8,18   | 8,27   | 7,83   |
| Yatırım (*)             | 10,19  | 10,15  | 8,99   | 8,58   | 7,53   | 5,61   | 5,37   | 6,04   |
| Transfer                | 43,04  | 37,07  | 40,47  | 35,28  | 46,84  | 53,28  | 56,98  | 61,40  |
| -Faiz Ödemeleri         | 21,71  | 20,79  | 18,48  | 18,18  | 24,00  | 33,24  | 33,68  | 38,00  |
| İç Faiz Ödemeleri       | 13,44  | 14,31  | 13,01  | 13,78  | 19,07  | 25,99  | 27,80  | 33,73  |
| Dış Faiz Ödemeleri      | 8,26   | 6,48   | 5,47   | 4,40   | 4,94   | 7,26   | 5,88   | 4,27   |
| -KİT' lere Transfer     | 3,19   | 1,86   | 9,36   | 3,67   | 5,33   | 2,34   | 2,66   | 1,28   |
| -Vergi İadeleri         | 7,54   | 5,32   | 4,97   | 4,86   | 4,38   | 3,47   | 3,72   | 2,66   |
| -Sosyal Güvenlik        | 3,68   | 1,82   | 1,23   | 1,80   | 2,82   | 4,38   | 6,33   | 8,51   |
| -Diğer Transferler      | 6,92   | 7,28   | 6,43   | 6,76   | 10,30  | 9,85   | 10,60  | 10,95  |
| <b>GELİRLER</b>         | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Genel Bütçe             | 98,55  | 98,80  | 99,02  | 99,21  | 99,05  | 99,31  | 99,11  | 99,04  |
| -Vergi Gelirleri        | 84,11  | 82,19  | 81,29  | 81,28  | 75,18  | 78,87  | 77,76  | 83,04  |
| Gelir Üzerinden Al.V.   | 44,34  | 42,08  | 41,78  | 40,25  | 35,78  | 33,09  | 31,27  | 32,04  |
| Servet Üzerinden Al.V.  | 0,58   | 0,74   | 0,70   | 0,72   | 0,72   | 4,99   | 1,75   | 0,75   |
| Mal ve Hiz.Üz.Al.V.     | 25,21  | 24,78  | 25,52  | 27,18  | 25,53  | 28,77  | 30,78  | 35,93  |
| Dış Ticaret Vergileri   | 13,98  | 14,59  | 13,30  | 13,11  | 13,15  | 12,03  | 13,96  | 14,33  |
| -Vergi Dışı Normal Gel. | 8,03   | 7,72   | 4,06   | 4,39   | 5,02   | 6,49   | 6,17   | 5,92   |
| -Özel Gelir ve Fonlar   | 6,42   | 8,89   | 13,67  | 13,54  | 18,85  | 13,94  | 15,18  | 10,07  |
| Katma Bütçe             | 1,45   | 1,20   | 0,98   | 0,79   | 0,95   | 0,69   | 0,89   | 0,96   |

KAYNAK : DPT, MALİYE BAKANLIĞI

(\*) Yatırım işçiliği personel harcamaları içinde yer almaktadır.

Kamu kesiminin 1980' li yılların sonlarından itibaren giderek artan fon ihtiyacı çoğunlukla, iç mali piyasalardan borçlanarak karşılandığı için özel kesimden kamu kesimine kaynak aktarımı yaşanmıştır. Borç yoluyla sağlanan bu aktarım, kamunun uzun dönem büyüme potansiyelini etkileyecek yatırım harcamalarını artırmak ve finanse etmek yerine, kısa vadeli cari harcamalarının finansmanında ve faiz ödemelerinde kullanılmıştır. Kamu kesiminin mali piyasalar üzerindeki hakimiyeti giderek artmış, toplam mali varlıklar içinde kamu kesiminin payı 1988 yılında %18,6 iken 1994 yılında bu pay %33,2' ye çıkmıştır (Tablo 2.7). Özel kesimin payı ise 1991 yılına kadar artarak %14,7' ye ulaşmasına rağmen, 1992' den itibaren düşme eğilimine girmiş ve 1994 yılında %7,3' e gerilemiştir. Ayrıca, kamunun mali varlıklar üzerinde artan bu payının menkul kıymet ihracı yoluyla olması da dikkat çekicidir. Menkul kıymetler içinde kamu

kesiminin payının, kriz öncesi dönemde önemli miktarda artarak, 1994 yılında %85' e ulaştığını görülmektedir. Bu artışın en önemli kaynağını kamu açığı finansmanı için piyasaya sürülen tahvil ve bonolar oluşturmaktadır. Öte yandan, özel kesimin hisse senedi payı ise 1991 yılında %40,7' den 1994 yılında %15,7' ye gerilemiştir.

**Tablo 2.7 : Toplam Mali Varlıklar**

|                                | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>TOPLAM MEVDUAT</b>          | 73,0 | 70,8 | 67,4 | 66,1 | 57,8 | 52,5 | 61,2 | 59,6 | 62,3 |
| <b>Türk Lirası</b>             | 56,4 | 54,5 | 51,8 | 45,4 | 37,2 | 31,1 | 31,2 | 30,2 | 32,1 |
| - Tasarruf Mevduatı            | 30,6 | 30,8 | 27,5 | 26,0 | 20,4 | 15,7 | 18,3 | 18,7 | 19,9 |
| - Diğer                        | 25,8 | 23,8 | 24,3 | 19,4 | 16,8 | 15,5 | 12,9 | 11,5 | 12,3 |
| <b>Döviz Tevdiat Hesapları</b> | 16,6 | 16,3 | 15,5 | 20,7 | 20,6 | 21,3 | 30,0 | 29,4 | 30,1 |
| <b>MENKUL KIYMET.</b>          | 27,0 | 29,2 | 32,6 | 33,9 | 42,2 | 47,5 | 38,8 | 40,4 | 37,7 |
| <b>Kamu</b>                    | 18,6 | 19,2 | 20,0 | 19,1 | 29,1 | 33,6 | 33,2 | 32,5 | 32,7 |
| - Hazine Bonosu                | 5,6  | 4,4  | 4,3  | 7,8  | 9,1  | 8,0  | 16,9 | 17,0 | 17,5 |
| - Devlet Tahvili               | 10,8 | 13,5 | 14,8 | 10,6 | 18,6 | 23,5 | 12,9 | 13,8 | 14,3 |
| - Diğer                        | 2,2  | 1,3  | 0,9  | 0,8  | 1,3  | 2,0  | 3,4  | 1,6  | 0,8  |
| <b>Özel</b>                    | 8,5  | 9,9  | 12,7 | 14,7 | 13,1 | 13,9 | 7,3  | 8,0  | 5,1  |
| - Hisse Senedi                 | 6,9  | 8,4  | 11,4 | 13,8 | 10,6 | 8,8  | 6,1  | 6,0  | 4,9  |
| - Varlığa Day. M.K.            | ..   | ..   | ..   | ..   | 2,0  | 4,5  | 1,1  | 1,8  | 0,1  |
| - Diğer                        | 1,6  | 1,6  | 1,3  | 0,9  | 0,5  | 0,5  | 0,1  | 0,1  | 0,1  |
| <b>TOPLAM</b>                  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  |

KAYNAK: SPK, TCMB, HM

(1) Bankalararası mevduat hariç

(2) Geçici veriler

Bu göstergeler mali varlıkların özel kesimden kamu kesimine aktarıldığını göstermektedir. Buna karşılık kamu kesiminden özel kesime faiz ödemeleri yoluyla kaynak transferi yapılmıştır. Özel kesim yatırım yapmak yerine yüksek reel faizler nedeniyle kamuya borç verici konuma düşünce büyümenin dinamiği olan fiziki yatırımlar azalmış, üretkenlikten kaynaklanmayan bir yolla özel kesim faiz gelirleri artmaya başlamıştır. Bu da gelir dağılımının olumsuz yönde etkilemiştir.

Tablo 2.8, 1987-1994 döneminde %20' lik nüfus gruplarının gelir paylarındaki gelişmeleri göstermektedir. Buna göre 1987 yılından 1994' e gelindiğinde ilk %20' lik grubun gelir payı %5,2' den %4,9' a gerilerken, son %20' lik grubun payı ise %49,9'

dan %54,9' a yükselmiştir. 1987 yılında toplam nüfusun %80' i toplam gelirin yaklaşık %51,1' ini alırken bu oran 1994 yılında yaklaşık %45,1' e gerilemiştir.

**Tablo 2.8 : Türkiye' de Resmi Gelir Dağılımı**

| <b>Hane Halkı Yüzdeleri</b> | <b>DİE 1987(1)</b> | <b>DİE 1994 (2)</b> |
|-----------------------------|--------------------|---------------------|
| Birinci %20                 | 5, 2               | 4, 9                |
| İkinci %20                  | 9, 6               | 8, 6                |
| Üçüncü %20                  | 14                 | 12, 6               |
| Dördüncü %20                | 21, 1              | 19                  |
| Beşinci % 20                | 49, 9              | 54, 9               |

1.DİE, 1987, Hanehalkı gelir ve tüketim harcamaları anket sonuçları-gelir dağılımı, Ankara, DİE yayınları, no:1441, DİE matbaası, 1990

2.DİE, 1994, Hanehalkı gelir dağılımı anket sonuçları, DİE Ankara, Eylül 1997

KKBG üzerinde Konsolide Bütçe cari personel harcamaları ve transferlerin yarattığı baskıdan yola çıkarak ulaşılan nokta; kamunun artan fon ihtiyacının genellikle mali piyasalar tarafından finanse edildiği, böylece kamu kesiminin toplam mali varlıklar içindeki payının giderek arttığı, özel kesimin payının ise düştüğü, bu mekanizmanın da zamanla bağımsız bir işleyişe dönüşerek gelir dağılımı, tasarruf ve tüketim eğilimleri üzerinde, olumsuz etkiler yarattığı izlenimi ve tespitidir. Bahsedilen yapısal sorunlar nedeniyle kamu asli faaliyet alanlarını terk etmek durumunda kalmakta, sağlık, eğitim ve enerji gibi alanlardaki yatırım ihtiyacını karşılayamadığından, uzun dönem büyüme potansiyeli istikrarlı bir yapıya kavuşmamaktadır. (Özatay, 1996, Öztürk, 1996, Sak, 1996, ss.20-24)

Özetle; 1993 yılında, KİT açıkları, alt yapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, Körfez savaşı ve terörle mücadele nedeniyle artan faizler üzerinde büyük baskı yaratan kamu açıklarının finansman maliyeti düşürülmek istenmiştir. Bu amaçla, borçlanma miktarlarına sınırlamalar getirilerek faiz oranları düşürülmeye başlanmış ancak yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi iç ve dış dengesizliklerden dolayı TL' na güven azaldığından, TL tutmanın çekiciliği kalmamıştır. Ayrıca 1994 yılından geçerli olmak üzere tahvil ve bonolardan elde edilecek gelire %5 oranında gelir vergisi stopajı konulacağı ilan edilmiştir. Zaten dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadaki borçlanmayı azaltmak yoluna gidince, zorunlu olarak Merkez Bankası kaynaklarını yoğun olarak kullanmaya (parasallaşma) başlamıştır (Bahçeci, 1997, s.8). 1993' de çıkarılan iki yasayla Hazine' nin Merkez Bankasından

kullanabileceği avans miktarı arttırılmıştır. Faiz oranlarını düşürme hedefi gereği Merkez Bankası İnterbank faiz oranlarını yükseltmemiştir.

Sonuç olarak piyasadaki likidite fazlası devalüasyon beklentisiyle 1994 yıllarının başlarında dövize yönelmiştir. Kurlar hızlanmaya başlamış ve 1994 yılı başında resmi kur ile serbest kur ile arasındaki fark %23' ü geçmiştir (Keyder, 2000, s.112). Bu gelişmeler üzerine, önceki bölümde de yer aldığı şekilde 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık %14 oranında devalüe edilmiştir. Bu devalüasyonu 1 Mart ve 17 Mart tarihlerindeki iki devalüasyon izlemiştir. TL' nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar sürmüştür. Yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının hızlanması sonucu kur-faiz makası daralmış, açık pozisyonlarını kapatma yarışında olan bankaların da dövize hücum etmeleri sonucu Merkez Bankası rezervleri hızlı biçimde erimiştir. Bunun sonucunda 1 Aralık 1993' de 7 milyar USD' den fazla olan döviz rezervleri 1 Mart 1994' de 3,3 milyar USD' a düşmüştür (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002, s.17).

Bu gelişmeler sürerken 14 Ocak 1994 de Amerikan kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Türkiye' nin BAA3 olan döviz cinsi kredi notunu BA1' e düşürdüğünü açıkladı. Gerekeç cari açığın çok yükselmesi ve kamu finansmanındaki kötüleşmeydi. Moody's' in not düşürmesinin ardından sıcak para Türkiye' yi terk etmeye başladı. Döviz kuru hızla yükseldi, borçlanma piyasasındaki para dışarı kaçtığı için Türk Lirası faizide hızla yükselmeye başladı. 20 Ocak' ta interbank piyasasında gecelik faiz %150' ye kadar yükseldi. 21 Ocakta bono ihalesinde faiz %99,28 Ocaktaki bono ihalesinde ise %140 oldu. İlerleyen haftalarda sermaye kaçışının sürmesi ile devalüasyon derinleşti, devalüasyona bağlı olarak enflasyon arttı, yüksek borç oranına sahip işletmeler iflas etmeye başladı, kitlesel işten çıkarmalar baş gösterdi ve bütçe açığı çok yüksek faizli borçlanmayla kapatılabildiği için kamu finansmanı iyice kötüleşti (Somçağ, 2006, ss.41-42).

Türkiyenin ilk sıcak para krizi olan 1994 krizinin yıllık bilançosu şöyle oldu: Yıllık USD devalüasyonu % 165 oldu, perakende enflasyon %65' ten %104' e yükseldi, milli gelir % 6,1 oranında küçüldü, bütçe faiz harcamaları nominal olarak %156, reel olarak %25 arttı, iç borç stokunun milli gelire oranı %18' den %21' e, kamu kesimi dış borç stoku da 43 milyar USD' dan 48 milyar USD' a yükseldi. (Somçağ, 2006, ss.41-42)

Bütün bu gelişmelere Ocak 1994' de Moodys ve Standart and Poors isimli iki uluslararası rating kuruluşunun Türkiye' nin kredi notunu düşürmesinin üzerine üç küçük bankanın kapatılması eklenince Türk Ekonomisi krize sürüklenmiş ve 5 Nisan' a gelinmiştir. TL' nin çok fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla, Merkez Bankası 20 Ocak 1994 tarihine kadar müdahale etmediği bankalararası para piyasasına müdahale ederek gecelik faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmıştır. Ayrıca DİBS' nin faiz oranları %50' lere kadar yükseltilmiş ve bu senetlerden alınan stopaj kaldırılmıştır.

1994 krizinin ekonomiye faturası ağır olmuştur. 5 Nisan 1994' de döviz rezervleri 3 milyar USD olarak dibe vurmuş, enflasyon oranı TÜFE bazında %106' lara fırlamıştır, TL bir gün içinde (5 Nisandan 6 Nisana kadar) yaklaşık %39 oranında değer kaybetmiştir (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002, s.17).

1994 krizinden sonra ünlü 5 Nisan kararları alınmıştır. Bu kararların genel amaçları enflasyonu hızlı biçimde düşürmek, ihracatı artırıp ithalatı azaltmak, dış borçları sınırlamak, kamu gelirlerini artırıp kamu harcamalarını kısmak, tarım sosyal güvenlik ve özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklinde özetlenebilir.

Kısa vadede bozulan dış denge ve döviz piyasasında yeniden istikrarın sağlanması, orta vadede kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmek, uzun vadede ise ihracatı özendirerek tedbirler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve sürdürülebilir büyümeyi mümkün kılmak hedeflenmiştir.

5 Nisan kararlarıyla döviz kuru serbest bırakılmış ve "Merkez Bankasının 1 USD resmi döviz satış kuru, Reuters sisteminin Bankalararası Döviz Piyasası sayfalarında 1 USD karşılığında TL alış-satış kotasyonunu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın, saat 15:00' deki döviz alış-satış fiyatlarının ortalaması esas alınarak tespit edilmeye başlanmıştır (Keyder, 2000, s.197)". Bu şekilde belirlenen döviz kurları 13 Ağustos' tan itibaren, o tarihte belirlenen gösterge niteliğindeki Merkez Bankası kurları başlığı altında ilan edilmeye başlanmıştır. Bir gün sonraki resmi döviz kuru birgün önceden ilan edilerek döviz kurunda istikrar sağlanmak istenmiştir.

5 Nisan kararlarıyla ayrıca aslında "ilginç" bir döviz kuru politikası benimsenmiştir. Çünkü bir taraftan döviz kuru Latin Amerika ülkelerindeki gibi sabit tutulmamış ya da başka bir para birimine eşitlenmemiş, diğer yandan döviz kuru başlangıçta hızlı biçimde devalüe edilmiş ve daha sonra kur artış hızının enflasyonun oranının altında kalması hedeflenmiştir.



1995 yılından itibaren 1,5 DM + 1 USD dan oluşan kur sepeti belirlenmiş ve kur sepetinin aylık enflasyon oranları kadar artırılması planlanmıştır. 1995 yılı için sepetteki artış oranı %38,4 (hedeflenen enflasyon oranı) olarak öngörülmüş ve bu tarihten sonra kur sepetinin hedef değerleri piyasaya duyurulmuştur (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002, ss.87-107).

### **2.3. 5 Nisan Kararlarının Stratejisi, Tipi ve Çıpası**

#### **2.3.1. Programın stratejisi**

İstikrar programları içeriklerine ve alınan kararlara göre ortodoks yada heterodoks programlar olarak sınıflandırılır. Bu açıdan yaklaşıldığında 5 Nisan kararlarının hem ortodoks hem heterodoks özellikler taşıdığı görülmektedir.

Kamu maliyesini kontrol etmeye yönelik olarak, harcamaların azaltılıp gelirlerin artırılması yönünde alınan önlemler sıkı maliye politikasının vazgeçilmez parçasıdır. Yine, Merkez Bankası kredilerinin sınırlandırılıp parasal genişlemenin kontrol edilmesi yönündeki önlemler ve faizlerin yükselmesi, sıkı para politikası özelliklerindedir. Sıkı maliye ve sıkı para politikasının bu öğeleri 5 Nisan Kararları'nın ortodoks özellikler taşıdığını göstermektedir.

Nominal değişkenlerin (ücret, faiz, kur, fiyat vb.) belirli bir süre için kontrol altında tutulması, istikrar programlarının heterodoks özelliklerindedir. 5 Nisan Kararları çerçevesinde, memurların maaşları Nisan ayında artırıldıktan sonra Temmuz ayında sabit tutulmuş, Ekim ayında ise çok cüzi miktarda arttırılmıştır. Ücretler dondurulmamış, fakat ücret artışları bütçe ödenekleri ile sınırlı tutulmuştur. KİT ürünleri fiyatları da önce artırılıp sonra 6 ay süre ile sabit tutulmuştur. Toplu iş sözleşmelerinde ve her türlü kontratlarda, geriye dönük endekslemeden vazgeçilip ileriye yönelik bir bakış açısı getirilmeye çalışılmıştır. Bu sırada özel sektör ücret fiyatlarına yönelik bir dondurma söz konusu olmamıştır. Özel sektörde yapılacak olan fiyat ve ücret belirlemelerinin, kamu sektöründeki gelişmelere göre yapılması temin edilmiştir. KİT ürünleri fiyatları Toptan Eşya Fiyat Endeksi'nde belli bir ağırlıkla temin edildiğinden, söz konusu ürün fiyatlarını bir süre için sabit tutmanın, genel fiyat seviyesini aşağı çekici bir etki yapması ve özel sektör fiyatlarının da zaman içinde bu fiyatlara uyum sağlaması beklenmiştir. Bu açıdan bakılığında 5 Nisan Kararları'nın yarı heterodoks özellikler taşıdığı görülmektedir.

### 2.3.2. Programın ıpasının seçilmesi

İstikrar politikasını önerenler, enflasyonun (beklentilerin) hızla düşmesi ve istikrarın sağlanması için bir anahtar fiyatın belirlenmesinin önemi üzerinde durmaktadır. Bu anahtar fiyata programın çıpası denilmektedir. Uygulamalarda tek bir ıpayı aşırı yük binmemesi ve bunun sonucu olarak reel maliyetlerin artmaması için birden fazla çıpa kullanılmaktadır.

O halde istikrarsız bir ekonomide dengenin sağlanması için değişkenlerden birisinin sabitleştirilmesi öngörülmektedir. Anahtar fiyat ya da çıpa olarak döviz kuru, faiz oranı, para arzı, banka kredileri, ücretler seçilebilir. 5 Nisan Kararları'nın gecikmeli çıpası olarak döviz kurunu düşünülebilir.

5 Nisan 1994 Kararları alınırken örnek alınan İsrail 1985 İstikrar Programı'nda çıpa olarak döviz kuru seçilmiştir. Böyle bir seçimin gerekçesi olarak iki nokta öne sürülmüştür;

- Uluslararası ticarete bağımlı olan küçük bir ekonomide böyle bir tercih yapılmalıdır; çünkü dış ticaretin önemi büyük olan bir ekonomide döviz kurunun önemi büyüktür.
- Döviz kuru yerine kullanabilecek alternatif değişken parasal arzı idi. Bu değişkenin kontrolünde ortaya çıkabilecek aksaklık para talebinden kaynaklanmaktaydı. Enflasyonun aşağıya çekilmesi sırasında insanların para tutma davranışlarında değişmeler ortaya çıkabileceğinden para arzının kontrolünün etkisinin ne olacağı ilk bakışta tahmin edilemezdi.

Ülkemizde 5 Nisan Kararları'nda sabitleştirilmesi öngörülen anahtar fiyat olarak döviz kurunu, ücret ve maaşları görülmektedir. Nitekim, bu kararların alınmasında model olarak seçilen 1985 İsrail İstikrar Programı'nda sabitleştirilen döviz kuru olmuştur. Döviz kurunun sabitleştirilmesinin en önemli sakıncası zamanla ülke parasının aşırı değerlenmesine neden olmasıdır. Buna rağmen döviz anahtar değişken olarak seçilmiştir.

Ülke deneyimlerinden, başarılı bir istikrar programının beş temel politikayı içerdiği görülmektedir. Bunlar; sıkı maliye ve para politikasından oluşan ortodoks önlemler, fiyat ve ücret kontrollerine dayanan heterodoks politikalar, döviz kurunun temel nominal çıpa olarak seçilmesi, ekonomik dönüşümün gerektirdiği ticaretin, finans piyasalarının ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile kamu kesiminin yeniden

yapılandırılmasından oluşan yapısal reformların uygulanması (ya da başlatılması), dışarıya net kaynak (borç ana parası ve faiz) aktarımının azaltılmasıdır. Bu önlemleri içeren bir istikrar programının başarısını, programın hazırlanmasında ve uygulanmasında sağlanan toplumsal uzlaşmanın derecesi önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca bu tür bir programın IMF tarafından hazırlanıp ülkeye sunulması, dış kaynak imkanı sağlamasına rağmen, hükümetlere bazı sorumluluklar yüklemektedir. Programın başarısını olumlu ya da olumsuz yönde etkileyen bir faktör de, bu tür dış kısıt etkenidir.

5 Nisan Kararları' nın özellikleri incelendiğinde, yukarıda sözü edilen temel politikaların program kapsamına alındığı, bazılarının uygulandığı fakat bazılarının kararlılıkla uygulanamadığı görülmektedir. Bütçe açıklarını azaltmaya yönelik ortodoks maliye ve para politikaları krizden hemen sonra uygulanmış, ilk altı ay sonunda hedefler büyük ölçüde gerçekleştirilmiş ve mali disiplin sağlanmıştır. Fakat sonraki dönemlerde politikalardan tavizler verilmiş, özellikle parasal genişleme önlenememiş ve mali disiplin sürdürülememiştir. 5 Nisan Kararları' nın heterodoks özellikleri oldukça yetersizdir. Sadece bazı temel KİT mal fiyatları altı ay boyunca artırılmamış, özel sektör fiyatlarına ise herhangi bir kontrol getirilmemiştir.

Kamu ücretleri ise dondurulmamış, fakat bütçe imkanları içinde arttırılmıştır. Böylece, kamu kesiminde fiyat ve ücret artışları baskı altına alınmasına rağmen, özel kesime herhangi bir kısıt getirilmemiştir. Bu durum, özel kesime enflasyonist beklentilere göre bir fiyat ayarlaması fırsatı vermiş ve belli bir gelir grubunun zarara uğraması engellenmiştir. Halbuki heterodoks politikaların temel amacı, yüksek enflasyondan kurtulmak amacıyla toplumun bütün kesimlerinin özveride bulunmasını istemek ve bunun için de ücret ve fiyatları kısa süreler için dondurmak ya da kontrol etmektir. Sadece kamu kesimi fiyat ve ücretlerinin kontrol altına alınması, özverinin ağırlıklı olarak bir kesimden istendiğinin bir göstergesidir. Oysa istikrarın maliyetleri, toplumun tüm kesimleri arasında eşit dağıtılamazsa, programın sürdürülebilirliği tehlikeye girmektedir. Nitekim program uygulamasından yaklaşık altı ay sonra ücret ve fiyat artışı baskıları artmış, toplumun büyük bir kesiminde artan rahatsızlık ve programa yeterli destek verilmemesi, programın sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmuştur. 1995 yılı programı IMF tarafından yeterli görülmemiş, 1995 Şubat ayında IMF ile yeni bir hedef seti hazırlanarak, büyüme tahmini % 4' ten % 3' e düşürülmüştür. Ayrıca, 1995 yılında enflasyonun % 40 seviyesine düşürülmesi hedeflendiği halde, 1995 yılı enflasyonu %89

olarak gerçekleşmiştir. 1995 yılının ilk yarısında bütçe hedefleri tutturulmasına rağmen, 1995 yılının üçüncü çeyreğinde seçim atmosferine girilmesi nedeniyle hedefler aşılmıştır.

5 Nisan programında kur, temel çıpa olarak seçilmiş, kur artışının enflasyon artışı altında kalacak şekilde kontrol edilmesiyle, program uygulamasını takip eden ilk aylarda döviz piyasaları istikrara kavuşmuştur. Döviz kuru Türkiye ekonomisinde kredibilitesi yüksek bir nominal çıpadır. Dolayısıyla kurun istikrara kavuşması, piyasalara mesaj vermek ve enflasyonu düşürmek açısından önemlidir. Fakat kriz sonrası, kur kontrolü sağlanmasına rağmen enflasyon düşürülemedi. Bu da enflasyonun ardında başka faktörlerin olduğunu göstermektedir.

İstikrar programlarında hem dış kaynağa ihtiyaç duyulmakta, hem de dış kaynak aktarımını azaltma gereği doğmaktadır. Bu durum istikrar programlarının toplumsal maliyetini artıran bir durumdur. Türkiye’de de 5 Nisan programında IMF tarafından sağlanan dış kaynak çok sınırlı düzeyde (yaklaşık 700 milyon USD) kalmıştır. Diğer yandan, 1993 yılında % 4,5 olan dış borç (ana para ve faiz) servisinin GSMH’ya oranı, 1994 ve 1995 yıllarında sırasıyla % 7,6 ve % 7,1 olarak gerçekleşmiştir. 5 Nisan programı sonrasında dışarıya kaynak aktarımının azalmadığı, tersine arttığı görülmektedir (Bahçeci, 1997, ss.75-124).

5 Nisan programı kapsamına özelleştirme, KİT reformu, kamu sektörünün yeniden yapılandırılması, sosyal güvenlik reformu ve tarım politikalarıyla ilgili yapısal reformlar dahil edilmiş, fakat uygulamada çıkan bazı aksaklıklar ve konjonktürün buna müsait olmaması nedeniyle, reformlardan beklenen başarı sağlanamamıştır.

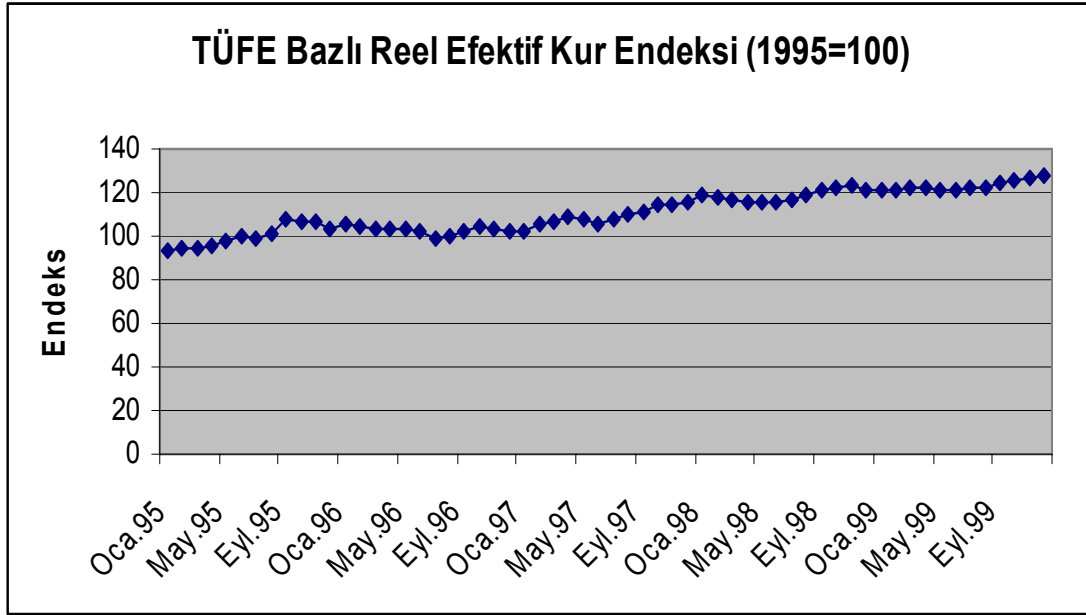
Genel olarak değerlendirildiğinde 5 Nisan kararları kısa vadeli hedeflerine ulaşmış, orta ve uzun vadeli hedefler gerçekleştirilememiştir. Bunun başlıca nedeni ise düşürülen reel ücretler nedeniyle sosyal çalkantıların artması ve koalisyon hükümetinin bozularak genel seçimlere gidilmek zorunda kalınmasıdır.

#### **2.4. 1994 Krizinin Öğrettikleri:**

Krizden alınan en önemli ders cari açığın fazla yükselmesine izin vermemek gerektiğiydi, çünkü fazla yükselen cari açığın sıcak parayı kaçırdığı anlaşılmıştı. Reel döviz kuru rekabetçi bir seviyede tutulursa, belli ölçüde içerideki üretimi korumak ve dış ticaret açığını kontrol altında tutmak mümkün olabilirdi. Batı ile özellikle ABD (Amerika

Birleşik Devletleri) ile çatışmadan 32 sayılı kararı revize etmek, uluslararası sermaye hareketlerinde bir ölçü de olsa kısıtlama getirmek mümkün değildi. Bu durum karşısında sıcak para ekonomisi içinde kalarak yeni 1994 krizinin oluşumunu engellemek için yapılabilecek tek şey, yurda giren sıcak paranın kurları tehlikeli seviyelere düşürmesine engel olmaktı. Bu görevde Merkez Bankasına düşüyordu. Cari açığı finanse edilebilir bir düzeyde tutacak bir reel kur düzeyi saptanacak, Merkez Bankası döviz piyasasına alım ve satım müdahaleleri yaparak nominal döviz kurunun bu reel kura denk gelecek düzeyde seyretmesini sağlayacaktı. Bu kur stratejinin teknik adı ' reel kur hedeflemesi' idi. 1995-1999 döneminde Merkez Bankası bu kur politikasını uyguladı, ve beş yıllık dönem boyunca reel kur kabaca sabit kaldı (Şekil 2.2).

**Şekil 2.2 : Türkiye' de 1995-1999 dönemi TÜFE bazlı Reel Efektif Kur Endeksi**



Kaynak: TCMB

Sıcak para ekonomisi uygulayan ülkelerde, reel kur hedeflemesinin sakıncalı yanları da vardır. Birincisi, bu kur sisteminin uygulandığı dönemde enflasyonun kronikleşmesine katkı yapması, enflasyon-devalüasyon sarmalını kemikleştirmesidir. Türkiye gibi yarı-sanayileşmiş ülkelerde sanayi ara mallarında önemli ölçüde, yatırım mallarında ise çok büyük ölçüde dışa bağımlıdır. Dolayısıyla bu tür ülkelerde iç fiyatlar da önemli ölçüde ithal mal fiyatları tarafından belirlenir. Türkiye' de reel kur hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 1995 yılında hem sanayinin dışa bağımlılığı,

hem de ileri derecede dolarizasyon sonucunda zaten kronik bir enflasyon-devalüasyon sarmalının şartları oluşmuştu. Reel kur hedeflemesiyle ' Enflasyon kadar devalüasyon' uygulaması başlayınca artık bu ikili sarmal kurumlaştı ve %70-90 bandında bir enflasyon kronikleşti.

Reel kur hedeflemesinin ikinci sakıncası ise faiz kur arbitrajı üzerindedir. Faiz kur arbitrajında para kazanmak Türk Lirası faizinin yükselmesi ile ve kurların gerilemesi ile doğru orantılıdır. Nitekim Türkiye' de sıcak paranın ilk dönemi olan 1990-1993 yıllarında sıcak para, faizden çok kurun düşük kalması sayesinde para kazanmıştır. Reel Kur hedeflemesi rejimi ise devalüasyonun enflasyonun gerisinde kalmasına izin vermediği için kur burada kazanç kapısı olmaktan büyük ölçüde çıkar. O zaman uluslararası sıcak parayı ülkeye çekebilmek için yerli para faizinin daha yüksek olması gerekir. Artık sıcak para akışında bütün yük faizin üzerindedir, dolayısıyla bu durumda ülkenin para otoritesi faizi belirler gibi görünse de, aslında faiz sıcak paranın istediği seviyede gerçekleşir. Bu yüzden 1995 sonrasında Türkiye' de hem nominal, hem de reel faizler çok yüksek seyretmiş, bunun sonucunda da iç borç stoku çok hızlı büyümüş ve bütçeden faiz harcamalarına ayrılan pay çok artmıştır (Somçağ, 2006, s.48).

Reel kur hedeflemesi uygulanırsa cari açık kontrol altında tutulabilir ve bir ödemeler dengesi krizi çıkmaz. Fakat bu durumda ortaya çıkan yüksek faiz reel ekonomiyi olumsuz etkiler, daha da önemlisi kamu borç stoku çok hızlı artar ve maliye dengesi çok bozulur, ülke maliyesi bir tıkanmaya doğru gider. Örtülü veya açık kur çıpasında ise faiz-kur arbitrajında yükün bir bölümünü de kur üstlendiği için yerli paranın faizi daha düşük tutulabilir. Onun için bu rejimde nominal ve reel faiz dolayısıyla, iç borç stokunun artış hızı daha düşüktür, faiz ödemeleri daha az olduğu için bütçe açıkları azalır. Buna karşılık bu rejimde de cari açık ortaya çıkar. Bu da büyüme ve istihdamı olumsuz etkiler, sanayiye yüksek faize kıyasla daha büyük zarar verir, dış borçların hızla artmasına yol açar.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2001 KRİZİ

#### 3. 2001 KRİZİ

##### 3.1. 2001 Krizi Ve Türkiye Üzerindeki Etkisi

Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya Bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon programını uygulamaya koymuştur. 1999 yılının Aralık ayında IMF' e verilen niyet mektubunda 2000 enflasyonu düşürme programının genel çerçevesi şöyle belirlenmiştir:

- a) Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermesi
- b) Döviz kuru ve para politikalarının yeniden belirlenmesi
- c) Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım konularında yapısal reformların gerçekleştirilmesi.

Böylelikle enflasyonun temel kaynağının kamu açıkları olduğu ve bununda kamu kesimi finansman yönteminden olduğu kabul ediliyor ve bu açıkların kapatılması için tedbir alınıyordu. Bu amaçla bir yandan kamu harcamalarının kısıtlanması, diğer taraftan da vergi gelirlerinin artırılması kararlaştırılmıştır. Bunlara ek olarak, IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar USD fazla vermesi temel hedef olarak ortaya konulmuştur.

Enflasyonda mücadele programının ikinci önemli ayağını döviz kuru ve para politikalarındaki değişiklikler oluşturuyordu. Döviz kurlarının nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılmış ve bu şekilde oluşturulan kur sepetinin (1 USD + 0,77 EUR) 2000 yılı sonuna kadar beklenen enflasyon oranı kadar (%20 TEFE' ye göre) artırılması planlanmıştır. Ayrıca kurlardaki değişimin çapraz kurlardaki hareketliliğe göre belirlenmesi ve aylık olarak kurun sabit kalması planlanmış ve 2001 Haziran ayında kademeli olarak kurun dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmıştır.

Para politikası alanında ise Merkez Bankasının net iç varlıklarına sınırlama getirilmiştir. Net iç varlıklar sınırı 1,2 trilyon TL (000 atılmıştır) olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların döviz girişi oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Böylece Merkez Bankasının para basımı sınırlandırılmış ve bankanın para kurulu (currency board) gibi çalışması hedeflenmiştir. Para kurulu sisteminin özünde para politikasıyla ilgili işlemlerin para kurulu ve Merkez Bankası arasında paylaşılması vardır. Para arzı para kurulunca

ve diğer işlemler Merkez Bankası tarafından yapılması gerekirken Türkiye’ de böyle bir ayrıma gidilmemiştir. Döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL sunulmasıyla likiditenin artırılmasına ve faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002, ss.87-107).

Programın son ayağını yapısal reformlar ve özelleştirme programları oluşturuyordu. 2000 yılında 5 milyar USD’ ı Telekom’ dan olmak üzere 7.6 milyar USD ve 2001 yılında 6 milyar USD özelleştirme yapılması planlanmış, ancak siyasi nedenlerle ve uluslararası piyasalardan beklenen talebin gelmemesi gibi nedenlerle büyük özelleştirmeler (THY, Türk Telekom) yapılamamıştır. Tarım ve sosyal güvenlik alanlarında da kayda değer ilerleme sağlanamamıştır.

1999 yılında, Meksika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin kriz öncesindeki durumundan farklı olarak, Türkiye’ de enflasyon (TÜFE) %65’ e, büyüme hızı % -2’ ye, iç borç stokunun GSMH’ ya oranı %27,6’ ya, cari işlemler açığı ise 1 milyar USD’ a ulaşmıştı (TCMB, 1999, s.3).

Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi Türkiye’ de de kriz öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Sermaye hareketlerinin içeriğine bakıldığında portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir (Tablo 3.1).

**Tablo 3.1 : Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri**

| <b>Milyon USD</b>                | <b>Kriz Öncesi: Ocak 2000-<br/>Ekim 2000</b> | <b>Kriz Dönemi: Kasım 2000-<br/>Haziran 2001</b> |
|----------------------------------|--|--|
| Yabancılar:Net Sermaye Akımı     | 15.179                                       | -10.442  |
| * Dolaysız Yatırım               | 589  | 2.406  |
| *Portföy Yatırımı                | 6.789  | -8.457   |
| *Uzun vadeli sermaye akımı       | 3.201  | -553   |
| *Kısa vadeli sermaye akımı       | 4.600  | -3.838   |
| Yerli aktörler:Net Sermaye Akımı | -5.257                                       | -3.033   |
| *Dolaysız Yatırım                | -751   | -452   |
| *Portföy Yatırımı                | -730   | -949   |
| *Kısa vadeli sermaye, kayıt-içi  | -1.226                                       | -1.847   |
| *Kısa vadeli sermaye, kayıt-dışı | -2.550                                       | -1.683   |
| Rezerv Değişmeleri               | -2.324*                                      | 15.239**   |
| Cari İşlemler Dengesi            | -7.598                                       | -1.764   |

Kaynak: TCMB verilerinden hesaplamalar/ Prof. Dr. Korkut Boratav 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri Tablo.1

Notlar: (\*) 499 milyon \$ IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 2823 milyon \$ *artıştan* oluşur.

(\*\*) 8076 milyon \$ IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 7163 milyon \$ *azalıştan* oluşur.



Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 1999 yılında enflasyonla mücadele programına başlamadan önce Meksika ve Güney Asya ülkelerindeki duruma benzer biçimde sürdürülebilir cari işlemler açığına, yüksek faizlere rağmen çevrilebilir iç borç/GSMH oranına ve yaklaşık olarak Meksika ve Tayland' ın kriz öncesinde sahip olduğu M2Y/rezervler oranına sahipti. Bu ülkelerden farklı olarak Türkiye' de enflasyon ve faiz oranları oldukça yüksekti ve büyüme oranı önemli ölçüde düşüktü. IMF desteğiyle uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı etkilerini ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiştir. DİBS' nin ortalama birleşik faiz oranları 1999 yılının son çeyreğinde %103 iken 2000 yılında sürekli azalarak Kasım krizine kadar %41' e kadar inmiştir (Tablo 3.2). Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun çıpa bağlanması nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artmasıdır. Ayrıca enflasyon beklentilerinin düşük olması DİBS' rine olan talebi artırmıştır. Bunlara ek olarak faiz dışı bütçe fazlasının GSMH' nin %2,2' sinden %6' sına çıkması da faizlerdeki düşüşte önemli rol oynamıştır.

### **3.1.1. Enflasyonu düşürme programının zayıflıkları**

Türkiye geçmişte IMF ile 16 anlaşma yaparak istikrar programları uygulamış, ancak bunlarla enflasyonu indirememiş, üstelik bunların bir bölümünü de yarıda kesmişti. Geçmişteki başarısız program uygulamaları yeni programın da başarısı konusunda şüpheler uyandırdı. Döviz çıpa yapan benzer programların 1990' larda birçok ülkede başarısız olması bu şüpheleri destekler nitelikteydi. Örneğin Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland' da döviz kurunu çıpa yapan programlar finansal krizlerle sona ermişti. Aslında, arkasında IMF ve Dünya Bankası vardır düşüncesiyle, programın en önemli ayağını oluşturan döviz kuru çizelgesinin güvenilirliği 2000 ortalarına, hatta Kasım ayına kadar yüksek görünmüştür. Ancak enflasyonun öngörülenden çok yavaş düşmesi ve programın giderek döviz kuru çıpasına daha çok dayanması, programın başarısı konusundaki şüpheleri arttırdı (Uygur, 2001, s.10). 2000 Kasım ayında yaşanan finansal krizle birlikte, kur çizelgesi büyük güven kaybına uğramıştı. Aşağıda açıklandığı gibi, Kasım ayından itibaren özellikle yabancılar programın sürdürülemeyeceğini düşünmüşlerdi.

Programın enflasyonu düşürmek isterken büyümenin yükseleceğini öngörmesi de eleştiri konusuydu. İç talep-büyüme makul ölçülerde kaldığında bu konuda bir çelişki

yoktu. Başka ülke programlarında görüldüğü gibi, enflasyon düşerken büyümenin yükselmesi mümkündür ve bu büyümeyi özellikle tüketim artışı sağlamaktadır (Uygur, 2001, s.10).

Ancak, iç talepteki, özellikle dayanıklı tüketim malları talebindeki genişleme ve bu talebin ithalata yönelmesi programda öngörülenin çok üzerine çıktı. Talepteki hızlı genişlemenin en önemli nedenlerinden biri faizin hızlı düşmesiydi. Tablo 3.2' de DİBS bileşik faizi, gerçekleşen enflasyon ve beklenen TEFE enflasyonu yer almaktadır. DİBS bileşik faizi 2000 başından itibaren çok hızlı gerilemiş, hem gerçekleşen hem beklenen enflasyonun altına düşmüştür. Tüketiciler için DİBS ve özellikle mevduat reel faizleri hem beklenen (ex-ante) hem gerçekleşen (ex-post) enflasyona göre eksi değerlere inmiştir.

**Tablo 3.2 : Ortalama Bileşik Hazine Faizi, 12 Aylık TÜFE ve TEFE Enflasyonu**  
**Beklenen TEFE Enflasyonu**

|        | Hazine Bileşik Faizi | TÜFE Enflasyonu | TEFE Enflasyonu | Beklenen TEFE Enflasyonu |          |
|--------|----------------------|-----------------|-----------------|--------------------------|----------|
| Ay/Yıl | Ortalama             | 12 Aylık        | 12 Aylık        | 12 Ay Sonra              | Yıl Sonu |
| Tem.99 | 101,4                | 65              | 52,4            | 58,3                     | 59,8     |
| Ağu.99 | 116,5                | 65,4            | 53,7            | 60,2                     | 61,3     |
| Eyl.99 | 113,2                | 64,3            | 54,4            | 60,5                     | 62,1     |
| Eki.99 | 109,3                | 64,7            | 55,2            | 57,1                     | 61,3     |
| Kas.99 | 96,4                 | 64,6            | 56,3            | 53,4                     | 60,5     |
| Ara.99 | (*)                  | 68,8            | 62,9            | 44,1                     | 56,8     |
| Oca.00 | 38,3                 | 68,9            | 66,4            | 37,5                     | 38,9     |
| Şub.00 | 42,1                 | 69,7            | 67,5            | 38,6                     | 39,9     |
| Mar.00 | 39,9                 | 67,9            | 66,1            | 38                       | 40,7     |
| Nis.00 | 34,5                 | 63,8            | 61,5            | 36,3                     | 39,4     |
| May.00 | 39,4                 | 62,7            | 59,2            | 35,3                     | 38,9     |
| Haz.00 | 41,9                 | 58,6            | 56,8            | 34,9                     | 39,1     |
| Tem.00 | 34,5                 | 56,2            | 52,3            | 33                       | 37,8     |
| Ağu.00 | 33,2                 | 53,2            | 48,9            | 34                       | 38,7     |
| Eyl.00 | 33,6                 | 49              | 43,9            | 32,2                     | 37,9     |
| Eki.00 | 38                   | 44,4            | 41,4            | 30,5                     | 37,2     |
| Kas.00 | 41                   | 43,8            | 39,1            | 29,9                     | 37,8     |
| Ara.00 | (*)                  | 39              | 32,7            | 29,9                     | 37       |
| Oca.01 | 65                   | 35,9            | 28,3            | 27,1                     | 28,2     |

Kaynak: Hazine-DİBS Faizi:DPT; TÜFE ve TEFE Enflasyonu: DİE (Devlet İstatistik Enstitüsü); Beklenen TEFE Enflasyonu: TCMB.  
(\* ) 1999 ve 2000 Aralık aylarında ihale yapılmamıştır.

1999 sonu - 2000 başında TEFE enflasyon beklentisi %20 hedefe göre zaten çok yüksekti. Programın ilan edilmesiyle 2000 sonu için beklenen ortalama TEFE enflasyonu %50'lerden %40'ların altına çekildi ama daha sonraki aylarda düşmedi ve %37'nin altına inemedi.

2000 yılında kamu fiyatlarını da bir çıpa olarak kullanmak amacıyla, 1999'un sonlarında yüksek kamu zamları yapıldı. Kamu kesimi enflasyonunun 2000 başından itibaren %2 dolayında kalacağı varsayıldı. Ancak 2000 Ocak ayında kamu enflasyonunun bazı sektörlerde %30'u aştığı görüldü. Buna ilave olarak, elektrik ve petrol fiyatlarının enflasyon hedefinin çok üzerinde artacağı açıklandı. Bu çelişkiler sonradan fark edildi, yapılan zamlar geri alındı ve kamu fiyatları çıpasının var olduğunu vurgulayan açıklamalar yapıldı. Enflasyon beklentisinin yüksekliği yanında, bu tür olayların da katkısıyla, enflasyonun kendisi de 2000 başlarında oldukça yüksek çıktı ve programın sürdürülebilirliği tartışıldı.

Bütün bunlara ek olarak, 2000 Şubat ayında portföy yatırımı amacıyla, özellikle hisse senedine yönelik olarak Türkiye'ye gelen yabancı fonların bir bölümünün Türkiye'den ayrıldığı anlaşıldı. Bu olay borsa endeksinde önemli düşüşe neden oldu. 18 Ocak 2000 tarihinde 18.548 olan borsa endeksi, %21,6 azalışla 18 Şubat'ta 14.539'a indi. Bu olay program konusunda bazı somut kuşku doğurdu (Uygur, 2001, s.12). Program, enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası da öngörmüştü. Birincisi, kira artışlarının TÜFE enflasyon hedefi ile sınırlanması için yasa çıkarılmıştı. Buna karşılık, bu sınırlamaya genel olarak uyulmayacağı anlaşıldı. Nitekim 1999 Aralık ayından 2000 Aralık ayına kadar ki 12 aylık dönemde TÜFE endeksi içindeki kira kaleminde %49,1 oranında artış oldu. İkincisi, ücret artışlarının kamu kesiminde %25 sınırı içinde kalacağı özel kesimin de buna uyması gerektiği açıklandı. Ücret artışlarında da %25 hedefi şu nedenlerle aşıldı. Birincisi, daha önce yapılan toplu iş sözleşmeleri nedeniyle, 2000'de kamu kesiminin önemli bir bölümünde ücret artışı %60-70'lere ulaştı. İkincisi, özel kesimin bir bölümünde de geçmiş enflasyonu temel alan ücret artışları oldu ve yine %60 oranları görüldü. Konsolide bütçe içinde kalındığında kamu açığının istenen düzeye rahatça ineceği belli olmuştu ama kamu bankalarını ve KİT sistemini de içine alan kamu kesimi açıklarının hedeflenen düzeye indirilmesi kolay görünmüyordu. Çünkü kamu bankalarının görev zararları artarak sürüyordu. KİT sistemi açıkları da, bunların fiyatları çıpa olarak kullanıldığından, giderek büyüyordu. Bu durum dikkate alındığında

enflasyonun 1999' da %60' lardan 2000' de %20' lere inmesi zor görünüyordu. Yapısal uyumun önde gelen bir kalemi olan özelleştirmenin mali uyuma en büyük katkısı yapması hesaplanmıştı. Ancak 2000 yılı ortalarına doğru özelleştirme hedefine varılamayacağı belli olmuştu. Yapısal uyum sürecinde belki de en önemli konu, zayıf ve sorunlu olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıydı. Ancak kamu bankaları da dahil olmak üzere, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimleri hep batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından da zor durumda olduğu duygusunu yarattı. Buna karşılık, 2000 yılının yarısına varıldığında bankacılık sistemi dış borçlanmayı hızla sürdürüyordu. Bankaların dış borçlanması aşağıda belirtilen gelişmeleri beraberinde getiriyordu.

- a) Nominal faiz ve daha hızlı olarak da reel faiz düşüyordu. Bu konuda DİBS faizi öncülük ediyor, tüketiciyi ilgilendiren mevduat faizi daha da çok iniyordu.
- b) Krediler, özellikle tüketici kredileri hızla artıyordu. TCMB verilerine göre, 1999 Aralık ayı sonunda 1.004,3 Milyon TL (000 atılmıştır) olan tüketici kredileri, 2000 Ekim ayı sonunda 4.504, 5 Milyon TL' ye ulaşmış ve reel olarak bile %300' ün üzerinde artmıştı.
- c) Enflasyonun kur artışına göre yüksek olması (TL' nin reel değerlenmesi) hem bir fiyat (ikame) etkisi hem de gelir etkisi ortaya çıkarıyordu. Bu etkilerle ithalat talebi hızla yükseliyordu. TL' nin reel değerlenmesi ile oluşan gelir etkisi "Laursen-Metzler etkisi" olarak bilinmektedir ve "TL gelirin'in ithal edilen malları satın alma gücünün artması" şeklinde özetlenebilir (Uygur, 2001, s.13). Bu tür talep artışı ile ithalata dayalı bir büyüme ortaya çıkmıştı. Düşük faizli tüketim kredilerinin artması ve TL' nin aşırı değer kazanması ile birlikte 2000 yılında ithal otomobil satışları %112, tüketim malı ithalatı %31,7, yatırım malı ithalatı ise %29,2 oranlarında artmıştır (İzmirlioğlu, 2000, s.61).
- d) İç talep ve ithalat artışları konusunda otomotiv sektörü önemli bir örnek oluşturmaktadır (Tablo 3.3). Dahilde üretilmiş ve ithal edilmiş otomobillerin 1995-2000 yıllarındaki satışları yer almaktadır. 2000 yılında dahilde üretilen otomobil satışı %33,2 artarken, ithal edilen otomobil satışı %97,4 artmıştır (Uygur, 2001, s.13).
- e) İç talebin artması ve TL' nin reel değerlenmesi ihracatın duraklamasına neden oluyordu. EUR/USD paritesindeki düşme, bir yandan ihracatın bu bölgeye arzını

olumsuz etkiliyor, diğer yandan da ihracatın USD değerini düşürüyor, döviz girdisini azaltıyordu.

**Tablo 3.3 : 1995-2000 Dönemi Yerli ve İthal Otomobil Satışı**

| <b>(Bin adet)</b>      |             |             |             |             |             |             |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                        | <b>1995</b> | <b>1996</b> | <b>1997</b> | <b>1998</b> | <b>1999</b> | <b>2000</b> |
| <b>Otomobil Satışı</b> |             |             |             |             |             |             |
| <b>Yerli</b>           | 195         | 182,2       | 219,8       | 204,1       | 157,5       | 207,7       |
| <b>İthal</b>           | 21,6        | 57,5        | 125         | 111,5       | 131,2       | 259         |
| <b>TOPLAM</b>          | 216,6       | 239,7       | 344,8       | 315,6       | 288,7       | 466,7       |

Kaynak: Türkiye Otomotiv Sanayi Derneği

Döviz kurunun eksik belirlenmesi ara mallarının ucuzlamasını sağlamış ve sanayi sektörünün ara malları talebini artırmıştır. Sonuçta tüketim ve ithalatta yaşanan artışlar büyüme hızını programda öngörülenin üzerine taşımıştır (%5,5' e karşılık %6).

İthalatın eksik belirlenen döviz kuru nedeniyle artması ve Avrupa' ya ihracatın, EUR' nun USD karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, diğer pazarlarda ise rekabet gücünün azalmasından dolayı gerilemesi, cari işlemler dengesinin hızla bozulmasına neden olmuştur. 1994 yılında 2 milyar 631 milyon USD olan cari işlemler dengesi 2000 yılı itibariyle 9 milyar 819 milyon USD' a fırlamıştır (Tablo 3.4) (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002, s.24). Cari açığın bu kadar yüksek çıkmasında petrol fiyatındaki artışın da etkisi vardı ama otomobil örneğinde olduğu gibi, asıl önemli neden dayanıklı tüketim mallarındaki artışı. Giderek büyüyen cari açığın sürdürülebilmesi için mutlaka dış kaynak girişi gerekiyordu. Dış kaynak girişi net doğrudan yabancı yatırım şeklinde olsa, bazı olumsuz beklentiler oluşmayabilirdi. Ancak Türkiye' ye 2000 yılı içinde gelen yabancı doğrudan yatırım varsayılanın tersine çok sınırlıydı. Giriş yapan yatırım sermayesi kadar çıkış yapan yatırım sermayesi de oldu ve 2000' de net doğrudan yabancı yatırım 112 milyon USD' da kaldı. Dış kaynak girişi dış borçlanma yoluyla olmak zorundaydı. İşte bu nedenle borçlanmak önemliydi, borç verenlerin ülkeye bakış açısı önemliydi. Hızla artan cari işlemler açığının sürdürülebilmesi yabancı sermaye girişiyle mümkündü (Uygur, 2001, s.14). Ancak 2000 yılında hem portföy yatırımlarında hem de doğrudan yatırımlarda bir önceki yıla göre büyük düşüşler gözlenmiştir. Türkiye' de Güney Doğu Asya ülkelerinin kriz öncesi durumuna benzer bir durum bankacılık sektöründe yaşanıyordu. Özel bankaların birçoğu yapı itibariyle Asya ülkelerindeki holding bankalarını anımsatıyordu. 1998-2000 yılları arasında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu' na (TMSF) devredilen bankaların bir çoğu büyük grupların elindeydi (Yaşarbank-Yaşar

Grubu, Demirbank, Ulusal bank-Cingilloğlu Grubu, EGS bank-EGS Holding, Bank Kapital-Ceylan Grubu, Sümerbank-Garipoğlu Grubu vb). Tasarruf mevduatına verilen garantiler yüzünden holding bankalarının haktan topladıkları mevduatın büyük bölümünü kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmışlar ve batık kredi olarak göstermişlerdir.

**Tablo 3.4 : Ödemeler Dengesi**

| Milyon USD                                   | 1994          | 1995          | 1996          | 1997          | 1998         | 1999          | 2000          | 2001           | 2002        | 2003          | 2004          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|-------------|---------------|---------------|
| <b>A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ</b>              | 2.631         | -2.339        | -2.437        | -2.638        | 1.984        | -1.344        | -9.819        | 3.390          | -1.522      | -8.037        | -15.543       |
| İhracat f.o.b.                               | 18.106        | 21.636        | 32.067        | 32.110        | 30.662       | 28.842        | 30.721        | 34.373         | 40.124      | 51.206        | 67.001        |
| İthalat f.o.b.                               | -22.273       | -34.788       | -42.331       | -47.158       | -44.714      | -39.027       | -52.680       | -38.106        | 47.407      | 65.216        | -90.925       |
| Mal Dengesi                                  | -4.167        | -13.152       | -10.264       | -15.048       | -14.052      | -10.185       | -21.959       | -3.733         | -7.283      | 14.010        | -23.924       |
| Hizmet Gelirleri                             | 11.076        | 14.939        | 13.404        | 19.740        | 23.686       | 16.800        | 20.364        | 16.030         | 14.783      | 19.025        | 24.028        |
| Hizmet Giderleri                             | -4.024        | -5.319        | -6.747        | -8.828        | -10.180      | -9.313        | -8.996        | -6.900         | -6.904      | -8.520        | -11.255       |
| Mal ve Hizmet Dengesi                        | 2.885         | -3.532        | -3.607        | -4.136        | -546         | -2.698        | -10.591       | 5.397          | 596         | -3.505        | -11.151       |
| Yatırım Gelirleri                            | 890           | 1.488         | 1.577         | 1.900         | 2.481        | 2.350         | 2.836         | 2.753          | 2.486       | 2.246         | 2.651         |
| Yatırım Giderleri                            | -4.154        | -4.693        | -4.504        | -4.913        | -5.466       | -5.887        | -6.838        | -7.753         | -7.040      | -7.805        | -8.170        |
| Mal, Hizmet ve Yatırım Geliri Dengesi        | -379          | -6.737        | -6.534        | -7.149        | -3.531       | -6.235        | -14.593       | 397            | -3.958      | -9.064        | -16.670       |
| Cari Transferler                             | 3.010         | 4.398         | 4.097         | 4.511         | 5.515        | 4.891         | 4.774         | 2.993          | 2.436       | 1.027         | 1.127         |
| <b>B. SERMAYE VE FİNANS HESABI</b>           |               |               |               |               |              |               |               |                |             |               |               |
| Yurtdışında Doğrudan Yatırım                 | -4.257        | 4.565         | 5.483         | 6.969         | -840         | 4.829         | 9.584         | -14.643        | 1.161       | 7.091         | 17.041        |
| Yurtiçinde Doğrudan Yatırım                  | -49           | -113          | -110          | -251          | -367         | -645          | -870          | -497           | -175        | -499          | -859          |
| Portföy Hesabı-Varlıklar                     | 608           | 885           | 722           | 805           | 940          | 783           | 982           | 3.266          | 1.038       | 1.694         | 2.733         |
| Portföy Hesabı-Yükümlülükler                 | 35            | -466          | -1.380        | -710          | -1.622       | -759          | -593          | -788           | -2.096      | -1.386        | -1.388        |
| Hisse Senetleri                              | 1.123         | 703           | 1.950         | 2.344         | -5.089       | 4.188         | 1.615         | -3.727         | 1.503       | 3.955         | 9.411         |
| Borç Senetleri                               | 989           | 195           | 191           | 8             | -518         | 428           | 489           | -79            | -16         | 1.009         | 1.427         |
| Diğer Yatırımlar-Varlıklar                   | 134           | 508           | 1.759         | 2.336         | -4.571       | 3.760         | 1.126         | -3.648         | 1.519       | 2.946         | 7.984         |
| Merkez Bankası                               | 2.423         | -383          | 331           | -1.750        | -1.464       | -2.304        | -1.939        | -601           | -777        | -986          | -7.292        |
| Genel Hükümet                                | -18           | -102          | -117          | -98           | -95          | -98           | 1             | -39            | -30         | -28           | -24           |
| Bankalar                                     |               |               |               |               | 0            |               | 0             | 0              |             | 0             | 0             |
| Diğer Sektörler                              | 2.441         | -281          | 1.448         | -976          | -942         | -1.839        | -1.574        | 233            | 643         | 348           | -5.271        |
| Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler               | 0             | 0             | -1.000        | -676          | -427         | -367          | -366          | -795           | -1.390      | -1.306        | -1.997        |
| Merkez Bankası                               | -8.397        | 3.939         | 3.970         | 6.531         | 6.762        | 3.566         | 10.389        | -12.296        | 1.668       | 4.313         | 14.436        |
| Genel Hükümet                                | 1.362         | 1.556         | 1.255         | 1.026         | 571          | -231          | 619           | 735            | 1.336       | 497           | -209          |
| Bankalar                                     | -2.962        | -2.131        | -2.108        | -1.456        | -1.655       | -1.932        | 117           | -1.977         | -669        | -2.194        | -1.163        |
| Diğer Sektörler                              | -7.053        | 1.973         | 3.046         | 2.232         | 3.195        | 2.655         | 3.736         | -9.644         | -2.016      | 2.846         | 6.434         |
|  | 256           | 2.541         | 1.777         | 4.729         | 4.651        | 3.074         | 5.917         | -1.410         | 3.017       | 3.164         | 9.374         |
| <b>C. CARİ, SERMAYE VE FİNANSAL HESAPLAR</b> | <b>-1.626</b> | <b>2.226</b>  | <b>3.046</b>  | <b>4.331</b>  | <b>1.144</b> | <b>3.485</b>  | <b>-235</b>   | <b>-11.253</b> | <b>-361</b> | <b>-946</b>   | <b>1.498</b>  |
| <b>D. NET HATA VE NOKSAN</b>                 | <b>1.832</b>  | <b>2.432</b>  | <b>1.499</b>  | <b>-987</b>   | <b>-697</b>  | <b>1.721</b>  | <b>-2.762</b> | <b>-1.671</b>  | <b>149</b>  | <b>5.043</b>  | <b>2.844</b>  |
| <b>GENEL DENGİ</b>                           | <b>206</b>    | <b>4.658</b>  | <b>4.545</b>  | <b>3.344</b>  | <b>447</b>   | <b>5.206</b>  | <b>-2.997</b> | <b>-12.924</b> | <b>-212</b> | <b>4.097</b>  | <b>4.342</b>  |
| <b>E. REZERV VARLIKLAR</b>                   | <b>-206</b>   | <b>-4.658</b> | <b>-4.545</b> | <b>-3.344</b> | <b>-447</b>  | <b>-5.206</b> | <b>2.997</b>  | <b>12.924</b>  | <b>212</b>  | <b>-4.097</b> | <b>-4.342</b> |
| Resmi Rezervler                              | -546          | -5.005        | -4.545        | -3.316        | -216         | -5.726        | -354          | 2.694          | -6.153      | -4.047        | -824          |
| Uluslararası Para Fonu Kredileri             | 340           | 347           | 0             | -28           | -231         | 520           | 3.351         | 10.230         | 6.365       | -50           | -3.518        |

KAYNAK: TCMB

**Tablo 3.5 : Türkiye’ de Sermaye Hareketleri**

| Milyon USD                                   |        |       |       |       |        |       |       |
|--|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|  | 1994   | 1995  | 1996  | 1997  | 1998   | 1999  | 2000  |
| <b>Sermaye Hareketleri (Rezerv Hariç)</b>    | -4.194 | 4.643 | 8.763 | 8.737 | 448    | 4.670 | 9.445 |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (NET)</b>             | 559    | 772   | 612   | 554   | 573    | 138   | 112   |
| <b>Portföy Yatırımları (NET)</b>             | 1.158  | 237   | 570   | 1.634 | -6.711 | 3.429 | 1.022 |
| <b>Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri</b> | -784   | -79   | 1.636 | 4.788 | 3.985  | 344   | 4.276 |
| <b>Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (NET)</b> | -5.127 | 3.713 | 5.945 | 1.761 | 2.601  | 759   | 4.035 |

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Döviz kurunun çığpaya bağlanması ve ulusal ve uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar nedeniyle, tıpkı Asya bankaları gibi Türk bankaları da döviz kurunda olabilecek değişimlere karşı koruma almadan (hedging yapmadan) uluslararası piyasalardan ucuzca aldıkları borçları Türkiye’ de TL cinsinden yüksek faiz oranlarından kredi olarak vermişlerdir. Asya ülkelerindeki bankalardan farklı olarak Türk bankaları yurt dışından elde ettikleri kredileri özellikle kamu kesimine borç olarak vermişlerdir.

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 2000 yılının sonbaharında %27’ lere ulaşmış TÜFE enflasyonu, GSYİH’ nın %4’ ünü geçmiş cari işlemler açığıyla, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanmadığı bir konumdaydı ve devalüasyon beklentisi artmıştı. Sonuçta yabancı fon yöneticileri yatırımlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon USD portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasa likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank’ a el konulmuş ve TMSF’ na devredilmiştir.

Diğer bankalara el konulacağı kaygısı paniğe yol açmış ve Kasım ayında bankalararası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 305,95’ e çıkmıştır (TCMB, 2001, s.84). 15 Kasımda 13.256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7.329

puana gerilemiştir. Hisse senetleri İMKB' de işlem gören şirketlerin 2000 yılı sonu itibariyle getirileri 1999 yılı sonuna göre reel olarak yüzde 55,1 azalmıştır (TCMB, 2001, ss.115-117).

Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 22 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon USD olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 8 Aralık 2000 tarihinde 19 milyar 600 milyon USD' a inmiştir (TCMB, 2001, s.53).

2000 Kasım krizinin derinleşmesini IMF' in 7,5 milyar USD tutarında ek kredi vermesi ve halkın her şeye rağmen TL' den dövize geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF' ninde uyarılarına rağmen kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı (Supplemental Reserve Facility) şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Kur çıpası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur (Uygur, 2001, s.25).

Türkiye Aralık ayının sonlarına ve Ocak 2001' in başlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak' ta Merkez Bankası döviz rezervleri yeniden 25 milyarın üzerine çıkmış ve Şubat krizine kadarda bu seviyenin altına inmemiştir. 2000 Aralık ayı sonunda ortalama %199 olan interbank gecelik faiz oranları, Ocak ayında %42' ye düşmüştür (Tablo 3.6). İMKB 100 endeksi de 4 Ocakta 10.198 puan' a yükselmiştir.

Ancak bu tür olumlu gelişmeler 19 Şubat 2001' de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışmayla son bulmuş, Kasım krizi nedeniyle zaten hassas olan piyasalar altüst olarak döviz krizi başlamıştır. Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan insanların Şubatta dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmış, Merkez Bankası krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiş ancak 22 Şubat 2001 tarihinde, döviz kuru çıpasının yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır.

16 Şubatta 27 milyar 943 milyon USD olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 itibariyle 22 milyar 581 milyon USD' a inmiştir. Merkez Bankası böylece bir gün içinde (17 ve 18 Şubatın hafta sonu tatil olması dikkate alındığında) 5 milyar USD' in üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir (TCMB, 2002, s.60). Dalgalı kura geçiş kararından sonra USD 688 TL (000 atılmıştır) civarından 962 TL' ye yükselmiştir. Artan döviz talebi yüksek faiz silahıyla durdurulmak istenince gecelik interbank faiz oranları en düşük %36,55' den, % 4.018,58' e çıkmış daha sonra hızlı biçimde düşerek Şubat ayı sonunda %103' lere



inmiştir(Tablo 3.6) (16 Şubatta 10.169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubatta 8.683 puana inmiştir).

**Tablo 3.6 : İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük, Ortalama ve Standard Sapma**

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

Kaynak: TCMB (Standart Sapma, günlük ortalama faizden hesaplanmıştır.)

### 3.2.1. Bankacılık kesimi ve krizin öncü göstergeleri

#### 3.2.1.1. Finansal kriz ve bankacılık kesimi

Yapısal uyum sürecinde en önemli konulardan biri, riskli olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıydı. Ancak, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimlerinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesine yeni bankalar eklendikçe, Asya krizinde yaşandığı gibi, batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından da zor durumda olduğu duygusu yaşandı. Üstelik bankacılık kesimini en azından döviz ve vade uyumsuzluklarına (mismatch) karşı denetlemek üzere konulan bazı kuralların da uygulanamadığı anlaşıldı. Örneğin, 1999 Eylül sonunda alınan bir kararla ticari bankaların döviz net genel pozisyon sınırı, daha çok bilinen adıyla açık pozisyon sınırı, sermayenin %20' sine indirildi. Bu sınırı aşan bankalar Haziran 2000 sonuna kadar TCMB' ye % 8 munzam karşılık yatırmak zorunda idi. Bu tarihten sonra munzam karşılık oranı % 100' e çıkarıldı. Bu kurala uyulduğu takdirde,

sınırı aşarak açık pozisyon yaratmanın ve dış borçlanmayı arttırmanın hiçbir ekonomik mantığı yoktu. Ancak 2000 Haziran ayı sonrasında bizzat TCMB kaynaklı açıklamalardan biliniyordu ki, açık pozisyon, olması gereken yaklaşık 2.1 milyar USD' in çok üzerine çıkmıştır.

**Tablo 3.7 : Yabancı Para Dağılımı ve Bilanço Döviz Pozisyonu**

|                          | Pasif % |      | Aktif % |      | Bilanço döviz pozisyonu (Milyon USD) |         |
|--------------------------|---------|------|---------|------|--------------------------------------|---------|
|                          | 1999    | 2000 | 1999    | 2000 | 1999                                 | 2000    |
| <b>Ticaret bankaları</b> | 48      | 47   | 37      | 35   | -13.345                              | -17.618 |
| Kamusal sermayeli        | 20      | 20   | 19      | 19   | -70                                  | -652    |
| Özel sermayeli           | 62      | 60   | 51      | 45   | -7.303                               | -11.474 |
| Fon' daki bankalar       | 85      | 64   | 19      | 34   | -4.881                               | -3.960  |
| Yabancı sermayeli        | 64      | 66   | 48      | 48   | -1.092                               | -1.532  |
| Kalk. ve Yat. Bankaları  | 50      | 45   | 52      | 49   | 126                                  | 317     |
| <b>Sektör</b>            | 48      | 46   | 38      | 35   | -13.218                              | -17.301 |

Kaynak: TCMB

Ticaret bankalarının açık pozisyonu 13,3 milyar USD' dan 17,6 milyar USD' a yükselirken, kalkınma ve yatırım bankalarının bilanço döviz pozisyonu fazla vermeye devam etmiştir (Tablo 3.7). Ticaret bankaları grubunda, kamusal sermayeli bankaların bilanço döviz pozisyonları açığı büyümüştür. Özel sermayeli bankaların bilanço döviz pozisyon açığı 7,3 milyar USD' dan 11,5 milyar USD' a yükselmiş ve sektör bilanço döviz pozisyon açığının yüzde 66' sını oluşturmuştur. Fon' daki bankaların bilanço döviz pozisyon açıkları ise 4,9 milyar USD' dan 4 milyar USD' a düşmüştür. Bilanço döviz pozisyon açığının toplam aktiflere oranı sektörde yüzde 1 puan artışla %11' e çıkmıştır (Keskin, 2001, s.35)

Ticaret bankalarının yabancı para kalemlerinin hem yükümlülükler içindeki payı hem de aktifler içindeki payı azalmıştır. Ticaret bankalarında pasiflerin % 47' si, aktiflerin ise % 35' i yabancı para kalemlerden oluşmuştur. Bilançosunda en düşük yabancı para yükümlülük ve aktife sahip olan kamusal sermayeli ticaret bankalarının hem yükümlülükleri hem de aktifleri içinde yabancı para kalemlerin payı aynı kalmıştır. Özel sermayeli ticaret bankalarında, yabancı para kalemlerin yükümlülükler içindeki payı 2 puan, aktif içindeki payı ise 6 puan azalmıştır. Ticaret bankalarının bilançolarının

başlıca yabancı kalemlerini; pasif kısmında döviz mevduatı ve yurtdışı bankalardan sağlanan krediler, aktif kısmında ise yabancı para krediler, yurtdışı bankalar hesabı ve yabancı para menkul kıymetler meydana getirmiştir.

Bankalar Ekim ayının sonlarına doğru yıl sonu hesapları ve bilanço görünümü nedeniyle açık pozisyonlarını azaltmaya yöneldiler. Bu, likiditeye olan gereksinimi ve dolayısıyla faiz oranlarını bir miktar arttırdı. Bu gelişme bilinen bir durumdu. Çünkü bankalar her yıl aynı işlemi yapmaktadırlar. Bankalar, yavaş yavaş açık pozisyon kapatmaya uğraşıyorlar ve yabancılar da yılsonu hesaplarını kapatma çabası içinde döviz talebini arttırıyorlar, bu gelişme doğal olarak faizleri bir miktar yukarı tırmandırıyordu. Eylül ayında göreve başlayan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) yeni olması sebebiyle bilinmeyen bir kurumdu. Bankaların karlarını arttırabilmek için kuralların dışında aldıkları risklere BDDK' nın baskısı bankalar açısından kaygılandırıcı bir konuydu. Verilen demeçlerle, BDDK ödün vermez bir tavır içinde olacağı izlenimini veriyordu. Bu yeni gelişmeler, bankaları, açık pozisyonlarını kapatma yolunda çok daha hızlı ve ani davranışlar içine soktu. Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini daha fazla arttırmaya yöneldiler. Daha fazla likidite talebi ise doğal olarak faizlerin çok daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi sonucunu getirdi.

2000 Eylül ayında Bayındırbank' ın Romanya' daki bankası BTR (Banco Turco Romana) batma sürecine girdi. Olayın başlangıcında BTR' den Romanya dışına çantalarla para çıkarmak isteyen bir kişinin yakalanması vardı. Bu olay sonrasında Romanya' da BTR' den çok hızlı para çekildi. Bayındırbank' ın Romanya' daki bankayı batmaktan kurtaracak kaynağı yoktu ve kaynak bir kamu bankası sayılması gereken Vakıfbank tarafından sağlandı. Bu olay Türkiye içinde bankacılık sisteminin riskleri bakımından çok önemsizmedi, ancak başlama biçimiyle ve geri bağlantılarıyla yurt dışında kritik olarak görüldü.

Yakın geçmişte özelleştirilmiş olan Etibank, batma durumuna geldiğinden 2000 Ekim ayı sonunda TMSF bünyesine alındı. Etibank' ın batma noktasına gelmiş olduğunun öğrenilmesi bir başka bankanın, Demirbank' ın zor durumdaki bankalar listesine girmesine neden oldu. Çünkü Demirbank' ın Etibank' ta örtülü bir ortaklığı olduğu düşünülüyordu. "Eğer imkanı olsa Demirbank Etibank' ı kurtarırdı" düşüncesi yaygındı (Somçağ, 2006, ss.105-113). İşte bu düşünceler daha Ekim ayında

Demirbank' ı çaresiz bir durumda bırakmıştı. Demirbank rastgele bir banka değildi ve şöyle bir özelliği vardı. 2000 yılında yapılan DİBS ihraçlarının yaklaşık %15' ini aldığı ve toplam DİBS stokunun yaklaşık %10' unu taşıdığı tahmin ediliyordu. Bu büyük DİBS stokunu taşımak için ise kısa vadeli dış ve iç borçlanma yapıyordu. Örneğin, pasif toplamı içinde vadeli mevduatın oranı ancak %1 dolayında olduğu tahmin ediliyordu. Bu durumun ortaya çıkmasıyla Demirbank için öncelikle dış borçlanma kanalları tıkanı. Ardından iç borçlanma kanalları da tıkanı ve taşıdığı DİBS stokuna rağmen Demirbank diğer yerli bankalardan borç alamadı. Sonuçta Demirbank zorunlu olarak DİBS stokunun bir bölümünü satmak istedi. Ardından fiyatlar düşmeye, faizler artmaya başladı. Diğer yandan, kısa vadeli borç oranı yüksek olan kamu bankaları da kısa vadeli borçlanmayı sürdürmek zorunda olduklarından faizler üzerinde ek bir baskı oluşuyordu. DİBS' in fiyatındaki düşme-faizindeki yükselme belli bir noktaya varınca, DİBS taşıyan yabancılar da satışa başladı.

DİBS faizlerinin artmasının dışında finansal ortamın giderek gerginleştiğini gösteren dış ve iç gelişmeler vardı. Dışarıda en önemli gelişme EUR piyasalarında Türkiye tahvillerinin fiyatlarının düşmesi ve faizlerinin artması idi. EUR piyasalarında bu süreç 2000 yılı Eylül ayı ortalarında başlamıştı. 2000 yılının 7 Eylül' ünden 22 Eylül' üne kadar 10 ve 30 yıl vadeli Türkiye tahvillerinin faizlerinde 0.66 puan ile 0.85 puan (66 ve 85 baz puan) arasında artışlar olmuştu. Halbuki aynı dönemde ABD ve AB faizleri artmıyor, hatta düşüyordu. Bu durum Türkiye' nin risk primi yükseldiğine işaret ediyordu. Süreci izlemek gerekirse; Eylül ayında, Bayındırbank olayı ve özelleştirmeye ilişkin tartışmalar yanında cari açığın sürdürülebilir olmadığı tartışmaları yapılıyordu. Açık sürdürülemez diyenlerin safında artık bizzat IMF de vardı ve bu konuda acil önlemler alınmasını istiyordu. IMF, stand-by anlaşması koşullarına uyulduğu durumda vermeyi taahhüt ettiği ikinci dilim krediyi de vermedi, üçüncü dilimle birleştirerek vereceğini bildirdi. Kısacası, 2000 Eylül ayından itibaren finansal piyasalarda gerginlik vardı ve Türkiye kriz ortamına doğru yol alıyordu.

Gelişmekte olan ülkelerde son dönemdeki finansal krizler öncesinde göze çarpan önemli bir gelişme, özel yabancı fon girişindeki hızlı artıştır ve bunun çoğunluğu borçlanma şeklinde olmaktadır. Türkiye' ye 2000 yılındaki hızlı dış kaynak girişinin hemen tümü borçlanma şeklinde olmuştur. Bu ülkelerin hızla borçlanması genellikle (a) finansal serbestleşme programı sonrasında veya (b) nominal döviz kurunun belli bir

kurala, bir çizelgeye göre belirlenmesi sonrasında olmaktadır. Yabancı para girişi, Türkiye’ de olduğu gibi sterilize edilmemişse, parasal genişlemeye, talep artışına, enflasyonun inmemesine, yerli paranın reel değer kazanmasına ve ithalat talebinde tırmanışa neden olmaktadır. Yabancı kaynak girişinin ve dış borçlanmanın sürdürülmesi, uygulanan kur veya serbestleşme programının sürdürülebilirliğine bağlıdır. Bu konuda şüpheler ortaya çıktığında, artık kriz ortamına girilmiş demektir. Bu ortamda herhangi bir kıvılcım, krizi başlatabilir. Örneğin 2000 yılının Ağustos - Eylül arası dönemine geldiğinde Türkiye’ nin dış borçlanma görüntüsü “borçlanıyor, ithalat yapıyor, dış borç geri ödeme gücü giderek azalıyor” yorumlarına neden oluyordu.(Akyüz, 2000, ss.98-131, Bustelo, 2000, ss.229-251).

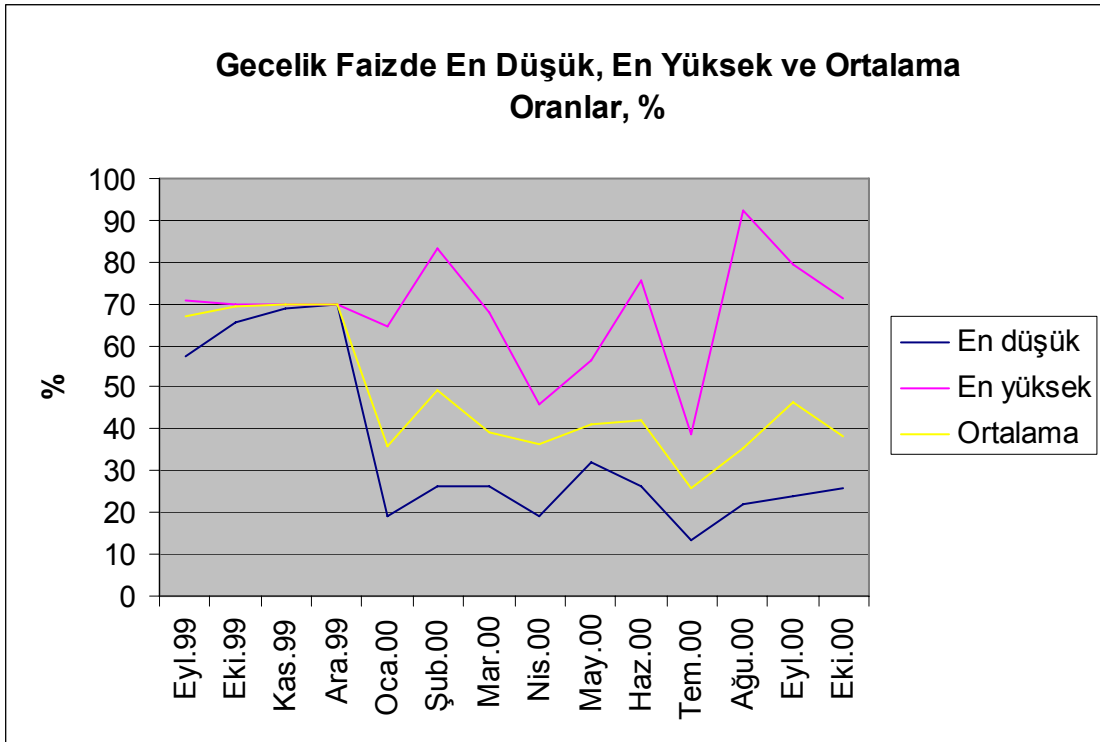
Bu bağlamda, cari açığın GSMH’ ya oranı %3,5 düzeyine, yani 7 milyar USD’ a varıncaya kadar Türkiye’ nin görece rahat borçlanabileceği, ancak bu eşik aşıldığında dış borçlanmayı sürdürmenin zor olacağı açıkça ifade ediliyordu. Krizin daha somut göstergelerine kısaca bakmak gerekirse; 1990’ larda gelişmekte olan ülke krizleri konusunda yapılan birçok çalışmada aşağıdaki değişkenler önemli kriz göstergeleri olarak ortaya çıkmaktadır (Bustelo, 2000, ss.229-251, Edwards ve Susmel, 2000, ss.1-16, Kaminsky, 1999, ss.1-36). Bu listeye başka değişkenler de eklenebilir (Uygur, 2001, s.18).

- a) Kısa Vadeli İç Faizde Dalgalanma
- b) Dış Borç Faizinde ve Risk Priminde Yükselme, Dalgalanma
- c) Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi
- d) Toplam veya Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat
- e) Cari Açık / Döviz Rezervi
- f) Cari Açık / GSYİH
- g) Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu / Döviz Rezervi
- h) Banka Kredisi / Döviz Rezervi
- i) M2 / Döviz Rezervi
- j) Yerli Paranın Değer Kazanması
- k) Sermaye Hareketinde Dalgalanma (Volatilité)

a) İlk olarak kısa vadeli iç faizin volatilitésini ele almak gerekirse; bu değişken, uygulanan para politikasının yarattığı belirsizliği somut olarak ve anında yansıtmaktadır.

Türkiye’ de kısa vadeli faizler program uygulaması başladıktan sonra şu tür haberler eşliğinde önemli dalgalanmalar göstermiştir: “Yurtdışından para girişi olmadığı için interbank piyasasında faizler sıçradı.” “Yurtdışından gelen para ile repo faizleri hızla düştü.” (Keskin, 2001, ss.6-15). Bu durum programın Net İç Varlıklar kuralı ile ilgili idi ama yabancı kaynak giriş-çıkışında bir aksama, bir dış şok olduğunda faizin ne kadar oynayabileceğini gösteriyordu. Bu dönemde gecelik faizin standart sapması, giderek düşmediği gibi, önce Haziranda, sonra Ağustos ve Eylülde önemli sıçramalar gösterdi. Programın başlamasından sonra gecelik faizdeki dalgalanma Şekil 3.1’ deki en düşük ve en yüksek faizden de anlaşılmaktadır. Faizdeki volatilité önemli bir gösterge idi ve döviz giriş-çıkışına bağlı olarak çok yükseklere gidebileceği ve ekonomiyi savurabileceği belli idi (Bustelo, 2000, ss.229-251, Edwards ve Susmel, 2000, ss.1-16).

**Şekil 3.1 : Gecelik Faizde En Yüksek, En Düşük ve Ortalama Oranlar (%)**



b) Türkiye’ nin yurt dışında işlem gören borçlanma tahvillerinin faizindeki gelişmeler, 2000 Eylül ayından itibaren dış borçlanmada ve dolayısıyla finansal piyasalarda bir gerginlik olduğunu açıkça göstermektedir.

Türkiye’ nin (Hazine) 1997 yılında ihraç ettiği 10 yıl vadeli ve vadesi 2007 yılında dolacak olan tahvilin fiyatı dikkate alınarak bulunan getiri oranı (yield to maturity) ile

yine 10 yıl vadeli ve vadesi 2007' de bitecek olan ABD tahvilinin getiri oranı (yield to maturity) arasında getiri farkını Türkiye' nin risk primi olarak alınabilir. Türkiye tahvili üzerindeki faiz önce bir program uygulanacağı haberi ile, sonra da programın 2000 yılı başında uygulamaya girmesi ile toplam yaklaşık 1.5 puan (150 baz puan) düşmüştür. Üstelik bu düşüş ABD faizlerin yükseldiği bir dönemde olmuştur ve Türkiye tahvili üzerindeki risk primi azalmıştır (Uygur 2001, s.19).

Türkiye tahvili üzerindeki faiz ve risk primi 2000 Eylül başına kadar azalmış, ancak Eylül ortasından itibaren artmaya başlamıştı. 7 Eylülde sırasıyla %9,88 ve %3,91 olan getiri oranı ve risk primi, 22 Eylül' de 10,66 ve 4,67' ye, 25 Ekim' de 11,77 ve 6,00 düzeyine gelmiştir. Kasım krizinde bu oranlar daha da yükselmiş ve 30 Kasımda sırasıyla 13,24 ve 7,69' a varmıştı (Uygur, 2001, s.19).

c) 2000 yılında Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi oranında da özellikle üçüncü çeyrekte itibaren önemli bir artış görüldü. 1999 sonunda 1,01 olan bu oran, 2000 sonunda 1,47 düzeyine çıktı (Tablo 3.8). Asya krizi öncesinde de bu oranın yükseldiği ve Tayland' da 1,45' e vardığı bilinmektedir. Bu oran, Malezya' da 0,61' e, Filipinlerde 0,85' e ulaşmıştır. Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi oranının Türkiye' de Malezya ve Filipinlere göre oldukça yüksek seyrettiğini ve 2000 sonunda Tayland düzeyini bile aştığını vurgulamamız gerekir.

**Tablo 3.8 : Kısa Vadeli Dış Borcun Döviz Rezervine ve İhracata Oranı;  
Banka Açık Pozisyonunun Döviz Rezervine Oranı**

| Tarih           | Kısa Vadeli Borç/ Rezerv | Kısa Vadeli Borç/ İhracat | Açık Pozisyon/ Rezerv |
|-----------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------|
| <b>1999 IV</b>  | 1,01                     | 0,88                      | 0,57                  |
| <b>2000 I</b>   | 1,08                     | 0,92                      | 0,75                  |
| <b>2000 II</b>  | 1,02                     | 0,90                      | 0,78                  |
| <b>2000 III</b> | 1,1                      | 0,95                      | 0,86                  |
| <b>2000 IV</b>  | 1,47                     | 1,06                      | ?                     |

Kaynak: TCMB ve Bankalar birliği

d) Tablo 3.8' de verilen Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat oranında da önemli bir bozulma görülmektedir.

e) 2000 yılında dikkat çeken bir diğer önemli gelişme Cari Açık / Döviz Rezervi ve Cari Açık / GSYİH oranlarındaki hızlı ve sürekli yükselmektedir.

**Tablo 3.9 : Aylık Cari Açık / Döviz Rezervi, 12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu ve 12 Ay Sonrası için Kur Sepeti (\*) Artışı (%)**

| <b>Ay</b>     | <b>12 Aylık Cari Açık/ Rezerv</b> | <b>12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu(%)</b> | <b>12 Ay Sora Kur Sepeti Değişmesi(%)</b> |
|---------------|-----------------------------------|--|---|
| <b>Ara.99</b> | 0,059                             | 44,1   | 19,9                                      |
| <b>Oca.00</b> | 0,102                             | 37,5   | 18,5                                      |
| <b>Şub.00</b> | 0,152                             | 38,6   | 17,1                                      |
| <b>Mar.00</b> | 0,215                             | 38   | 15,7                                      |
| <b>Nis.00</b> | 0,229                             | 36,3   | 14,8                                      |
| <b>May.00</b> | 0,267                             | 35,3   | 13,8                                      |
| <b>Haz.00</b> | 0,277                             | 34,9   | 12,8                                      |
| <b>Tem.00</b> | 0,286                             | 33   | 12,3                                      |
| <b>Ağu.00</b> | 0,335                             | 34   | 11,8                                      |
| <b>Eyl.00</b> | 0,336                             | 32,2   | 11,4                                      |
| <b>Eki.00</b> | 0,392                             | 30,5   | 11,2                                      |
| <b>Kas.00</b> | 0,467                             | 29,9   | 11  |
| <b>Ara.00</b> | 0,497                             | 29,9   | 10,9                                      |
| <b>Oca.01</b> |                                   | 27,1   | 10,7                                      |

Kaynak: TCMB  
 (\*) 2001 Temmuz Ayından itibaren bant içindeki merkezi kur sepeti alınmıştır.

Türkiye’ de Cari Açık / Döviz Rezervi oranı 1999 sonunda %5,9 düzeyindedir. Bu oran, 2000 Haziran ayında %27,7’ ye, 2000 Aralık ayında ise %50’ ye çıkmıştır (Tablo 3.9)

f) Cari Açık / GSYİH oranı 1999 sonunda %0,7 iken, 2000 Haziran ayında bu oranın %3,5’ i hatta %4’ ü aşacağı anlaşılmıştır. 2000 sonunda bu oran yaklaşık %4,9’ a ulaşmıştır. %3,5 oranının Türkiye için kritik bir eşik oluşturduğu düşünülmekteydi. “Bir ülke parasının reel olarak değerlendirilmesinde ve cari işlem açığında hangi oranlar sürdürülebilir oranlardır, hangi oranlar krize davetiye çıkarır? Şunu diyebiliriz; paranın hızlı ve %25’ i bulan reel değerlendirilmesi ve Cari Açık / GSYİH oranının %4’ ü bulması bir ülkeyi kriz bakımından kırmızı bölgeye taşır.” (Uygur, 2001, s.22). Türkiye 2000 sonbaharından itibaren cari açık bakımından kırmızı bölgeye girmiştir (Dornbusch, 2001, s.3). Bazı uluslararası finans kurumlarına göre Türkiye’ nin GSYİH’ ya göre cari açık oranı %3,5 – 4 düzeyine varmadan bile sürdürülebilir olmaktan çıkmaktadır. Gerçi kullanılan fiyat endeksine göre sonuç farklı olur ama Türk Lirası 2000 yılında sürekli değer kazanmıştır. Yılın sonundaki reel değerlendirme oranı döviz sepeti karşısında TÜFE’



ye göre yaklaşık %14, TEFE' ye göre yaklaşık %10' dur. Bunlar kriz yaşayan ülkelerinki ile karşılaştırıldığında küçümsenecek oranlar değildir. 1994' teki krizden önceki 24 ayda Meksika parası %13,1 reel değer kazanmıştır. Asya ülkelerinde yine krizden önceki 24 ay içinde paranın reel değer kazanma oranları şöyledir; Endonezya' da %12,1, Malezya' da %12,8, Tayland' da %15,5, Filipinler' de %17,7 (Bustelo, 2000, ss.229-251). Türk Lirası, 1999-2000 yıllarındaki 24 ayda döviz sepeti karşısında ve yine TÜFE' ye göre %18 değer kazanmıştır. Beklenen enflasyon oranlarını kullanarak Türk Lirasının ne ölçüde reel değer kazanacağı beklentisine baktığımızda durum daha da vahim görünmektedir. 1999 Aralık - 2000 Aralık döneminde kur sepetinin %20 (hatta %19,9) artacağı ilan edilmiştir. Ancak bu açıklamanın yapıldığı tarihte 2000 yılı sonu için beklenen TEFE enflasyonu %44,1' dir. 2000 yılının bütününde bu durum fazla değişmemiştir (Tablo 3.9). 2000 Haziran' ında 12 ay sonra beklenen enflasyon %34,9 iken, döviz kuru sepeti %12,8 artacaktır. Beklenen enflasyon kur hedefinin neredeyse üç katıdır ve 20 puan üzerindedir. 2000 yılında bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonu döviz rezervine göre hızla artmıştır (Tablo 3.8). Bu gelişme, Asya ülkelerinde olduğu gibi, dış borç verenlerin sonbahardan itibaren tedirgin olmalarına neden olmuştur.

Şubat 2001 kriziyle birlikte Aralık 1999' da uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının sonuna gelmiş olunuyordu. Türkiye' de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Bu programın Aralık 1999 niyet mektubuyla somutlaşan 2000 enflasyonu düşürme programından temel farkı, döviz çıpasının yerine dalgalı kura dayanan bir para programı olmasıdır. Yoksa 2000 programının diğer hedefleri (kamu kesimi reformu, sosyal güvenlik, özelleştirme, tarım reformları) aynen bu programın hedefleri arasında da bulunmaktadır (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002, ss.87-107). Bu program öncelikle bankacılık sektöründe reformların yapılmasını öngörmektedir. Bu programla birlikte Türk Ekonomisinin yapısal sorunları olduğu kabul edilerek bu sorunların üstesinden gelinmeden kalıcı büyümenin sağlanamayacağı ve enflasyonist süreçten çıkılamayacağı kabul edilmiştir.

### **3.2. Türkiye' nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının (GEGP) Temel Hedefleri**

GEGP' nin kendinden önceki istikrar programı metinlerinden farklı olarak Türkiye ekonomisinde 1990 sonrasında oluşan temel sorunlara gerçekçi ve oldukça derin ve kapsamlı bir yaklaşım gösterdiği görülmektedir. Nitekim program metninin ilk 25 maddesi söz konusu dönemin sorunlarının tespitine ayrılmış durumdadır.

GEGP süregelen krizi başlıca iki nedene bağlamaktadır:

1. sürdürülemez iç borç dinamiği ve
2. başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapı.

Yeni program 75 maddeden oluşmuş olup, ana hedefleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

Bu programın bundan önceki programlardan en önemli farkı, çok köklü mali, ekonomik ve yasal değişim ve dönüşümleri hedeflemesidir. Bir başka deyişle, bu program bir değişim ve yeniden yapılanmayı öngörmektedir. Bu programla Türkiye' nin ekonomik ve siyasal sisteminde köklü değişim ve dönüşmeler ile siyasetin kontrol ettiği ekonomik kaynakların oldukça sınırlandırılması amaçlanmıştır.

Programda 1990 yılından itibaren kamu kesimi toplam borç stokunun GSMH' ya oranına, Türkiye' nin bir borç-faiz kısır döngüsüne ve yüksek reel faizlerin kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırdığına dikkat çekilmiştir (Şamiloğlu, 2001, s.3).

- Son on yıllık dönemde kamu açıklarındaki artışa bütçe dışı fonlar, mahalli idarelerin kontrol dışı harcamalarındaki artış, kamu sektöründe aşırı istihdam politikası ve verimlilikle uyumlu olmayan maaş ve ücret artışları, kamu yatırım projelerindeki aşırı artış, yüksek maliyet ve verimsizlik, sosyal güvenlik kurumlarının açıklarının büyümesi, gerçek ihtiyacı karşılamayan tarımsal desteklemeler, ekonomide etkinliğe ters düşen müdahalelerle yönlendirilen, yüksek maliyetle ve verimsiz olarak çalışan büyük bir KİT sisteminin varlığının neden olduğu belirtilmiştir.
- Kamu gelirlerinde temel sorun ise, vergi oranlarının yüksek olmasına rağmen vergi tabanının dar olması nedeniyle, toplam vergi tahsilatının yetersiz kalması ve vergi yükünün adaletsiz bir biçimde dağılması vurgulanmıştır.

- Kamu bankalarına uzun yıllardır devam eden ve ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, kamu bankalarının iyi yönetilememesi ve asli fonksiyonları dışında bu bankalara görev verilmesi bir yandan bu bankaların mali bünyelerinin bozulmasına ve görev zararlarının artmasına yol açarken, diğer yandan da mali sektörde istikrarsızlık unsuru olmalarına neden olmuştur. Ayrıca son yıllarda yüksek reel faizlere bağlı olarak kamu kesimi borçlanma ihtiyacındaki artış özel bankaların reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaşarak kamu açıklarını finanse etmeye yönelmelerine yol açtığı belirtilmiştir.
- Programda 2000 Yılı Enflasyonla Mücadele Programı ve Gelişmelerine geniş bir şekilde yer verilmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin bankacılık sektörünün içinde bulunduğu sorunları daha da ağırlaştırdığı ve bankacılık sektörünün Kasım 2000 krizi sonrasında faiz riski Şubat 2001 krizi sonrasında ise hem faiz hem de kur riski sonucu önemli kayıplarla karşı karşıya kaldığı belirtilmiştir.
- Yaşanan krizler, faizlerde ve enflasyonda artış, döviz kurlarındaki dalgalanmayla birlikte tüm ekonomide bir belirsizlik ortamına yol açmıştır. Bu durum, reel sektörü de olumsuz etkilemiştir. Mali sektörde yaşanan sıkıntılar reel kesime yönelik yeni kredi imkânını ortadan kaldırırken, reel kesimin kredi geri ödemelerinde de önemli sorunlara yol açmaktadır.
- Yeni programın temel amacı, kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik alt yapıyı oluşturmak olarak belirtilmiştir.
- Programda şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması, rasyonel olmayan müdahalelerin ortadan kaldırılması, yolsuzlukla mücadele, mali sektörün yeniden yapılandırılması, kamu finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması öngörülmektedir. Ayrıca ekonomide sürdürülebilir bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasa koşullarında rekabet gücümüzü geliştirmek ve böylece ekonomik

büyüme, yatırım ve istihdamı artırarak halkımızın geleceğe umutla bakmasını ve refah düzeyini kalıcı bir biçimde yükseltmek nihai hedef olarak öngörülmüştür.

- Bu programla borçlanma, kamulaştırma, tütün, kamu ihalesi, şeker, doğalgaz, Telekomun özelleştirilmesi, sivil havacılık, iş güvencesi, ekonomik ve sosyal konsey yasalarının çıkartılması öngörülerek ekonomide etkinlik ve verimliliği artırma hedeflenmektedir.
- Programla Türkiye' nin enflasyon sorununun kalıcı bir biçimde çözülmesi, kamu finansman dengesinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve istikrarlı bir büyüme ortamına girerek ekonomide yapısal değişimi gerçekleştirmek hedefler arasındadır.
- Programla yapısal reformların uygulamaya geçirilmesi ile ekonomide etkinlik artırılarak, devletin işleyişinin köklü bir şekilde değiştirilmesi amaçlanmaktadır.
- Güçlü ekonomiyi, güven içinde çalışan bir özel sektörün, etkin bir devlet ve geniş bir toplumsal dayanışmanın yaratacağı belirtilmiştir.

Özetle, Türkiye' de Aralık 2000 tarihinde uygulamaya konulan IMF destekli ve döviz kuru çıpasına dayalı programın, tıpkı 1980' lerde Latin Amerika ülkelerinde ve 1990' larda Meksika ve Güney Doğu Asya ülkelerinde olduğu gibi krizle noktalanması bu krizlerden çıkarılacak önemli dersler olduğunu göstermiştir. İzlenen bölüm bu konu üzerinde durmaktadır.

### **3.3 Türkiye' deki Mali Yapı ve Finansal Krizler Konusundaki Beklentiler**

#### **3.3.1. Türkiye' deki Mali Yapı ve Kısa Süreli Sermaye Hareketleri Açısından Çekiciliği**

Türk mali yapısının temel sütunları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası başta olmak üzere Hazine, bankalar ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından meydana gelmektedir. Sosyal güvenlik kuruluşları, kooperatifler gibi diğer mali kurumların mali yapı içerisinde önemli bir ağırlığı bulunmamaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının canlı tuttuğu repo piyasası, hazinenin borçlanma ihtiyaçlarının sürekliliği, bankaların kamuyu finanse etmeye devamlarındaki cazibe ve bütün buralardan elde edilen vergi dışı yüksek faiz getirileri Türkiye' yi önemli

bir yatırım merkezi yapmaktadır. İşlem hacmi itibariyle diğer dünya borsalarına göre nispeten küçük olmakla birlikte, İMKB' deki karlılık avantajları ülke ekonomisinin dinamizmini göstermektedir. Yabancı sermaye açısından bu konuda olumsuzluk doğurabilecek faktörler ise yıllardır süregelen yüksek enflasyon ve siyasi istikrarsızlıklardır (Akdiş, 2000 s.122).

Devletin kamu finansman dengesinde oluşan büyük açığın borçlanma ihtiyaçlarını sürekli kılması tahvil ve bono piyasasının canlılığını devam ettirmektedir. Döviz kurlarındaki artışın ABD Doları bazında 2000 yılında %25 dolaylarında bir yükselme ile enflasyon oranlarının altında olması, dış sermaye açısından diğer uluslararası piyasalara göre Türk piyasasını etkileyici kılmaktadır. Çünkü reel anlamda %25-70 arası bir kazanç dünyanın hiç bir ülkesinde söz konusu değildir. Bütün bunlar ise Türkiye' yi kısa süreli sermaye açısından önemli ve karlı bir ülke haline getirirken, sıcak paranın anlık çıkışı sebebiyle oluşan krizlerle muhatap edebilecek bir yapı göstermektedir.

### **3.3.2. Kamu Borçlanma Gereği – Yüksek Faizler ve Aşırı Liberalleşme Olgusu**

Ülkemiz açısından bir finansal kriz ortamına düşmek veya bu ortamla karşılaşmak konusunda en çok üzerinde durulan konular kamu borçlanma gereği, yüksek faizler ve aşırı liberalleşme olgusudur.

Kamu borçlanma ihtiyacının büyük boyutlara ulaşması, faiz oranlarının yüksek olması yanında yurtdışı sermayeyi çekebilmek için finansal piyasalarda liberalleşme olgusunu da gerektirmekte; aşırı liberalleşme ve yüksek faizler ise kriz ortamının doğmasında ve kriz dalgalarının büyümesinde önemli etkilere sahip bulunmaktadır. Ülkemiz kamu borçlarının genel ekonomi içindeki durumu Tablo 3.4' de gösterilmektedir.

Yıllar itibariyle ödenen borçların GSMH içindeki payı 1991 yılından itibaren dönemler itibariyle düşme eğilimleri gösterse de sürekli bir yükselme trendi göstermiş, 1999 yılı itibariyle %32' ye ulaşmıştır (Tablo 3.10). Aynı şekilde konsolide bütçe gelirlerinin 1,5 katı tutarında bir toplam borç ödemesi söz konusu olmuştur. Böyle bir ekonomide kamu finansman dengesini sağlıklı yürütmek mümkün değildir. Bütçe gelirlerinin borç ödemelerine yetmediği bir yapıda, para basmak veya yüksek faizlerle borçlanmak dışında bir alternatif bulunmamaktadır. Her iki işlem de sonuçta faiz oranlarının yükselmesi neticesini verecektir. Nitekim aynı tablodan kamu borçlanma

senetlerinin faiz oranlarına bakıldığında, bu oranın %100' lerin pek altına düşmediği görülmektedir.

**Tablo 3.10 : Kamu Borçlarının Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri (1990-2000)**  
( Bin YTL)

| Yıllar | GSMH       | Konsolide Bütçe Gelirleri(KBG) | Toplam Borç Ödemeleri (TBÖ) | Kamu Borçlanma Faiz Oranları (1) | TBÖ/ GSMH | TBÖ/KBG |
|--------|------------|--------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|-----------|---------|
| 1991   | 634.393    | 96.747                         | 91.722                      | 72.99                            | 0.14      | 0.94    |
| 1992   | 1.105.605  | 174.224                        | 221.424                     | 77.83                            | 0.19      | 1.27    |
| 1993   | 1.997.323  | 351.392                        | 523.877                     | 89.23                            | 0.26      | 1.49    |
| 1994   | 3.887.903  | 745.116                        | 1.092.621                   | 106.42                           | 0.28      | 1.46    |
| 1995   | 7.854.887  | 1.394.023                      | 1.744.208                   | -----                            | 0.22      | 1.25    |
| 1996   | 14.978.067 | 2.702.034                      | 4.911.403                   | 109.38                           | 0.33      | 0.86    |
| 1997   | 29.393.262 | 5.700.951                      | 5.264.587                   | 109.00                           | 0.18      | 0.92    |
| 1998   | 53.518.332 | 11.811.065                     | 14.471.509                  | 113.47                           | 0.27      | 1.22    |
| 1999   | 78.282.967 | 16.845.184                     | 25.477.769                  | 104.68                           | 0.32      | 1.51    |

Kaynak:DTM, 1998-1999; DPT, 1999; İTO, 2001. (1)TCMB Aylık İstatistik Bülteni, 6/1998-8/1999' dan 6 Aylık ve Bir Yıllık Hazine Bonosu Faizleri Olarak Belirtilen veya En Son Rakamlar Alınmıştır.

Türkiye' nin borçlanma ihtiyacı ve bu ihtiyacın zorladığı yüksek faiz oranları uluslararası sıcak para için çok elverişli bir ortam sunmaktadır. Ancak krizin büyümesi ve globalleşmesi halinde uluslararası finans piyasalarında meydana gelebilecek olumsuz gelişmelerin İMKB' ye de yansıtacağı unutulmamalıdır. Tam konvertibilite içinde olmamız da sermaye kaçışını hızlandırabilecek diğer bir unsurdur (Tokyo, 1998 s.68).

Tüm bu göstergelerin ortaya koyduğu gerçek ise, Türkiye' nin kamu borçlanma ihtiyacını azaltmadan, kendini ulusal veya uluslararası krizlerden korumasının mümkün olmadığıdır.

### **3.3.3. Şeffaflık ve Türk Mali Sektörü**

Dünyada yaşanan finansal krizlerin öğrettiği bir başka gerçek de kamu kesiminin ve mali piyasaların yeterince şeffaf olmasının sağlanması ihtiyacıdır. Şeffaflığın sağlanamadığı ekonomilerde kriz sinyalleri alınamamakta, ülkeler birdenbire patlak veren krizlere hazırlıksız yakalanmaktan da kurtulamamaktadırlar.

Türkiye’de kamu kesimi şeffaflık konusunda büyük gelişme kaydetmiştir. Hazine ve Merkez Bankasının bilgileri açıklamalarının yanı sıra bu açıklamaları zamanında yapmalarında da önemli gelişmeler sağlanmıştır. Buna karşılık 1999 – 2000 döneminde bankalarla ilgili çeşitli rakam ve göstergelerin doğruluğu tartışmalıdır. Örneğin; Türkiye’de batık kredilerin ya da şüpheli alacakların aslında bu oranların çok üstünde olduğu ve bu anlamda sermaye yeterliliklerinin de açıklanan oranlarda olmadığı tahmin edilmektedir. Finans kuruluşlarının tabloları şeffaf olsa bile tam gerçeği yansıtmamaktadır. Bu durumda bilgi eksikliğinden kaynaklanan değerlendirme hataları ortaya çıkmakta (Eğilmez, 1999 s.42), mali krizler konusunda önceden tedbir alınamamaktadır. 2000 ve 2001 döneminde ortaya çıkan, bazı bankaların hazine denetimine alınması zorunluluğu da bu eksikliğin bir göstergesidir. Bu nedenle ülkemizde, tüm finans kuruluşlarının bilançolarının şeffaflığını sağlayıcı daha kesin düzenlemeler yapılmalı ve yapılan düzenlemeler sağlıklı uygulanmalıdır.

### **3.3.4. Türk Mali Sektörünün Yönetim ve Denetim Sorunu**

Finansal krizlerin dikkat çeken bir başka yönü de özellikle finansal piyasalardaki liberalleşmenin hızlandığı 1980 sonrasında, bütün finansal krizlerin bankacılık krizi ile birlikte ortaya çıkmasıdır. Çoğunlukla banka sektöründe başlayan problemler ödemeler dengesi krizinden önce gelmekte, banka krizinin altında yatan sebepleri çözmek de gelecek parasal krizleri önleyebilecek özellikler göstermektedir. Ancak her iki kriz de (finansal-bankacılık), reel ekonomideki durgunluğu, en azından normal ekonomik büyümenin altında bir büyümeyi, ticarete kötüleşen bir süreci, döviz kurlarındaki aşırı değerlenmeyi takip etmektedir. Banka sisteminin desteklenmeyen borçları anlamındaki ekonominin finansal kırılganlığı da krizin yüksek seviyelere tırmanmasına sebep olmaktadır (Kaminsky ve Reinhart, 1999 s.474).

Türk ekonomisinin en zayıf kaldığı konulardan birisi mali sektörün yönetim ve denetimidir. Çünkü bu konu tümüyle siyasal bazda yürütülmektedir. Mevduat %100

devlet güvencesi altındayken yeni bankaların kurulmasına izin verilmesi, hazine gözetimine alınmış bankaların bu konumunu yıllarca sürdürmesine seyirci kalınması, sistemden çıkış serbestisi bulunması gibi konular Türkiye'yi de Asya ülkelerine benzer bir konumda tutmaktadır (Eğilmez, 1999 s.43). Özellikle Türkiye' de yaygın bir yapılanma içinde olan holding bankalarının kaynaklarını verimli olmayan iştiraklerine ve haksız rekabet uyandıracak tarzda kullandırmaları büyük bir sorun oluşturmaktadır (IMF, 1999 s.116).

### **3.3.5. Kayıt Dışı Ekonomi ve Karapara ile Mücadele**

Ekonomik hayatın içinde kendine yer arayan karapara, Türk mali sektörü için önemli bir tehlike oluşturmaktadır. Türkiye' nin Asya ve Avrupa kıtalarının birleştiği yerde olması, doğusunda üretim, batısında ise tüketim bölgeleri bulunması ve Balkanlar yolu üzerinde yer alması uyuşturucu trafiğinde transit ülke konumunda olmasına yol açmıştır. Eroin bakımından da, sentetik uyuşturucular bakımından da Türkiye köprü ülke konumundadır. Bu nedenle Türkiye karapara için bir geçiş noktasıdır. Karaparadan Türkiye' nin elde ettiği gelirin ise yıllık 50 milyar dolar civarında olduğu telaffuz edilmektedir. Bundan ayrı olarak Türkiye' den 30-50 milyar dolar arası bir karaparanın transit geçtiği de savunulmaktadır. Bu transferden de Türkiye' ye yılda 5-6 milyar dolar kaldığı belirtilmektedir (Günay ve Şahbazov, 1999 s.152).

Karapara trafiği dışındaki faaliyetlerden elde edilen ancak resmi beyanlara geçmeyen kayıt dışı ekonomi de Türkiye için başka bir problemdir. Ülkemiz için bahsedilen kayıt dışı gelirler resmi hesaplamalara göre ise GSMH' nin %45' i dir (TİSK, 2000 s.41).

Türk finans piyasaları için önemli olan gerek karapara ve gerekse kayıt dışı olarak elde edilen ve denetim dışında tutulan paraların, yine kayıt dışı kalmasını sağlayacak yasal imkanların mevcut olmasıdır. 1980' li yıllardan itibaren devletin iç borçlanma ihtiyacına paralel olarak ülkemizde çok büyük bir hazine bonusu, devlet tahvili ve repo piyasası oluşmuştur. Bonolar ve tahviller hamiline yazılı olmaları sebebiyle karaparanın aklanmasında kullanılacak uygun araçlardır. Zaten ekonomimiz tümüyle hamiline yazılı bir ekonomidir. Devlet kendi borçlanma senetlerine ödediği faizlerin bile kimler tarafından alındığını bilmemektedir (Altuğ, 1998 s.8). Üstelik Gelir Vergisi Kanununda



yapılan değişikliklerle mevduat faizleri, kar-zarara katılma hesabı karşılığında alınan kar payları ve repo gelirlerinin beyan dışı bırakılması da benimsenmektedir.

Dolayısı ile kaynağı itibariyle kayıt dışı olan, kullanılışı itibariyle de kayıt dışı kalan bu kaynakların gerek ulusal ve gerekse uluslararası ajanlar vasıtasıyla hem yasallık kazanmak, hem de nemalanmak amacıyla Türkiye ekonomisinin finansal piyasalarında serbest hareket etmesi, ülkemizin kriz ortamına sürüklenmesine zemin hazırlayacaktır.

### **3.3.6. Vergi Cennetleri – Kıyı Ötesi Bankacılığı ve Türkiye**

Ülkemizdeki yabancı yatırımlarından bazılarının sermaye yapısına bakıldığında bir kısım sermayenin Jersey, Isle of Man, Guernsey gibi vergi cennetlerinden geldiği görülmektedir. Bunun nedeni bellidir; Türkiye’deki yatırım nedeniyle elde edilen kar payı, gayri maddi hak bedeli ve faiz gibi gelirler, bu ülkelerin çoğunda ya vergiye tabi tutulmamakta veya çok düşük oranda vergilendirilmektedir (Coşkun, 1997 s.41). Vergi cenneti bir ülkede kurduğu şirket vasıtası ile Türkiye’deki şirkete dolaylı ortak olan bir Türk vatandaşı, Türkiye’deki şirketin yabancı ortağa (yani vergi cenneti olan ülkedeki şirkete) kar dağıtması sonucu, ortağı olduğu bu şirketten yurtdışında rahatça gelir elde edebilmekte ve bunu da yurt dışında kullanabilmektedir (Kızılot, 1999 s.172).

Resmi kaynaklar, 1998 Eylül ayı itibariyle uygulanması düşünülen ancak daha sonraki hükümet tarafından Ağustos/99 itibariyle 3 yıl süre ile askıya alınan mali milat duyurusu sebebi ile yaklaşık 5 milyar dolarlık bir fonun Off-shore’lara kaçtığını belirtmektedirler. Ayrıca bankaları ve özel finans kurumları ile Türk finans piyasası da bu yolu keşfetmiş bulunmaktadır. Türk bankalarında tutulan mevduat toplamının sürekli artmakla birlikte yaklaşık dörtte birinin Off-shore’larda tutulduğu, şu an itibariyle Off-shore’lardaki Türkiye mahreçli mevduatın yaklaşık 5-8 milyar dolar civarında olduğu tahmin edilmektedir (Odabaşı, 1999 s.32). Bütün bu gelişmeler ise Türk mali piyasalarının ulusal ve uluslararası güçlerin etkisi altında olduğunu ve sorunların bu çerçevede değerlendirilmesi gerçeğini ortaya koymaktadır.

Asya ve Rusya krizlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri sınırlı kalmış, büyük dalgalanmalar oluşturmamıştır. Bunun sebebi ise, Türkiye ithalat ve ihracatının en az yarısının AB üyesi ülkelerle olmasıdır. Avrupa merkezli bir kriz Türkiye ekonomisinde daha büyük etkiler meydana getirebilecektir. Türkiye’ nin bundan sonra olabilecek

finansal krizlerden etkilenmemesi veya az etkilenmesi için finansal yapısını gözden geçirmesi gerekmektedir.

## SONUÇ

Bu çalışmada finansal liberalleşme olarak adlandırılan ekonominin dışa açılmasını, finansal işlemlere konulan sınırlamaların kaldırılmasını öngören, genelde IMF destekli politikaların Türkiye’ de yaşanan krizlerde oynadığı rol incelenmiştir. Türkiye’ de uygulamaya konulan finansal liberalleşmenin temel amacı, reel kesimlerin karşı karşıya kaldıkları mali kısıtların ortadan kaldırılması ve ekonomideki atıl finansal kaynakların daha etkin ve rasyonel işleyen bir mali piyasa yardımı ile ihtiyaç alanlarına yönlendirilebilmesi ve bu yolla üretimin artırılmasıdır. Amaç bu olunca, finansal liberalleşme konusunda Türkiye ekonomisinin başarımını değerlendirirken, liberalleşme sonrası harekete geçirilen ve yaratılan mali kaynakların üretime yaptıkları etkinin araştırılması önem kazanmaktadır.

Finansal liberalleşme sonucunda sermaye, ülkeler arasında rahatlıkla dolaşmakta ve özellikle faiz oranı yüksek ülkelere yoğun bir biçimde giriş ve çıkış yapmaktadır. Uluslararası sermayenin kısa vadeli karlara odaklanmış yapısı bütün mali piyasaları hedef haline getirmekte, büyük miktarda fonların milli piyasalara anlık giriş ve çıkışları ise finansal krizlere yol açmaktadır. Spekülasyonun ve spekülatif sermaye hareketlerinin yol açtığı dalgalanmalar bütün dünya ekonomilerini etkileyebilecek ekonomik sonuçlar da doğurabilmektedirler. Avrupa’ da ERM krizi, Güneydoğu Asya krizi, Güney Amerika krizleri ve Türkiye’ de yaşanan krizler, kısa süreli sermaye hareketlerinin sorumluluk taşıdığı ekonomik olaylar olarak kabul edilmektedir. Türkiye yapısal sorunları ve istikrarsızlıkları ile tereddütler doğursa da, gerek ekonomik dinamizmi ve gerekse yüksek faiz oranları ile kısa süreli sermayenin ilgi alanı içinde yer almaktadır.

Günümüzde yaşanan küresel kriz ile birlikte finansal hareketlerin, spekülasyonların, paradan para kazanmanın öncelikli olduğu bugünkü yapının uzun süre devam edemeyeceği görülmüştür. Krizlerin nedenleri ne olursa olsun sonuçları aynı olmaktadır. Halk fakirleşmekte, işsizlik artmakta, ekonomik büyüme azalmakta (ve hatta ekonomik küçülme yaşanmakta) ve mali piyasalarda dalgalanmanın artması sonucu yatırımcılar zarar etmektedir. Yaşanmakta olan küresel kriz ile birlikte uluslararası piyasalar giderek küçülmeye ve gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk ve finansal bunalım gelişmekte olan ülkelere de sıçramaya başlamıştır. Kısa vadeli sermaye, içinde bulunulan güven bunalımı ve risk tercihlerinin radikal bir biçimde değişmesi sebebiyle gelişmekte olan

lkeleri hızla terk etmeye başlamıştır. Bu ülkelerdeki bankalar sermaye çıkışına paralel olara likidite sıkışıklığına girmeye başlamıştır. Türkiye’ de de örnekleri ciddi bir biçimde görülmektedir. Finansal kurumlar güven kaybı sebebiyle birbirlerine borç vermeyi durdurmuş hatta verilen borçları geri çağırmaya başlamıştır. Bankalar itibarlı ve kredibilitesi yüksek müşterilerinden alacaklarını tahsil etmeye çalıştı. Bunun sonucunda şirketler borçlarını idare etmekte zorlanmanın yanında ekonomide ki talep daralması sonucunda mali yapılarını idare edemez duruma geldiler. Ve finansal kriz en nihayet reel sektör üzerinde etkisini göstermeye başladı. şu an şirketlerde küçülme ve tasarruf politikaları gdlmekte ve bunun sonucunda birçok insan işsiz kalmaktadır. Her krizde olduğu gibi finansal kriz hane halkına kadar etkisini sert bir biçimde göstermeye başlamıştır.

Bu küresel kriz ile birlikte finansal piyasaların ve yatırım araçlarının denetim, gözetim ve düzenlenmesi konusu gündemin en önemli konusu haline gelmiştir. IMF ve Dünya Bankasının yeniden yapılandırılması, yeni bir uluslararası denetim ve gözetim kuruluşunun kurulması, kısa süreli sermaye hareketlerine vergi veya sınırlama konulması, piyasalarda şeffaflığın sağlanması, bankacılık sisteminde etkin denetim ve gözetimi gibi önerilerin tartışılması gerekmektedir. Tartışmaların doğrudan yabancı yatırımların nn açan, ancak spekulasyonu ve manipülasyonu önleyen bir yapı ortaya çıkarması bütün dünyanın yararına olacaktır.

Türkiye’de meydana gelen krizlerde, bir kez daha dışa açık bir ekonomide makroekonomik dengesizliklerin olduğu, denetim ve gözetim mekanizmalarının etkili olarak işlemediği, kırılgan bir yapıya sahip bankacılık sisteminin bulunduğu durumda kolaylıkla döviz ve/veya finansal krize yol açabileceğini göstermiştir.

## KAYNAKLAR

- Agéno, P.Richard, Bhandari, Jagdeep S. ve Flood, P. Robert, (1992), "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises", IMF Staff Papers, No:2, 39, s.357-394.
- Ageno, Pierre-Richard ve Montiel, Peter J. (1996), Development Macroeconomics, Princeton.
- Altuğ, Osman (1998), "Kayıt Dışı Ekonomi ve Ekonomik Büyüme", Açık Oturum, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:35, Sayı:4, (Nisan-), s.4-15
- Altunoğlu, Ender A. - Güloğlu, Bülent, (2002), " Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri" İstanbul Üniversitesi Siyasi Bilimler Fakültesi Dergisi, No: 27, Ekim 2002.
- Akçağlayan, Anıl, (2005), " Para Krizleri", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, ss. 110-123.
- Akdiş, Muhammet (2000), *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*, İstanbul, Beta Yayınları
- Akyüz, Yılmaz (1990), "Financial System and Policies in Turkey in the 1980s", Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability içinde T. Arıcanlı ve D. Rodrik (drl.), 98-131, New York: MacMillan.
- Atıyas, İ. (1990), "The Private Sector' s Response to Financial Liberalisation in Turkey: 1980-82", Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability içinde T. Arıcanlı ve D. Rodrik (drl.), 132-156, New York: MacMillan.
- Bahçeci, Sema (1997), " Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları : Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi", D.P.T Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, ANKARA.
- Bustelo, Pablo (2000) "Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for new Indicators", Emerging Markets Review, 1, pp. 229-251.
- Coşkun, İsa, (1997), " Vergi Cennetleri", Vergi Dünyası Dergisi, Sayı: 193, (Ağustos-), s.27-42.
- Dağdelen, İlhan, "Liberalizasyon" Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi ISSN: 1303-5134 Ankara, 2004.

- Delice, Güven, 2003. "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:20, ss.57-81.
- Doğanlar, Murat, Bal, Harun ve Özmen, Mehmet, (2007), Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 16, Sayı 1, 2007, s.253-276
- Dornbusch, Rudiger (2001) "A Primer on Emerging Market Prices" paper presented at the NBER Conference on Preventing Currency Crises in Emerging Markets, January 11-13
- D.P.T. (1999), *Temel Ekonomik Göstergeler*, 1999.
- DTM (1998), *Başlıca Ekonomik Göstergeler*.
- Duman, Koray, (2002), " Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması", Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı: 4, ss. 132-145.
- Durusoy, Serap, (2004), "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri". Dış Ticaret Müsteşarlığı Resmi İnternet Sayfaları. Çevrimiçi Adres: <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm> Ziyaret Tarihi: 19/03/2004.
- Edwards, Sebastian and Raul Susmel (2000), "Interest Rate Volatility and Contagion in Emerging Markets: Evidence From the 1990s", NBER Working Paper No. W7813.
- Eğilmez, Mahfi (1999), "Global Finansal Kriz ve Türkiye' ye Etkileri", MESS Mercek Dergisi, Özel Sayı, (Ocak), s.33-43.
- Eren, Aslan - Süslü, Bora, 2001. "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye' de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı:41, ss.662-674.
- Esquivel, Gerardo ve Larrain, B. Felipe, (1998), "Explaining Currency Crises", Harvard Üniversitesi
- Fisünoğlu, Mahir (2003) "1990-1999 Yılları Arasında Merkez Bankası ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler ve Para Politikası Üzerine Gözlemler", İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, Oktar Türel' e Armağan, Derleyenler: A.H. Köse-Fikret Şenses-Erinç Yeldan, İletişim Yayınları, 2003. s. 245-283
- Fratzscher, M., (1999), "Why Are Currency Crisis Contagious", *Weltwirtschaftliches Archiv*, No: 134.4, s.664-691.
- Fry, J. Maxwell, (1995), *Money Interest and Banking in Economic Development*, John Hopkins. (1997), "In Favour of Financial Liberalization", *The Economic Journal*, 107 (May) 754-770.

- Güler, Birgül A, (2003) "İkinci Dalga: Siyasal ve Yönetmel Liberalizasyon, Kamu Yönetimi Temel Kanunu", A.Ü. SBF GETA Tartisma Metinleri, Özel Sayı, No.59, Kasım 2003.
- Günay, Ayşe – Şahbazov, Rövsen (1999) "Küreselleşme Sürecinde Mali Suçlar ve Mali Suçları Önlemeye Yönelik Olarak Yapılan Çalışmalar", Vergi Sorunları Dergisi, Sayı: 130, (Temmuz), ss. 36 – 37.
- Günçavdı, Öner - Küçükçifçi, Suat, "Türkiye' de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı Ve Malî Kesim Üzerine Bir Değerlendirme" ODTÜ Gelişme Dergisi, 29 (1-2), 2002, 87-107.
- Gür, Timur Han - Tosuner, Ayhan, 2002. " Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri", Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 20(1), ss.9-36.
- Hacıhasanoğlu, Burçin, (2005), Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye için Önemi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara.
- IMF (1999), International Capital Markets, <http://www.imf.org/>.
- IMF (2002), International Capital Markets, <http://www.imf.org/>.
- İzmirlioğlu, Akın (2000), "Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları" , D.P.T, Ankara.
- Kaminsky, Graciela L. (1999) "Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress", IMF Working Paper, No:99/178, December.
- Kaminsky, Graciela L. and Reinhart, Carmen M. (1999), " The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", The American Economic Review, Vol.89, No.3, (June), ss.473 – 485.
- Karluk, R. S.(1999), *Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim*, İstanbul.
- Kenen, Peter B., (1996), "Analyzing and Managing Exchange-Rate Crises", Open Economies Review, No:7, s.469-492.
- Keskin, Ekrem, (2001) "2000 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi", Bankacılar dergisi Sayı 37, 2001
- Keyder, Nur (2000), *Para Teori Politika ve Uygulama*, Ankara.
- Keynes, J. Maynard (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, London: Macmillan.

- Kızılot, Onur (1999), "Vergi Cenneti ve Avantajları", *Yaklaşım Dergisi*, Yıl:7, Sayı:75, (Mart), ss. 172-173
- Kobayashi, Keiichiro, 2003. "A Theory of Banking Crises", *Research Institute of Economy, Trade and Industry Discussion Papers*, 16(7), ss.1-22.
- Krugman, Paul, (1992), *Currencies and Crises*, MIT press, Cambridge.
- Krznar, Ivo, (2004). "Currency Crisis: Theory and Practice with Application to Croatia", *Croatia National Bank Working Papers*, No:12, ss.1-56.
- Mckinnon, Ronald (1991), *The Order of Economic Liberalisation, Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: John Hopkins University Press.
- Obstfeld, M., (1994), "The Logic of Currency Crises, " *NBER Working Paper No.4640*.
- Obstfeld, M., (1996), "Models of Currency Crises with self-fulfilling Features", *European Economic Review*, No:40, s.1037-1047.
- Odabaşı, Harun (1999), "Para Sihirbazları", *Aksiyon*, Sayı:33, (10-16 Nisan), ss.32-38.
- Özatay, Fatih, Öztürk, Emin, Sak, Güven, (1996) " 1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları", *TUSİAD*, 1996
- Özbek, Dilek, (1999), *Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika*, İmaj yayınevi, Ankara, s.195.
- Sak, Güven (1995), *Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of Turkish Experience in the 1980' s*, CMB Publication, No:22.
- Saxena, Sweta C. , (2004), "The Changing Nature of Currency Crises", *Journal of Economic Surveys* , 18(3) ss.320-350.
- Sevinç, Orhan, (2003), "Küresel İktisat Politikaları Olarak Liberalizasyon". *Küresel Sistemde Siyaset, Yönetim, Ekonomi*. Derleyen: M. Akif Çukurçayır, Çizgi Kitabevi, Ocak 2003 s. 412-446
- Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Somçağ, Selim, *Türkiye' nin Ekonomik Krizi, Oluşumu ve Çıkış Yolları* 2006 Yayınevi
- Soyak, Altan – Bahçekapılı, Cengiz, (1998) "İktisadi Krizler – IMF Politikaları İlişkisi ve - Finance and Development- Dergisindeki Yansımaları" *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl.13, Sayı.144, 1998, s.48-61.



- Şamiloğlu, Famil, (2001) "Türkiye' nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Bir Değerlendirme" Niđde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi, İSMMMO, 2001
- TCMB (1999), "1999 Yılı Yıllık Rapor", 25.04.2000.
- TCMB (2001), "2000 Yılı Yıllık Rapor", 24.04.2001.
- TCMB (2002), "2001 Yılı Yıllık Rapor", 26.04.2002.
- TİSK (2000), "Avrupa Birliğinde Kayıtdıőı Çalışma Konusunda İzlenen Politikalar ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi", TİSK Yayınları.
- Tobin, James (1965), "Money and Economic Growth", *Econometrica*, 33(4) s., 671-684.
- Tokyo Ticaret Müőavirliđi (1998), "Asya Krizi", *Dış Ticaret Dergisi*, Asya Krizi Özel Sayısı, (Mart-), ss.56-73.
- Uyar, Seçil, (2003). *Bankacılık Krizleri*, Ankara, 182.
- Uygur, Ercan, (2001) "Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım Ve 2001 Şubat Krizleri" 7 Nisan, 2001 ISBN 975-95354-6-7.
- Velasco , Andres, (1987), "Financial Crises and Balance of Payments Crises", *Journal of Development Economics*, No:27, s.263-283.
- Yeldan, Erinç, (2001) *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, 2001. s. 24.

## ÖZGEÇMİŞ

**Doğum Yeri ve Yılı** : **Bursa, 06.10.1977**

**Öğr. Gördüğü Kurumlar:** **Başlama Yılı** **Bitirme Yılı** **Kurum Adı**

**Lise** : **1991** **1994** **Denizli lisesi**

**Lisans** : **1994** **1999** **ODTÜ**

**Yüksek Lisans** : **2000** **Uludağ Üniv.**

**Medeni Durum** : **Evli**

**Bildiği Yabancı Dil ve Düzeyi** : **İngilizce, İyi düzeyde**

**Çalıştığı Kurumlar** : **Başlama ve Ayrılma Tarihleri** **Kurum adı**

**1. 1999 – 2002** **Pamukbank**

**2. 2002 – 2007** **Demirdöküm**

**3. 2007** **Söktaş**

**Yurt İçi ve Yurtdışında katıldığı Projeler** : **A.B.- Potansiyel Yönetici Geliştirme Projesi, İngiltere**  
**Şirket Satış Projesi, Demirdöküm**

**31.12.2008**  
**Tuğba AKIN**