T.C

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN İNCELENMESİ

ESRA NAZMİYE KILCI

2502110536

Tez Danışmanı

DOÇ. DR. HALİL TUNALI

İSTANBUL - 2016

T.C. İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
1982

DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : **ESRA NAZMİYE KILCI** Numarası : **2502110536**

Anabilim/Bilim Dalı : **İKTİSAT.** Danışman : **DOÇ.DR.HALİL TUNALI**

Tez Savunma Tarihi :**31.05.2016** Tez Savunma Saati : **11.00**

Tez Başlığı : **ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN İNCELENMESİ**

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin **50. Maddesi** uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜ'NE** OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / ~~RED / DÜZELTME~~)
1-PROF. DR. AHMET İNCEKARA		Kabul
2-PROF .DR. AHMET YÖRÜK		Kabul
3-PROF. DR. YUSUF TUNA		KABUL
4- DOÇ. DR. HALİL TUNALI		KABUL
5-DOÇ. DR. BURCU KIRAN		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR.CEM SAATÇİOĞLU		
2-PROF.DR.ERİŞAH ARICAN		

ÖZ

ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN İNCELENMESİ

Esra Nazmiye KILCI

Zayıf bankacılık sektörü ve etkin olmayan düzenleme ve denetleme mekanizmalarının hakim olduğu gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal liberalizasyon süreçleri, ülkeler için ilk yıllarda, uluslararası sermaye piyasalarıyla entegrasyonunun sağlanması neticesinde, ekonomik büyümenin arttırılmasına katkıda bulunmuş; ancak, izleyen yıllarda, liberalizasyon süreçlerinin aşamalı ve doğru bir şekilde yönetilmemesi, finansal sektör özellikle bankacılık sektörünün aşırı risk alımını destekleyerek ve tutarsız para ve maliye politikalarının uygulanması gibi faktörlerle birleşerek, bankacılık sektörü bilançolarının kırılganlıklarını belirgin şekilde arttırmıştır. Bu çalışmada, ülke ekonomisinde yol açtığı büyük hasarların ve krize yol açan majör faktörlerin değerlendirilmesi açısından akademik literatürde büyük ilgi gören Türkiye 2000-01 Krizleri, asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde ve diğer gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerle ilişkilendirilerek analiz edilmiş, özellikle bankacılık sektörü bilançolarında yaşanan bozulma detaylı bir şekilde incelenerek, art arda ve oldukça şiddetli bir şekilde yaşanan bankacılık ve para krizlerinin teoriyle olan tutarlılığı, ekonometrik yaklaşım yardımıyla irdelenmiştir.

Anahtar Kelimeler; 2000-01 Türkiye Krizleri, asimetrik enformasyon, bankacılık sektörü bilançolarında bozulmalar

ABSTRACT

A REVİEW OF 2000-01 TURKISH CRISES IN ACCORDANCE WITH ASYMMETRIC INFORMATION THEORY

Esra Nazmiye KILCI

Emerging market economies in which weak banking sector and ineffective regulation and supervision mechanisms dominated, financial liberalization policies leading to integration with international capital markets, contributed to economic growth in early stages. However, in the following years, mismanagement of financial liberalization process supported excessive risk taking behavior of financial sector, especially banking sector and combining with the factors such as inconsistent monetary and fiscal policies, increased the fragilities of the banking sector significantly. In this study, Turkish 2000-01 Crises, which takes special attention in terms of their results and the economic damages in academic literature, are analyzed under asymmetric information theory; vulnerabilities of the banking sector are evaluated in detail and the consistency of these severe crises with the theory is investigated by using an econometric aprroach.

Keywords; 2000-01 Turkish Crises, asymmetric information, banking sector balancesheet deterioration

ÖNSÖZ

80'li yıllarda başlayan finansal liberalizasyon süreçleriyle birlikte, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerde irili ufaklı çok sayıda finansal dalgalanma yaşanmıştır. Günümüze kadar olan periyodda, bu dalgalanmalardan ülkemiz açısından en şiddetli olanı şüphesiz, 2000 Kasım Bankacılık ve 2001 Şubat Döviz Krizleridir. Krizler süresince yaşanan gelişmeler ve krizlerin gerek ülke ekonomisi gerek bankacılık sektörü açısından yol açtığı yıkıcı sonuçlar, 2000-01 Krizleri'nin akademik literatürde önemli bir yer bularak, krizlerin nedenleri ve oluşum süreci konularında çok sayıda çalışma yapılmasına neden olmuştur.

Yapılan çalışmaların önemli bir kısmında, makroekonomik dengesizlikler ve özellikle cari açık üzerinde durulmuştur. Bununla beraber, açıkça görülmektedir ki, makroekonomik dengesizliklerin temel tetikleyici unsur olması durumunda, krizlerin, sözkonusu makroekonomik göstergelerin çok daha kötü olduğu diğer yıllarda ortaya çıkması muhtemeldir. Örneğin, cari açık, özellikle 2005 sonrası dönemde hem parasal değer, hem de GSYİH'ya oran olarak belirgin şekilde artmıştır. Benzer şekilde, krizlere yol açan faktörler içerisinde önemle üzerinde durulan sermaye akımlarında ve kredilerde, bahsedilen dönemde oldukça şiddetli bir yükseliş trendi gözlenmiştir.

Bu gelişmeler, yaşanan krizlerde temel tetikleyici unsurun, finansal piyasalarda asimetrik enformasyon olgusunun yol açtığı ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin bankacılık sektörü bilançolarında yarattığı bozulmalar olduğuna işaret etmektedir. Bu düşünceden hareketle, bu çalışmanın amacı, asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde, Türkiye 2000-01 Krizleri'ni analiz ederek, krizlerin oluşmasına yol açan faktörleri, özellikle bankacılık sektörü bilançolarındaki kırılganlıkları ve kriz sonuçlarını, benzer ülkelerde yaşanan krizlerle de ilişkilendirerek incelemek, sözkonusu krizlerin, son yıllarda krizleri açıklamakta yaygın şekilde kullanılan asimetrik enformasyon teorisiyle açıklanabilirliğini test etmektir.

Bu çalışmanın tamamlanması sürecinde, bana destek olan, inanan ve motive eden sevgili eşime ve bu dünyadaki en değerli varlığım olan canım oğluma, bu süreçte her daim yanımda oldukları için, tüm kalbimle teşekkür ederim. Ayrıca, danışman hocam Doç. Dr. Halil TUNALI'ya ve tez savunma jürimde yer alan diğer değerli hocalarım; Prof. Dr. Ahmet İNCEKARA, Prof. Dr. Ahmet YÖRÜK, Prof. Dr. Yusuf TUNA ve Doç. Dr. Burcu KIRAN'a da teşekkür ve saygılarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZ ..... **iii**
ABSTRACT ..... **iv**
ÖNSÖZ ..... **v**
İÇİNDEKİLER ..... **vi**
ŞEMALAR LİSTESİ ..... **xi**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **xii**
GRAFİKLER LİSTESİ ..... **xiv**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **xv**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER; GENEL BİR DEĞERLENDİRME

1.1 Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Yaşanan Finansal Krizler Farklı Şekillerde Ele Alınmalıdır……..……....4

1.2 Para ve Bankacılık Krizlerinin Asimetrik Enformasyon Teorisiyle İlişkilendirilerek Tanımlanması……..…….……...8

1.2.1 Para Krizleri……...…...……..……....8

1.2.2 Bankacılık Krizleri……...……..……...…….…....11

1.3 Asimetrik Enformasyon Teorisinin Kısa Bir Değerlendirmesi……14

1.3.1 Geliştirilen Birçok Model Finansal Krizleri Açıklamakta Yetersiz Kalmıştır……..…….14

1.3.2. Ana Hatlarıyla Asimetrik Enformasyon Teorisi……..……...15

1.3.3 Asimetrik Enformasyon Teorisi ve Merkez Bankası'nın "Nihai Kredi Mercii" Rolü……..……...……..19

1.3.4 Asimetrik Enformasyon Teorisine Göre Finansal Krizleri Hızlandıran Faktörler…….....……20

1.3.4.1 Faiz Oranlarındaki Artışlar……...……..……...21

1.3.4.2 Tahvil Marjlarında Artışlar……...……...……...25

1.3.4.3 Varlık Fiyatlarında Azalma ve Bilançolarda Yaşanan Bozulma…….....27

1.3.4.3.1 Teminatlardaki Azalma ve Asimetrik Enformasyon Problemleri Arasındaki İlişki……...……..……...31

1.3.4.3.2 Özsermayedeki Azalma ve Asimetrik Enformasyon İlişkisi……33

1.3.4.3.3 Devalüasyon ve Asimetrik Enformasyon İlişkisi…….34

1.3.4.4 Belirsizlikteki Artış……...…….37

1.3.5 Asimetrik Enformasyon Teorisine Göre Finansal Krizlerin Aşamaları……...……...37

1.3.5.1 Finansal Krizlerin Başlaması ve Yayılması…….....….37

1.3.5.1.1 Finansal Liberalizasyondan Para Krizine……..……..38

1.3.5.1.2 Para Krizinden Finansal Krize……...…..……..39

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

- MAKRO ANALİZ -

2.1 Finansal Liberalizasyon; Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizlerin En Temel Nedenlerinden Biri…….....41

2.1.1 Verdikleri ve Aldıklarıyla Türkiye'de Finansal Liberalizasyon……...…...……45

2.1.1.1 Kısaca 1980 Öncesi ve Sonrası Dönem……..…….…..48

2.2. Sermaye Akımlarındaki Değişim…….53

2.3 Kısa Vadeli Borçlanmadaki Artış ve Döviz Rezervlerindeki Yetersizlikler ..…….60

2.3.1 Kısa Vadeli Borçlanmanın Yol Açtığı Tehlikeler……...…….60

2.3.2 Döviz Rezervlerindeki Yetersizlikler……....…….……64

2.3.3 Kısa Vadeli Borçlanma ve Döviz Rezervleri Arasındaki İlişki…….....…….66

2.4 Yurtiçine Verilen Kredilerdeki Artış……..…….…….…….69

2.5 Dezenflasyon Programının Krize Giden Yoldaki Rolü.....73

2.5.1 Sabit Kur Sistemi Özellikle Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Son Derece Tehlikelidir……73

2.5.2 Artısıyla Eksisiyle Dezenflasyon Programı……...……...…...79

2.5.2.1 Dezenflasyon Programın Tasarlanması ve Uygulanması Sürecindeki Eksiklikler…….……..….....91

2.5.2.2 Çıkış Stratejisi Ahlaki Risk Problemini Arttıran Bir Faktör Olmuştur…...100

2.5.3 Programın Başarısını Etkileyen İç ve Dış Gelişmeler…….....……...101

2.6 Makroekonomik Görünümdeki Bozulma ve Aşırı Makroekonomik Dengesizlikler..…102

2.6.1 Ekonomik Büyüme, GSYİH ve Yatırımlardaki Değişim……..…....106

2.6.2 Yüksek Enflasyon……..…….107

2.6.3 Bütçe Disiplinsizliği ve Yüksek Kamu Borçluluğu……...…….109

2.6.4 Reel Döviz Kurundaki Değerlenme……...……...……..113

2.6.5 Yüksek Cari Açık, Kırılgan Dış Pozisyonun Açık Bir Göstergesi……...…..114

2.7 Ahlaki Risk Problemi Şiddetini Arttırmaktadır……...121

2.7.1 Türkiye'de Mevduat Sigortası Uygulaması……...…….124

2.7.2 Ekonomilerde Ahlaki Yozlaşma ve Yanlış Yönetim…….…….126

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

- MİKRO ANALİZ -

3.1 Bankacılık Sektöründe Kırılganlıkların Artması…….…….……...…129

3.1.1 Bankalar Ekonomik ve Finansal Sistem İçerisinde Çok Önemli Bir Role Sahiptir…….……132

3.1.2 Türk Bankacılık Sektöründeki Kırılganlıklar Finansal İstikrarsızlığı Arttırmaktadır……..……...……..…134

3.1.2.1 Bankacılık Sektörünün Görünümü Hem Rekabet Hem de Bankaların Sektörel Ağırlıkları Açısından Sıkıntılıdır……...…….……...…….. 137

3.1.2.2 Bankacılık Sektöründe İkili Bir Yapının Varlığı Sözkonusudur…….……139

3.1.2.3 Bilançolarda Yaşanan Şiddetli Bozulma Göze Çarpmaktadır…….141

3.1.2.3.1 Aktif-Pasif Yönetiminde Problemler Mevcuttur ve Artan Yapısal Zayıflıklar Göze Çarpmaktadır……...…….....….....141

3.1.2.3.2 Bankacılık Sektörü Yüksek Açık Pozisyona Sahiptir ve Döviz Kuru Artışlarına Son Derece Duyarlıdır…….……..…...……143

3.1.2.3.3 Bankacılık Sektörü Döviz Kurunun Yanısıra Faiz Oranı Artışlarına Karşı da Oldukça Hassastır……...…..…….…….....….....145

3.1.2.3.4 Bankacılık Sektöründe Yetersiz Sermaye Problemi Şiddetini Arttırmaktadır……..…….....…...147

3.1.2.4 Aşırı Risk Alımının Sonucunda Ahlaki Risk Olgusunun Arttığını Görmekteyiz……...……..149

3.1.2.5 Hızlı Bir Kredi Büyümesi Yaşanmıştır ve Geri Dönmeyen Kredilerde Artış Şiddetlenmektedir…….……152

3.1.2.6 Bankacılık Sektörü Kamu Açıklarının Finansörlüğü İşlevini Üstlenmiş Görünmektedir……..…….…….....154

3.1.2.7 Kurumsal Yönetim İlkeleri Gözardı Edilmektedir ve Risk Yönetimi Süreçlerinde Yetersizlikler Bulunmaktadır.…….…….....156

3.1.2.7.1 Düzenleyici ve Denetleyici Mekanizmalara Olan İhtiyaç ve İhtiyatlı Denetim Yapılmasındaki Gerekçeler……..……...……...…….157

3.1.2.7.2 Bankacılık Sektöründe Yapılan Reformlar Yetersizdir……..…161

3.1.2.7.3 Uygulamalarda Şeffaflık İlkesi Gözardı Edilmektedir…….....163

3.1.2.8 Bağlı Şirketlere Verilen Büyük Ölçekli Krediler ve Grup-içi Kredi Kullanımları Risklerin Artmasına Yol Açmaktadır…...……..……164

3.1.2.9 Bankacılık Sektöründe Karlılık Daralmaktadır…….…….....165

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİ

4.1 Krizlerin Oluşumunda Etkili Olduğu Düşünülen Faktörlerle İlgili Öne Sürülen Görüşler…….170

4.2 Belirsizliğin Artması Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Görüşünü Arttırmaktadır…….……..…….172

4.2.1 Orta Ölçekli Sayılabilecek Bir Banka Tetikleyici Rolünü Üstlenmiştir.....172

4.3 İlk Saldırı ve Kasım 2000 Bankacılık Krizi……174

4.4 Şubat 2001 Krizi; Spekülatif Saldırının Başlaması ve 2. Kriz……182

4.5 Kriz Yönetimi ve Kriz sonrası Süreç……..185

4.6 TCMB'nin Türkiye 2000-01 Krizlerindeki Rolü……193

4.7 Kriz Öncesi, Kriz Anı ve Kriz Sonrası Süreçlerde IMF'in Tutumu……...198

BEŞİNCİ BÖLÜM

EKONOMETRİK UYGULAMA

5.1 Akademik Literatür…….204

5.2 Data ve Metodoloji……..207

5.2.1 Kırılmanın İlave Edilmediği İlk Uygulama…….……..209

5.2.2 Kırılmanın İlave Edildiği Uygulama…….……215

5.3 Sonuçların Değerlendirilmesi……..221

SONUÇ…….222

KAYNAKÇA……...226

Şemalar Listesi

Şema 1: Bilançolardaki Zayıflıklar ve Krizleri Tetikleyen Unsurlar…….....……...29
Şema 2: Finansal Liberalizasyon Sürecini Takiben Ülke Ekonomilerinde Yaşanan En Şiddetli Krizler……..……..43
Şema 3: İstikrar Programlarının Gözleme Dayanan Temel Özellikleri……...…...…82
Şema 4: Medya ve Bankacılık Sektörü İlişkisi……...……..128
Şema 5: Yeniden Yapılandırma Şeması……...…192

Tablolar Listesi

Tablo 1.1: Interbank Gecelik Faiz Oranları: En Düşük, En Yüksek ve Ortalama Faiz Oranları……24

Tablo 2.1: İthalat, İhracat ve Net Doğrudan Yatırımlar, 1970-1990 (Milyon USD)……....47

Tablo 2.2: Net Sermaye Girişlerinin Yıllar İtibariyle GSMH'ya Oranı……...…..55

Tablo 2.3: Kasım ve Şubat Krizleri'nde TCMB Brüt Döviz Rezervleri……..….58

Tablo 2.4: Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Gerçekleşen Sermaye Hareketleri (Milyon USD)……59

Tablo 2.5: Dış Borçlar 1995-2001 (Milyar USD)…….……...……..61

Tablo 2.6: Bankacılık Sektörü Dış Borç Stokunun Yapısı (Milyar USD)…….62

Tablo 2.7: Yıllar İtibariyle Döviz Rezervleri, 1995-2001 (Milyon USD)….....65

Tablo 2.8: Haftalar İtibariyle Döviz Rezervleri (Milyon USD)……...……..66

Tablo 2.9: Kısa Vadeli Dış Borçların Döviz Rezervlerine ve İhracata Oranı……...…....67

Tablo 2.10: Kredilerle İlgili Bazı İndikatörler, 1995-2001……...…….70

Tablo 2.11: Şirketler Kesimi Finansal Oranlar, 1997-2001……...…71

Tablo 2.12: IMF'le İmzalanan Stand-by Anlaşmaları, 1961-2001 (Milyon SDR)…….…80

Tablo 2.13: 1995-2001 Dönemi KKBG ve Görev Zararları (GSMH'ya % olarak)…….....80

Tablo 2.14: Türkiye'ye Gerçekleşen Doğrudan Yatırımlar, 1985-2002 (Milyon USD)…....85

Tablo 2.15: Yerli ve İthal Araba Satışı, 1995-2000……..……...……..87

Tablo 2.16: Ortalama Hazine Bileşik Faizleri ve 12 Aylık Enflasyon Oranları……....97

Tablo 2.17: Mali ve Ekonomik Göstergeler, 1995-2001……...…...105

Tablo 2.18: GSYİH'daki değişim (%)……...…...106

Tablo 2.19: Konsolide Bütçe açığının Finansmanı, 1995-2001……...…112

Tablo 2.20: Net Sermaye Girişleri/GSMH ve Reel Kurda Değerlenme……..113

Tablo 2.21: Bankacılık Sektörü Açık Pozisyon (Milyar USD)……...….114

Tablo 2.22: Dış Ticaret Açığı ve Cari Açık İndikatörleri (Milyar USD, %)……115

Tablo 2.23: İthalat ve İhracatın Kompozisyonu, Ağustos 2000 (%)……...….118

Tablo 2.24: İhracat-İthalat Oranı (%)……...……118

Tablo 2.25: Aylar İtibariyle, Cari Açık/Döviz Rezervleri Oranı (%)……...119

Tablo 2.26: Dış Borçla İlgili Kırılganlık İndikatörleri, 1996-2000 (%)……...…….....120

Tablo 2.27: Dış Borç Servis Maliyeti, 2000-2001 (%)……....120

Tablo 3.1: Banka Sayısındaki Artış, 1980-2001……...…...131

Tablo 3.2: Türk Bankacılık Sektörüne İlişkin Bazı Rasyolar, 1995-2001……...…132

Tablo 3.3: Kamu Bankaları Görev Zararları/GSMH, 1995-2001……...….137

Tablo 3.4: Türk Bankacılık Sektörünün Görünümü, 1990-2001 (Milyar USD)……..139

Tablo 3.5: Aralık 2000 İtibariyle Bankaların Payları (%)……...…….139

Tablo 3.6: Döviz Mevduatların TL Mevduatlara Oranı, 1997-2001……....140

Tablo 3.7: Bankacılık Sektörü Net Döviz Pozisyonu, 1998-2001 (Milyar USD)……....143

Tablo 3.8: Döviz Kuru Riskini Gösteren İndikatörler……..145

Tablo 3.9: Özel Bankalar İç Borç Stoku, Alacaklar ve Mevduatlar (%)…….....146

Tablo 3.10-11: Kredilerle İlgili Bazı İndikatörler……..……...…...153

Tablo 3.12: Geri Dönmeyen Kredilerin Banka Kredi Portföylerine Olan Oranı (%)……..154

Tablo 3.13: ROA ve ROE Göstergeleri, 1998-2001 (%)……...…..166

Tablo 3.14: Net Faiz Marjı, 1990-2001 (%)……...……..166

Tablo 4.1: Merkez Bankası Bilançosu, 1995-2001……..……...….177

Tablo 4.2: Merkez Bankası Bilançosu ve Faiz Oranı-Döviz Kuru Değerleri, Kasım-Aralık 2000, İlk Saldırı Periyodu…….178

Tablo 4.3: Merkez Bankası Bilançosu ve Faiz Oranı-Döviz Kuru Değerleri, Şubat 2001, 2. Saldırı Periyodu…….184

Tablo 4.4: Kamu Borç Stok Göstergeleri (%)……...……...…187

Tablo 4.5: Makroekonomik İndikatörler, Ocak 2001-Temmuz 2002……...……...…188

Tablo 4.6: GSYİH, Tüketim ve Yatırım Harcamaları, İhracat ve İthalat, 1998-2002…....189

Grafikler Listesi

Grafik 1: Gecelik faiz oranlarının en yüksek, en düşük ve ortalama değerleri, 09/1999-10/2000……...…….23

Grafik 2: Finansal Baskının Artması ve TCMB Gecelik Faiz Oranları…….....25

Grafik 3: TR Eurobondu ve U.S Devlet Tahvilinin Getirileri Arasındaki Fark, 01.1999-08.2000……..…..…26

Grafik 4: 10 Yıl Vadeli Türkiye ve ABD Tahvillerinin İkincil Piyasa Faizleri ve Türkiye için Risk Primi……...…….…….27

Grafik 5: IMKB 100 Ulusal Endeksi, 2000-2001…….....31

Grafik 6: Kısa Vadeli Dış Borçlanmanın Kompozisyonu……...……...62

Grafik 7: Sermaye Hareketleri ve Borç Stoku/TCMB Rezervleri…….....68

Grafik 8: TEFE ve TÜFE Oranları, 12 Aylık % Değişim……...108

Grafik 9: Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi, Milyon USD…….…115

Grafik 10: Görev Zararları/GSMH, 1995-2001……...…138

Grafik 11: Bankacılık Sektörünün Döviz Açık Pozisyonu……...…...……144

Grafik 12: Merkezi Hükümet ve Özel Sektörden Alacaklar……..…..155

Grafik 13: IMKB 100-IMKB 30 Endeksi……....167

Grafik 14: IMKB Sınai, Hizmetler Ve Mali Sektör Endeksi……...…167

Grafik 15: Gecelik Faiz Oranları, 1-26 Kasım 2000……...……...…..176

Grafik 16: TCMB Brüt Döviz Rezervleri……....……..……..180

Grafik 17: Döviz Kuru Gelişmeleri……..……...185

Grafik 18: Sanayi Üretim Endeksi ve Kurulan, Kapanan Şirket Sayısı……...187

Grafik 19: TCMB'nin Para Piyasalarındaki Faiz Oranı Kotasyonları……..... 198

Grafik 20: Kamu ve TMSF Bankalarına Sağlanan TCMB Likidite Desteği……...199

Kısaltmalar Listesi

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
CAMELS	Capital, Asset Quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensivity
DİBS	Devlet İç Boçlanma Senedi
ERM	Exchange Rate Mechanism
FED	Amerikan Merkez Bankası
FX	Foreign Exchange
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HM	Hazine Müsteşarlığı
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KKFDF	Kamu Kesimi Faiz Dışı Fazlası
MB	Maliye Bakanlığı
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
NDV	Net Dış Varlıklar
NİV	Net İç Varlıklar
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SRF	Supplementary Reserve Facility
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı ve Sigorta Fonu
TL	Türk Lirası
USD	Amerikan Doları
YP	Yabancı Para

Giriş

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, finansal sektör özellikle bankacılık sektörünün bilançolarında meydana gelen bozulmalar, finansal piyasalarda baskı ve gerginliğin artmasına yol açarak, bu ülkeleri finansal krizlere karşı oldukça savunmasız hale getirmiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, finansal derinliğin sağlanamamış olması, piyasalarda işlem gören enstrüman sayısının azlığı ve finansal aracıların yetersizliği gibi hususlar dikkate alındığında, bankacılık sektörünün finansal sektör içerisindeki ağırlığının yüksek olması nedeniyle, banka bilançolarındaki bozulmaların yaşanan finansal krizlerdeki rolü, gerçekten devasadır. Benim bu çalışmadaki çıkış noktam da, aslında bankacılık sektörü bilançolarındaki bozulmalar ve yaşanan krizler arasındaki ilişki olmuştur. Ancak, bilançoların bozulmasına yol açan bir olaylar ve faktörler silsilesinin mevcudiyeti, asimetrik enformasyon teorisiyle karşılaşmama ve teorinin öne sürdüğü varsayımlardan yola çıkmama zemin hazırlamıştır.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu, Meksika, Arjantin ve bazı Doğu Asya ülkeleri gibi gelişmekte olan ülke ekonomileri, 1980'lerde globalizasyon ve finansal liberalizasyon olgularıyla karşılaşmışlar ve aşırı iyimser beklentilerle finansal sistemlerini liberalize ederek, ekonomik büyüme ve kalkınma performanslarını arttırmak istemişlerdir. Bununla beraber, büyük umutlarla başlatılan ve ilk yıllarda, uluslararası piyasalarla entegrasyonun sağlanması sonucunda ekonomik ivmeyi arttırdığı görülen liberalizasyon süreçleri, izleyen dönemlerde, her ülkenin kendine özgü birtakım dinamikleri nedeniyle, ülke ekonomileri açısından oldukça yıkıcı sonuçlar doğuran irili ufaklı birçok finansal krizi beraberinde getirmiştir.

Sermaye hesabının liberalizasyonunun sağlanması, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan düşük maliyetlerle fon sağlamasını kolaylaştırmış ve bu ülkelere büyük bir kısmı portföy yatırımları ve kısa vadeli krediler şeklinde olmak üzere, yoğun sermaye girişleri yaşanmıştır. Özellikle, finansal sektörün içerisindeki ağırlığı dikkate alındığında, sorunlu bir bankacılık sektörünün varlığı ve etkin düzenleme ve denetleme mekanizmalarının mevcut olmayışı gibi unsurlar, aşırı risk

alımı davranışını teşvik etmiş; finansal piyasalarda şiddetli asimetrik enformasyon problemleri meydana gelmiştir.

Yaşanan finansal krizler, oluşum sıklığı ve ülkelerin reel ekonomileri üzerindeki etkileri açısından farklılık arzetmektedir ve her kriz ülkesinin ekonomik ve siyasi yapısının kendine has özellikleri, hem krizlerin oluşumu hem de kriz sonrası sürecin yönetilmesinde belirleyici olmaktadır. Krizler, makroekonomik ve mikroekonomik temellerde sıkıntılar, uygulanan tutarsız para ve maliye politikaları, mali dengesizlikler ve disiplinsizlik, finansal yapıdaki istikrarsızlık gibi her ülkede farklı derecelerde etkili olan faktörlerle yakından ilişkilidir. Ayrıca, yaşanan kısmi ve gelişigüzel finansal liberalizasyon süreçleri, kısa vadeli dış borçlanmada yaşanan muazzam artışla birlikte, hali hazırda birçok kırılganlığı bünyesinde barındıran bankacılık sektörünün bilançolarında risk birikimini hızlandırmıştır. Ortak birtakım faktörlere rağmen, her kriz ülkesinde yaşanılan sürecin ve sonuçların kendine özgü olduğu anlaşılmaktadır.

Krizlerin oluşum sıklığı ve ekonomilere verdiği zararların artması, finansal krizlerin nedenlerini ve oluşum süreçlerini açıklamaya çalışan çok sayıda teorinin geliştirilmesine neden olmuştur. Özellikle 90'lı yıllardan itibaren yaygın bir şekilde kullanılan asimetrik enformasyon teorisi, öne sürdüğü varsayımlarla krizlerin oluşumunda görülen ortak birtakım verileri ve kalıpları açıklamaya çalışmakta; özellikle, finansal liberalizasyon, kırılgan bankacılık sektörü, etkin çalışmayan düzenleme ve denetleme mekanizmaları ve mevduat sigortası gibi konuları yakın mercek altına alarak, gelecekteki krizlerin önlenebilmesi açısından fayda sağlayacağı düşünülen daha spesifik sonuçlara ulaşmayı amaçlamaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizlere verilen en güzel örneklerden biri olan ve akademik literatürde Türkiye'nin Krizi olarak yer bulan 2000-01 Krizleri'nin oluşum nedenlerini, yapısal kaynaklarını ve kriz öncesinde, kriz sırasında ve sonrasında yaşanan gelişmeleri iyi anlayabilmek büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı, asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde, Türkiye 2000-01 Krizleri'ni analiz ederek, krizlerin oluşmasına yol açan faktörleri ve kriz sonuçlarını, benzer ülkelerde yaşanan krizlerle de ilişkilendirerek incelemek,

sözkonusu krizlerin, son yıllarda krizleri açıklamakta yaygın şekilde kullanılan asimetrik enformasyon teorisiyle açıklanabilirliğini test etmektir.

Çalışmada öncelikle, asimetrik enformasyon teorisi genel hatlarıyla açıklanmaya çalışılacak, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizleri hızlandıran faktörler ve kriz aşamaları örneklerle incelenecektir. 2. ve 3. Bölümde, Türkiye'de yaşanan ve ülke ekonomisi açısından çok ciddi tahrip edici sonuçlar doğuran Kasım 2000 Bankacılık ve Şubat 2001 Para Krizleri'nde etkili olan majör faktörler, teorinin öngördüğü faktörlerle ilişkilendirilerek analiz edilecektir. 4. Bölümde 2000 Ekim- 2001 Şubat döneminde yaşanan gelişmelere ve krizleri tetiklediği düşünülen unsurlara tarihsel sıralama çerçevesinde değinilecek; kriz oluşumu ve kriz sürecinin asimetrik enformasyon teorisiyle tutarlılığı irdelenecektir. Ayrıca, hem Merkez Bankası hem IMF'in krizlerdeki tutumu ve kriz yönetimi konuları kısaca ele alınacaktır. Çalışmanın 5. Bölümünde, özellikle bankacılık sektörü bilançolarındaki bozulmanın kriz üzerindeki etkisini ölçebilmek amacıyla ekonometrik bir uygulama yapılacak; elde edilen sonuçlar ve Türkiye 2000-01 Krizleri'nin asimetrik enformasyon teorisiyle tutarlığı konusunda ulaşılan görüşlere yer verilecektir. Çalışmada kullanılan veriler elde edilirken, konuyla ilgili çok sayıda makale, Dünya Bankası, IMF, OECD, TurkStat, TCMB, Hazine müsteşarlığı, BDDK, TBB'nin istatistik veritabanlarından yararlanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER; GENEL BİR DEĞERLENDİRME

Finansal sistemin etkin işleyişini bozarak, finansal aracılığın kaybolmasına, yatırımların azalmasına ve ekonomik aktivitenin daralmasına yol açan önemli bir etken "asimetrik enformasyon" olgusunun yarattığı problemlerdir. Bu açıdan, öncelikle, asimetrik enformasyon olgusunu ve asimetrik enformasyon problemlerinin finansal krizlere nasıl yol açtığını incelemek büyük önem taşımaktadır. Bu düşünceden hareketle bu bölümde öncelikle, asimetrik enformasyon teorisi genel hatlarıyla açıklamaya çalışılacak ve akabinde, teoriye göre finansal krizleri hızlandıran faktörler ve krizlerin aşamaları konularında kısaca bilgi verilecektir. Asimetrik enformasyon teorisi, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin gelişmiş ülkelerde yaşanan finansal krizlere göre birçok farklılık içerdiğine; dolayısıyla farklı şekilllerde ele alınması gerektiğine işaret etmektedir.

1.1 Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Yaşanan Krizler Farklı Şekillerde Ele Alınmalıdır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerini gelişmiş ülkelerin ekonomilerinden farklı hale getiren önemli birkaç özellik göze çarpmaktadır ve yaşanan krizlerde, bu özellikler ayırıcı bir rol oynamaktadır. Bir kere, bu ülkeler, zayıf para ve maliye politikaları ile güçsüz bir finansal sisteme sahiptir.[1] Aşağıda değineceğim, yüksek ve değişken enflasyonun varlığı, fon transferinde etkin bir işleyişin sağlanamaması, kırılgan bir bankacılık sektörünün varlığı, zayıf düzenleme ve denetleme mekanizmaları, adli sistemin gelişmemiş olması ve mülkiyet haklarının iyi korunmaması gibi özellikleri, bu ülkelerin finansal sistemlerini zayıflatarak, finansal krizlere olan hassasiyetlerini arttırmaktadır.

[1] Mishkin, F. (2010); Comment on "Monetary Rules in Emerging Economies with Financial Market Imperfections, NBER, 311-317, February 2010, s. 311

Öncelikle, gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yapılarını incelediğimizde, yüksek ve değişken enflasyonun varlığını, bu nedenle de ulusal paranın gelecekteki değeri konusunda büyük bir belirsizliğin hakim olduğunu, buradan hareketle, özel borç sözleşmelerinin oldukça kısa vadelere sahip olduğunu ve döviz cinsinden düzenlendiğini görmekteyiz.[2] Geçmişte, Meksika'da neredeyse tüm banka kredilerinin genellikle aylık periyodlarla ayarlanan değişken oranlı sözleşmeler şeklinde ve Türkiye'de kira sözleşmelerinin döviz cinsinden düzenlenmesi şeklindeki uygulamalar, bu durumun örneklerindendir. Dolayısıyla, bu ekonomilerde, vade uyumsuzluğu ile işlemlerin ve yükümlülüklerin döviz cinsinden düzenlenmesi sonucu oluşan döviz kuru uyumsuzluğu problemleri, yaygın bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Özellikle, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde 1980 sonrası yaşanan finansal krizlerde, döviz kuru uyumsuzluklarının, finansal krizlerin önemli bir determinantı olduğunu[3] ve bankacılık krizlerini hızlandırıcı bir rol üstlendiğini görmekteyiz. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde kaçınılmaz hale gelen vade ve döviz kuru uyumsuzlukları nedeniyle, bilançoların bozulmasını sağlayacak politikalar ve uygulamalardan kaçınmak, finansal bir kriz yaşanması olasılığını minimize etmek için gerekli görünmektedir.

Gelişmekte olan ülke ekonomileri ile gelişmiş ülke ekonomileri arasındaki bir diğer fark, fon transferinde etkinlik sürecine ilişkindir. Fon transferi sürecinde, bilginin doğruluğu ve tamlığının büyük bir önemi bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında, gelişmekte olan ülkelere göre daha güçlü bir rekabetin olması ve bilginin toplanması/işlenmesi sürecinin büyük önem taşımasının sonucunda, fon transferinde etkinlik daha güçlü bir şekilde sağlanabilmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasalarda yeni finansal kurum ve enstrüman türleri şeklindeki inovasyonların daha yaygın şekilde gelişimi, fon transferinde etkinliğe katkı sağlamaktadır.[4] Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri, asimetrik enformasyon problemlerini çözmekte ciddi engellerle karşılaştığı için, finansal

[2] Mishkin, F. (1996); "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", Working Paper 5600, May 1996, 1-45, s. 21
[3] Bordo, Michael and Christopher Meissner (2006); "Financial Crises, 1880-1913: The Role of Foreign Currency Debt", NBER Working Paper
[4] Mishkin, F. (2008); Speech on "Monetary Policy Flexibility, Risk Management and Financial Disruptions" at the Federal Reserve Bank of New York, January 2008, 1-7, s. 1-2

açıdan gelişimin sağlanması ve fon transferinin etkinliği konularında büyük sıkıntılar yaşanmaktadır.[5]

Yine gelişmekte olan ülkelerde, bankacılık sistemlerinde finansal kırılganlığa yol açan zayıf ve sorunlu bir yapının hakim olduğunu görürüz. Bu ekonomilerde, finansal liberalizasyon süreci çok dikkatli yönetilmelidir. Bankacılık sektörünün güçlü ihtiyatlı denetiminin yapılması ve kırılganlıklara yol açan uygulamaların kaldırılması, büyük önem taşımaktadır. Liberalizasyon süreci başladığı zaman, henüz bankacılık denetleme mekanizmaları oluşturulmamışsa, bu, bir anlamda risk alımı davranışını engelleyen düzenlemelerin bulunmadığını bize göstermektedir ve yakın gelecekte banka bilançolarında bozulma yaşanabileceğine işaret etmektedir. İleride ayrıntılı bir şekilde değineceğim üzere, banka bilançolarında bozulma yaşanması, asimetrik enformasyon teorisine göre, finansal krizlerin oluşumunda etkin bir rol oynamaktadır. Ayrıca, liberalizasyon süreciyle, bankaların yeni kredi fırsatlarına ulaşabilmesinin mümkün hale gelmesi ve akabinde, bankalar tarafından kredi verilmesi süreçlerinin iyi yönetilmemesi, bankaların kredi portföylerinin kalitesinin bozulmasına yol açmaktadır.[6]

Uygulanan yanlış para ve maliye politikaları, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve finansal sistemlerini zayıflatan başka bir faktördür. Bu ülkelerde, ekonominin temel sorunlarından biri olan yüksek ve değişken enflasyonu kontrol altına alabilmek için, çoğu zaman, sabit veya sabit benzeri kur sistemlerine başvurulmaktadır. Genellikle, IMF desteğiyle uygulanan ve sabit kur sistemlerine dayalı olarak izlenen programlar, finansal sistemde ahlaki risk yaratarak, krizlerin oluşumunda tetikleyici bir rol üstlenmektedir. Finansal aktörler, para ve maliye politikalarından sorumlu otoritelerin sabit kur taahhüdüne dayanarak, açık pozisyonlarını artırmakta ve yüksek döviz kuru riskine maruz kalmaktadır. Olumsuz şokların etkisiyle, ülke parasına karşı spekülatif saldırıların gerçekleşmesi, bu kişi ve kurumları iflasın eşiğine götürebilmektedir.

[5] Mishkin, F. (2005); "Is Financial Globalization Beneficial?", NBER Working Paper 11891, December 2005, 1-52, s. 4

[6] Mishkin, F. (1999b); "Lessons from the Tequila Crisis", Journal of Banking&Finance 23, 1521-1533, s. 1530

Gelişmekte olan ülkelerin bir diğer ayırıcı özelliği, zayıf adli sistemlere sahip olmalarıdır. İcra-iflas tatbikatının gelişmemiş olduğu ve kreditörlerin haklarının yeterince korunmadığı ülkelerde, firmalara verilen kredilerin azaldığına dair güçlü kanıtlar bulunmaktadır. Zayıf bir adli sistem, kredi verenlerin, kredi alan tarafların aşırı risk almalarını önleyecek, ahlaki risk motivlerini azaltan kısıtlayıcı maddeleri uygulamalarını zorlaştırmaktadır. Bu durum, kreditörlerin, kredi alan tarafların risk alımlarını azaltmak konusunda yetersiz kalmasına neden olarak, kredi verme konusunda isteklerinin azalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, üretken yatırımlar azalmakta ve ekonomik aktivite yavaşlamaktadır.[7]

Gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki önemli farklılıklardan bir diğeri, teminatlara ilişkindir. Teminat, hem finansal sektörde istikrar sağlayan bir unsurdur; hem de aynı zamanda, ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma düzeylerini belirleyen önemli bir faktördür. İyi tanımlanmış mülkiyet haklarının varolduğu ve teminatın ticari değerinin mevcut kredilerin tamamına ya da büyük bir karşılığına denk geldiği gelişmiş ülkelerde, temerrüt riski daha düşüktür; çünkü kredinin ödenememesi durumunda, teminata başvurularak zarar karşılanmaktadır. Bu durum, yatırımları teşvik ederek, ülkenin tasarruflarının daha iyi kullanılmasını sağlamaktadır. Bununla beraber, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, teminatların değerinin genellikle düşük veya yetersiz olması sonucunda, mülkiyet hakları iyi bir şekilde korunamamaktadır.

Ayrıca, gelişmiş ülke ekonomilerinde, büyümeyi teşvik etmek için uygulanan politikalar ve bu ülkelerde kullanılan geleneksel önlemler, gelişmekte olan ülkelerde farklılık arzetmekte ve alınan önlemler, bu ülkelerde bazen zararlı sonuçlar doğurabilmektedir. Örneğin, gelişmiş ülke ekonomilerinde, finansal bir krizden çıkışta uygulanan standart reçete, ülke merkez bankasının "nihai kredi mercii" rolünü üstlenmesi ve genişleyici para politikası izlemesi olmakta iken, bu politika, gelişmekte olan ülkelerde oldukça sıkıntılı sonuçlar doğurabilmektedir.[8] Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin deyim yerindeyse başbelası olan yüksek enflasyon, genişleyici para politikasının uygulanmasına önemli bir engel teşkil etmekte;

[7] Mishkin, F. (2005); a.g.m., s. 6
[8] Mishkin, F. (1999b); a.g.m., s. 1531

parasallaşma, enflasyonun daha da şiddetlenmesine neden olmakta ya da piyasaya likidite verilmesi, özellikle bankacılık sektörü için ahlaki risk problemlerinin artmasına yol açabilmektedir.

1.2 Para ve Bankacılık Krizlerinin Asimetrik Enformasyon Teorisiyle İlişkilendirilerek Tanımlanması

Türkiye 2000-01 Krizleri'ni incelerken, para krizi ve bankacılık krizi gibi kavramların ve özellikle, 1990 sonrası süreçte, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para ve bankacılık krizlerinin ne ifade ettiğinin daha iyi anlaşılabilmesi açısından, aşağıda kısaca bu kriz türlerine değinmek istiyorum.

1.2.1 Para Krizleri

Para krizleri, sermaye akımlarındaki olumsuz değişimler nedeniyle döviz kurlarında yaşanan ani hareketler sonucu oluşmaktadır. Ulusal para birimine karşı gerçekleştirilen spekülatif bir saldırı, sabit kur sistemlerinde devalüasyonla, esnek kur sistemlerinde ise aşırı şekilde değer kaybıyla sonuçlanmaktadır. Ülke para otoriteleri, faiz oranlarını arttırarak ve döviz rezervlerini kullanarak ulusal parayı savunmayı denemekte, başarısız olunması durumunda, döviz rezervleri tükenmekte ve sabit kur sistemi terkedilmektedir.

Para krizleri çoğunlukla, sabit, sabit benzeri kur sistemlerinde veya para kurulu uygulamalarında, bir ekonomideki bireyler ve kurumların dövize olan talebinin artması sonucunda, Merkez Bankası'nın, bu talebi karşılamakta yetersiz kalması ve döviz rezervlerinin tükenmesi sonucu oluşmakta ve Merkez Bankası, bir anlamda, esnek kur sistemine geçmeye zorlanmaktadır. Bununla beraber, bu senaryonun altında yatan neden analiz edildiğinde, dövize olan talepte yaşanan ani artışta, ulusal para biriminin devalüe edileceğini öngörerek para kazanmak isteyen spekülatörlerin saldırılarının etkin olduğu görülmektedir. Öncelikli görevi, sabit kur sisteminin sürdürülmesi olan bir hükümet, ne pahasına olursa olsun bunu başarmak için çalışmakta, örneğin, sabit kur sistemiyle tutarsız politikaları uygulamaktan kaçınmakta, dışsal bir şok veya spekülatörlerin beklentilerindeki olumsuz bir değişiklik nedeniyle saldırının gerçekleşmesi durumunda ise, tüm gücüyle saldırıyı

geri püskürtmek için çalışmakta ve faiz oranlarını yüksek oranda arttırmaktadır. Burada karşı karşıya kalınan soru, hükümetin sabit kur sistemine devam etmesinden sağlanacak faydanın, faiz oranlarının artması sonucu uğranılacak zarardan ne kadar fazla olduğuyla ilişkilidir.[9]

Bir kere, bu tür saldırılarda ülke parasını koruyabilmek için faiz oranlarını arttırmak, bankacılık sektörünün artan borç yükünü daha da ağırlaştırmaktadır. Ayrıca, Özkan (s. 545), sabit kur sistemini sürdürebilmek için yapılacak faiz arttırımlarının ekonominin geneli açısından istenmeyen birtakım sonuçları beraberinde getireceğine işaret etmiştir. Faiz oranlarında yaşanacak artışlar, yatırımların azalmasına ve üretimin düşmesine yol açmaktadır. Kredibilitenin azalması sonucunda ortaya çıkan devalüasyon beklentileri, daha yüksek ücret taleplerine yol açacak, üretim azalacak, işsizlik artacak ve sonuç olarak devalüasyon beklentileri artacaktır.[10]

Finansal krizlerle ilgili olarak "finansal hızlandıran" ve "bilanço etkisi" kavramlarını kullanan yaklaşıma göre, faiz oranlarında meydana gelen artışlar, döviz kurlarında istikrar sağlamak bir yana, döviz kurunun daha da yükselmesine neden olabilmektedir. Buna göre, reel faizlerin yükselmesi, ekonominin daralmasına ve bu yönde beklentilerin artmasına yol açmaktadır. Ülke ekonomisinin yüksek faiz oranlarına dayanamayacağı beklentisiyle, ülkenin risk primi artmakta, sermaye akımlarında olumsuz gelişmeler yaşanmaktadır. Bu durum, döviz kurunun daha da artmasına ve finansal hızlandıran mekanizmasının çalışmasıyla, yatırımların ve ekonominin daha da daralmasına yol açmaktadır. "Bilanço etkisi" kavramına göre ise, krizle birlikte yaşanan spekülatif saldırı ve devalüasyonun sonucunda, şirket bilançolarında büyük hasarlar ortaya çıkmaktadır. Reel faiz oranlarının artması, bu aşamada borçlanma maliyetlerini arttırarak, ekonominin daha da daralmasına ve bilançolardaki hasarların daha da artmasına yol açmaktadır. Ülkeye giren sermaye

[9] Yilmazkuday, Hakan; "Twin Crises in Turkey, A comparison of Currency Crisis Models", The European Journal of Comparative Economics, Vol. 5-1, 107-124, s. 108

[10] Özkan, F. Gülçin (2005); "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?", The World Economy, Vol.28-4, 541-572, April 2005, s. 545

akımlarındaki azalma devalüasyon oranını arttırmakta; hem faiz hem kur artışı yaşanması sonucunda ekonomik görünüm iyice bozulmaktadır.[11]

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizler incelendiğinde, örneğin, Doğu Asya ve Meksika Krizleri'nde, kriz öncesinde, likidite problemleriyle birlikte finansal ve reel sektör bilançolarında yaşanan bozulma, döviz krizine hazırlık aşamasını oluşturmuştur. Bu kırılganlıklarla birlikte, dövize olan spekülatif saldırılar, başka faktörler nedeniyle de tetiklenmiş olabilir. Meksika örneğinde, saldırılar, 1994'deki politik istikrarsızlığı takiben gerçekleşmiş olup, Meksika Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahale etmesine ve faiz oranlarını yüksek oranda arttırmasına rağmen saldırı durdurulamamış; Merkez Bankası, sonunda, ulusal para birimi olan peso'yu devalüe etmek zorunda kalmıştır.[12] Yine, benzer şekilde, 2001 yılında Türkiye'de, dönemin Başbakanı ve Cumhurbaşkanı arasında yaşanan siyasi gerilim, politik belirsizliğin artmasıyla zaten baskı altında olan piyasaların allak bullak olmasına neden olmuş ve dövize olan spekülatif saldırının akabinde, sabit kur sisteminin terkedilmesiyle sonuçlanmıştır.

Para krizlerinde gerçekleşen spekülatif saldırı ve sonrasında yaşanan devalüasyonu, asimetrik enformasyon teorisiyle ilişkilendirmek gerekirse; devalüasyonla sonuçlanan, ülke parasına yapılan başarılı bir saldırının, öncelikle, finansal piyasalardaki bilgi akışını bozarak, bir anlamda bilgi akışına müdahale ederek, ekonomi üzerinde tahrip edici etkilere yol açtığı görülmektedir. Ayrıca, sabit ve sabit benzeri kur sistemlerinde, ulusal paranın değer kaybı, devalüasyonu içerdiği için, doğrusal bir şekilde gerçekleşmemektedir. Ülke parasının savunulması amacıyla, faiz oranlarının arttırılması ve akabinde borçlulukta yaşanan muazzam artış, firma ve banka bilançolarında şiddetli bozulmalara yol açmakta ve sonrasında, ülkeyi derin bir finansal krize sürükleyerek, ülke ekonomisine büyük zarar vermektedir.[13]

[11] Uygur, Ercan (2001); "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 7 Nisan 2001, s. 28
[12] Mishkin, F. (2001a); "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper 8087, January 2001, 1-36, s. 12
[13] Mishkin, F. (1999b); a.g.m., s. 1526

1.2.2 Bankacılık Krizleri

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde sıklıkla görülen ve para krizleriyle de çok yakın ilişkisi olan diğer kriz türü, bankacılık krizleridir. Birçok ülkede, finansal sistemin ve bankacılık sektörünün gelişmekte olan ülke ekonomilerine özgü doğası, bankacılık krizlerinin döviz krizleriyle takip edilerek, büyük ölçekli bir kriz yaşanmasında önemli bir rol üstlenmiştir.[14] Goldfajn ve Valdes, 1997 yılında yaptıkları çalışmada, bankacılık ve döviz krizleri arasındaki bağlantıyı şu şekilde açıklamaktadır; yurtiçi bankalardaki mevduatlar, yatırımcıların olası bir döviz krizinde, döviz cinsinden varlıklara dönüştürmeye teşebbüs edecekleri ulusal para birimi cinsinden varlıklarını içermektedir. Dolayısıyla, dövize olan bir hücum, genellikle bankacılık sistemine olan hücumla yakından ilişkili olup; döviz ve bankacılık krizlerinin birlikte yaşanmasını açıklamaktadır. Ancak, burada gördüğümüz nedensellik, Türkiye ve Doğu Asya Krizlerinde ters yönde çalışmış olup, önce bankacılık krizi, akabinde döviz krizi yaşanmıştır.[15]

Bankacılık krizleri, banka iflaslarının yaşanması ile bankacılık sektöründe büyük çaplı bir paniğin meydana gelmesiyle birlikte, mevduat sahiplerinin sürü halinde mevduatlarını biran önce çekme isteği sonucunda, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremedikleri durumlarda ortaya çıkmaktadır. Banka iflasları ve bankacılık krizlerinde, aktif-pasif yönetimindeki dengesizlikler, vade ve döviz kuru uyumsuzlukları, ihtiyatsız kredi ve yatırım politikaları ile asimetrik enformasyon problemlerinin önemli bir rolü olduğunu görmekteyiz. Mishkin (s. 7), mudiler tarafından bankalara gerçekleştirilen hücumlarda, asimetrik enformasyon probleminin, finansal krizin kaynağında olduğuna dikkat çekmektedir. Buna göre, mevduat sahipleri aslında, iyi ve kötü bankaları birbirinden ayırt edememekte ve mevduatlarının kendilerine geri ödenemeyeceği endişesi nedeniyle, tüm bankacılık sistemine hücum etmektedir.[16]

[14] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 541
[15] Yilmazkuday, Hakan; a.g.m., s. 117
[16] Mishkin, F. (1990); "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", NBER Working Paper 3400, July 1990, 1-42, s. 7

Diamond ve Dybrig, 1983 yılında yaptıkları çalışmada, banka iflaslarını, mevduat sahipleri ve bankalar arasındaki asimetrik enformasyon problemleri, tesadüfi topluluk histerisisinin ortaya çıkışı ve mudilerin kendi kendini besleyen beklentileri olarak modellemektedir. Bu çalışmada özellikle, bankaların kendilerini, mudilerin kaçışlarına nasıl bu kadar hassas bir pozisyona soktukları sorusuna değinilmektedir. Diamond ve Dybrig'e göre cevap, bankaların dönüşüm vadelerinde yatmaktadır. Bankalar, kısa vadeli mevduat toplamak ve uzun vadeli kredi vermek esasına göre çalışmaktadır. Mevduat sahipleri aslında, özel tüketim harcamalarını karşılamak için, fonlarını ilk dönemde mi, yoksa ikinci dönemde mi çekmeye ihtiyaç duyacakları konusunda emin olamayan kişilerdir; bu bireysel bir belirsizliği işaret etmektedir. Mevduat çekilişlerinin zamanlaması konusunda, bireysel anlamda bir belirsizlikle birlikte toplamda düşük bir belirsizliğin söz konusu olduğu durumda, bankalar, kısa vadeli mevduat toplayıp, uzun vadeli kredi vererek likidite sağlamaya devam etmektedir. Çünkü bankalar genellikle, bir panik durumunda olsa bile, mevduat çekilişleri için ilk dönemde toplam talebi tahmin edebilmektedir. Burada ilk dönemde, paraya ihtiyacı olmasından ziyade, diğer mudilerin panik yapması nedeniyle panik olan mevduat sahiplerinin bankalara hücumu neticesinde problemler ortaya çıkmaktadır.[17]

Gorton'un 1987 yılında yaptığı çalışmasındaki analizi, yine asimetrik enformasyon görüşüne dayanmaktadır. Gorton bu analizinde, banka paniğinin oluşmasını, mevduat sahiplerinin özel banka yükümlülüklerinin riskini iyi değerlendirememelerinin ve dolayısıyla, iyi bankaları kötü bankalardan ayırt edememelerinin bir sonucu olarak görmektedir. Bu yüzden, toplam bilgide bir değişiklik olması durumunda, örneğin, yüksek faiz oranları, önemli bir kurumun iflası veya bir resesyondan dolayı konjonktürel bir daralma oluşacağı gibi bilgilerin oluşması durumunda, mevduat sahipleri, mevduatlarını kaybedecekleri korkusuyla, fonlarını bankacılık sisteminden çekerek bir paniği hızlandırabilmektedir.[18]

[17] Radelet, Steven and Jeffry Sachs (1998); "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Brookings Papers on Economic Activity, No:1, 1-87, s. 9
[18] Mishkin, F. (1990); a.g.m., s. 7

Konjonktürel bozulmalar ve bankaların sağlamlığıyla ilgili oluşan belirsizlik nedeniyle, mevduat sahiplerinin, bankaların iflas edeceği endişesiyle, fonlarını bankalardan çekmeye başlamasının sonucunda ortaya çıkan bir bankacılık paniği, faiz oranlarının daha da yükselmesine ve bankalar tarafından gerçekleştirilen finansal aracılığın azalmasına neden olmaktadır. Burada, banka panikleri sonucunda likiditenin azalmasıyla piyasa faiz oranlarının yükselmesi, borç piyasalarında ters seçim sorunlarını arttırırken, aynı zamanda, firmaların öz sermayelerinin azalmasına yol açarak, ahlaki risk problemlerinin artmasına ve ekonomik daralmanın şiddetlenmesine yol açmaktadır.[19]

Son olarak, ikiz krizlerde ise, döviz ve bankacılık krizleri birlikte oluşmakta; döviz kurundaki aşırı dalgalanma, risk priminde ve faiz oranlarında büyük bir artışa yol açmakta, finansal ve reel sektör, faiz oranlarındaki artış neticesinde artan borçlanma maliyetleriyle karşı karşıya kalmaktadır. Ayrıca, bankacılık sektörünün, bilançolardaki yüksek açık pozisyonlar nedeniyle maruz kaldığı yüksek döviz kuru riski, bankaları iflasın eşiğine getirebilmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, döviz krizleri, hem hükümet hem de özel sektör için "bilanço kriziyle" sonuçlanmaktadır. Türkiye'de yaşanan 2000-01 Krizleri, önce bankacılık sonra döviz krizi şeklinde tersi bir durum gerçekleşmiş gibi görünmesine rağmen, ikiz krizlere güzel bir örnek teşkil etmektedir. Bankacılık sektöründeki problemlerin şiddetlenmesiyle, ilkin, 2000 Kasım Bankacılık Krizi yaşanmış; arkasından sadece üç ay sonra, belirsizlik ve politik istikrarsızlığın had safhaya ulaşması neticesinde ülke parasına olan spekülatif saldırının başlamasıyla, 2001 Şubat Döviz Krizi gerçekleşmiş ve Kasım ayında yaşanan bankacılık krizinin daha da ağırlaşmasıyla sonuçlanmıştır.

[19] Mishkin, F. (1991); "Anatomy of a Financial Crisis", NBER Working Paper 3934, December 1991, 1-28, s. 11

1.3 Asimetrik Enformasyon Teorisinin Kısa Bir Değerlendirmesi

1.3.1 Geliştirilen Birçok Model Finansal Krizleri Açıklamakta Yetersiz Kalmıştır.

İktisatçılar tarafından finansal krizleri açıklayabilmek için birçok model geliştirilmesine rağmen, ne yazık ki, akademik literatürün yaşanan krizleri açıklamakta tam anlamıyla başarılı olduğu söylenememektedir. 1. kuşak kriz modelleri, bütçe açıklarının finansmanının para yaratılarak sağlanması ile sabit kur sisteminin sürdürülmesi arasındaki tutarsızlığı vurgulamaktadır. Bu modeller, 1992-93 Avrupa ERM Krizini çözmekte başarısız kaldığı için, tutarsız politikaların yatırımcıların kendi kendini besleyen beklentileriyle birleşerek çoklu dengelere yol açacağını öne süren 2. kuşak kriz modelleri geliştirilmiştir. Bununla beraber, hiçbir değişkenin Doğu Asya Krizi'ni tam olarak açıklayamaması, 3. kuşak modellerin geliştirilmesini gerekli kılmıştır. Bu modellerde, finansal sektör ve reel sektörün döviz pozisyonları denkleme dahil edilmiştir. Ancak, 3. Kuşak modeller de, Arjantin'de yaşanan kriz ve benzeri krizleri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Arjantin'in para kurulunun çöküşü, 1. kuşak kriz modellerinin savunduğu gibi döviz kuru rejimiyle uyumsuz bir mali politikanın sonucuyken, hükümetin, açıklarını kapatmak için başvurduğu bono finansmanını, modelin varsayımlarından biri olan enflasyonist bir ortamdan ziyade, deflasyonist bir ortamda gerçekleştirdiğini görmekteyiz. Dolayısıyla, yaşanan sermaye hesabı krizlerini anlamak ve gelecekte bu krizlerin oluşmasını önleyebilmek için, daha genel bir analitik çerçeveye ihtiyaç bulunmaktadır. Bu noktadan hareketle, Ghosh (s. 1-3), çalışmasında, bir ekonomide bilançolarda yaşanan bozulmaların finansal bir krizi tetikleyebileceğini açıklamaya çalışmış ve bilançolardaki zayıflıkların değişik şekillerde ortaya çıkabileceğine işaret etmiştir.[20]

Özellikle 1990 sonrasında yaşanan finansal krizleri açıklamakta kullanılan asimetrik enformasyon teorisi, finansal ve reel sektör bilançolarında yaşanan bozulmayı krizlere yol açan ana faktörlerden biri olarak değerlendirmiş ve bu ilişkiyi

[20] Ghosh, Atish (2006); "Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention", IMF, Prepared for the High Level Seminar on Crisis Prevention, Singapore, July 10-11, 2006, 1-24, s. 1-3

özsermaye ve teminat değerlerinin azalması argümanlarını kullanarak açıklamaya çalışmıştır. Yaşanan krizlerde görülen ortak birtakım veriler ve kalıplar, bu argümanları destekler görünmektedir.

1.3.2 Ana Hatlarıyla Asimetrik Enformasyon Teorisi

Finansal sistemin etkin işleyişini bozarak, finansal aracılığın kaybolmasına, yatırımların azalmasına ve ekonomik aktivitenin daralmasına yol açan önemli bir etken "asimetrik enformasyon" olgusunun yarattığı problemlerdir. Bu açıdan, öncelikle, asimetrik enformasyon olgusunu ve asimetrik enformasyon problemlerinin finansal krizlere nasıl yol açtığını incelemek büyük önem taşımaktadır. Asimetrik enformasyon denilince, eksik ya da tam ve doğru olmayan bilgi aklımıza gelmektedir. Aslında yaşamımızın her alanında, asimetrik enformasyona maruz kalmaktayız. Finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler de, bir tarafın doğru karar verebilmek için, diğer tarafla ilgili ihtiyaç duyduğu her şeyi bilemediği durumu ifade eden asimetrik enformasyon olgusuna konu olabilmekte ve sözleşmenin bir tarafı genellikle, diğer tarafa göre, ortaya çıkacak sonuçlarla ilgili daha eksik bilgiye sahip görünebilmektedir.

Finansal piyasalardaki aktörler, hangi yatırım fırsatlarının daha üretken veya daha az üretken olduğu konusunda doğru karar verebilme yetisine sahip olmalıdır. Bunu başarabilmek için, tüm tarafların aynı bilgiye sahip olmaları, yani bilginin simetrik olması gerekmektedir. Ancak ne yazık ki, gerçekte durum böyle değildir. Örneğin, kredi talep edenler, gerçekleştirmeyi düşündükleri yatırım projelerinin potansiyel getirileri ve riskleri ile ilgili, kreditörlere göre, daha doğru bilgiye sahiptirler. Ya da, şirket yöneticileri, genellikle, şirket faaliyetleri ve yatırımlarla ilgili aldıkları aksiyonlar konusunda, hissedarları tam ve doğru bilgilendirmemektedir. Her iki durum da, finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin artmasına yol açmaktadır.

Bir finansal sözleşmedeki karşılıklı tarafların sahip olduğu bilgi farklılıklarına odaklanan ve bu bilgi asimetrilerinin neden olduğu problemlerden yola çıkılarak geliştirilen asimetrik enformasyon analizi, finansal yapının ekonomik aktivite üzerindeki etkilerini inceleyerek ve finansal sistemin yapısını ve bankacılık

düzenlemelerini anlayarak, finansal krizlerle ilgili teoriler geliştirebilmek için kullanılmaktadır. Asimetrik enformasyon problemlerinin finansal sistemin etkin işleyişini nasıl engellediğine dair yapılan çalışmalar, konjonktürel hareketler ile finansal dalgalanmalar arasında önemli bir bağlantı olduğunu vurgulamaktadır. Finansal sistemde meydana gelen şoklar, bilgi asimetrisini arttırarak, finansal dalgalanmaların artmasına ve finansal istikrarın bozulmasına yol açmaktadır. Asimetrik enformasyon problemleri, kaynakların etkin bir şekilde tahsisini engellemektedir. Dolayısıyla, finansal sistemin, üretken yatırım fırsatlarına sahip taraflara fonların aktarılması sürecinde oynadığı rol sekteye uğrayarak, ekonomide şiddetli bir daralma yaşanmaktadır.[21]

Finansal piyasalardaki bilgi akışındaki bozulmalar neticesinde ortaya çıkan ve finansal piyasaların, sermayenin üretken yatırım fırsatlarına tahsis edilmesi fonksiyonuna büyük zarar veren finansal dalgalanmalar, doğası gereği doğrusal değildir; çünkü ters bir geriye akış döngüsü içermektedirler. Örneğin, varlık değerlerindeki düşüş, ekonomik aktivitede bir daralmaya yol açmakta, bu da, varlık değerlerinde daha ileri bir düşüşe neden olmakta, sonuç olarak ekonomik aktivitede daha büyük bir daralma yaşanmakta ve bu döngü bu şekilde sürüp gitmektedir.[22]

Sağlıklı ve güçlü bir ekonomi, fonların en üretken yatırım fırsatlarına sahip ekonomik birimlere transfer edilmesini mümkün kılan bir finansal sistemi gerekli kılmaktadır. Finansal krizler bu işleyişi bozabilmektedir; çünkü bir finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akımlarını bozarak, ekonomiyi, finansal piyasaların etkin bir şekilde işlediği ve yüksek üretim miktarının söz konusu olduğu bir denge noktasından, finansal sistemin fonları en üretken yatırım fırsatlarına aktaramaması sonucunda, üretimde şiddetli bir daralmanın yaşandığı bir denge noktasına taşıyabilmektedir.[23]

Finansal sistemde meydana gelen şoklar, ters seçim ve ahlaki risk problemlerini arttırarak kredilerin azalmasına neden olmaktadır. Çünkü etkin yatırım

[21] Mishkin, F. (2007); "Will Monetary Policy Become More of a Science?", NBER, 13566, 1-43, s. 13
[22] Mishkin, F. (2012); "Central Banking After the Crisis", Paper Presented at the Central Bank of Chile 2012 Annual Conference November 15-16, 2012, Working Paper 714, 1-46, s. 2
[23] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 1

fırsatlarına sahip olan yatırımcıları diğerlerinden ayırt edebilmek oldukça zor hale gelmektedir. "Kredi tayınlaması" kavramının temelinde yatan teori, faiz oranlarındaki artışların bir finansal krizi hızlandıran önemli bir faktör olduğuna işaret etmektedir. Piyasa faiz oranları aşırı yükselirse, kredi verenlerin, riskli yatırım projelerine sahip kişi ve şirketlere kredi verme olasılığı artmaktadır. Çünkü piyasa faiz oranları aşırı yükseldiği zaman, sadece riskli taraflar borç almak konusunda istekli davranacak veya bir başka deyişle, yüksek faiz oranlarına razı olacak; kredibilitesi yüksek kişiler ise, borçlanmak istemeyerek taleplerini azaltacaklardır. Ters seçim problemindeki artış nedeniyle, kredi verenler kredi arzlarını azaltacak, bu da büyük olasılıkla, kredilerde ciddi bir azalmaya yol açarak, tüketim, yatırım harcamaları ve toplam ekonomik aktivitede sert bir daralmaya neden olacaktır. Risksiz faiz oranında oluşabilecek küçücük bir artışın bile, kredilerde büyük çapta düşüşlere ve hatta kredi piyasasında oluşacak bir çöküşe yol açabileceği, Mankiw'in 1986 yılında yaptığı bir çalışmada da belirtilmiştir.[24]

Bilgi akışının sürekliliği, fiyatın bulunması (piyasa katılımcılarının her bir finansal varlığın temel değerini değerlendirme yeteneği) sürecinde kritik bir öneme sahiptir. Bununla beraber, finansal stres dönemlerinde, bilgi akışı zarar görebilmekte, fiyatın gerçek değerinin bulunmasında güçlük yaşanabilmektedir. Bu tür dönemler, belirsizliğin artmasıyla, kredi marjlarının yükselmesine ve piyasalarda işlemlere katılmada isteksizliğe neden olmaktadır. Finansal stres dönemlerinde ortaya çıkan finansal dalgalanma ve istikrarsızlıklar, 2 ayrı risk türüyle ilişkilendirilmektedir. Değerleme riski, piyasa katılımcılarının spesifik bir varlığın getirilerini doğru tahmin edemediği ve özellikle, menkul kıymetin son derece karışık ve kredibilitesinin bulanık olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Makroekonomik riskler ise, finansal piyasalardaki sıkıntıların ekonomiye yayılarak, üretim ve istihdam üzerinde olumsuz sonuçlar yaratması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, ekonomik bir yavaşlama, varlık değerleriyle ilgili belirsizliğin artmasına yol açarak, yine ekonomik aktivitede bir daralmaya yol açabilmekte, belirsizlik ve finansal sıkıntıların daha da artmasıyla, makroekonomik aktivite daha da bozulabilmektedir; akademik literatürde bu durum

[24] Mishkin, F. (1996); a.g.m., s. 19

finansal hızlandıran olarak ele alınmaktadır. Değerleme riski, bireysel yatırımcılarla ilgiliyken, para politikası yapıcıları, makroekonomik risklerle ilgilenmektedirler.[25]

Mishkin'e göre (s. 5), finansal krizleri anlamak konusunda, asimetrik enformasyon teorisinin kullanılmasının oldukça çekici hale gelmesinin nedenlerinden biri, teorinin finansal yapının temel birtakım özelliklerini açıklamaktaki başarısıdır. Teori, aşağıda belirtilen bu özellikleri gerekçeleriyle açıklamaya çalışmakta ve bu özelliklerin anlaşılması konusunda çok değerli katkılar yapmaktadır.[26]

1. Menkul kıymet ihracı, işletmelerin faaliyetlerini finanse ederken başvurdukları ilk yol değildir.[27]
2. Sadece, büyük ve tanınmış firmalar, finansman sürecinde menkul kıymet ihracına başvurmaktadır.
3. Finansal sistem, bir ekonomide en ağır düzenlemelere tabi olan sektörler arasındadır.
4. Finansal aracılık, fonların etkin yatırım fırsatlarına sahip taraflara transfer edilmesinde kullanılan temel yoldur.
5. Bankalar, işletmeler için en önemli fon kaynağıdır.
6. Borç sözleşmeleri, hisse senedi sözleşmelerine göre, çok daha yaygın olarak kullanılmaktadır.
7. Teminat, borç sözleşmelerinin önemli bir özelliğidir.
8. Borç sözleşmeleri, kredi alan taraflar açısından önemli kısıtlamalar getiren oldukça karışık yasal dökümanlardır.

Asimetrik enformasyon analizi, banka paniklerini, yüksek faiz oranları, önemli bir kurumun iflası veya bir resesyonun yaşanmasından dolayı, konjonktürel şartların bozulmasının bir sonucu olarak görmektedir. Bu gelişmeler, mevduat sahiplerini, mevduatlarını yatırdıkları bankalarla ilgili endişelendirmektedir. Mudiler,

[25] Mishkin, F. (2008); a.g.m., s. 2-3
[26] Mishkin, F. (1994); "Preventing Financial Crises: An International Perspective", NBER Working Paper 4636, February 1994, 1-44, s. 5
[27] Asimetrik enformasyon problemi nedeniyle, yatırımcılar, hangi firmaların yüksek kaliteye sahip olduğunu belirlemekte zorluk yaşamaktadır. Dolayısıyla, iyi firmalar menkul kıymet ihraç etmemekte ve pozitif net bugünkü değere sahip birçok proje üstlenilmemektedir. Bu durum, ikinci özelliği de açıklamaktadır.

iyi bankaları, kötü bankalardan ayırt edememektedir ve fonlarını bankacılık sisteminden çekmektedir. Bu durum, bir bankacılık paniğini hızlandırmaktadır.[28] Ayrıca, analiz, finansal piyasaların işleyişini bozarak ekonomiye büyük zararlar veren finansal krizlerle, çok şiddetli geçmesine rağmen, ekonomiye büyük zarar vermeyen diğer finansal bozulmaları birbirinden ayırt etmektedir. Örneğin, hisse senedi piyasasında yaşanan çöküşler gibi varlık fiyatlarındaki ani düşüşler, çoğu zaman bir finansal kriz olarak görülmesine rağmen, teori, bu tür finansal kargaşaların, ileride detaylı olarak değineceğim, geniş ölçekli bir finansal krize yol açan olaylarla biraraya gelmedikçe, bir finansal kriz olarak adlandırılamayacağını ileri sürmektedir. Teoriye göre, finansal piyasalarda, asimetrik enformasyon problemlerinin artışına yol açmayan finansal kargaşalar, ekonomiye ciddi bir şekilde zarar vermeyecektir.[29]

1.3.3 Asimetrik Enformasyon Teorisi ve Merkez Bankası'nın "Nihai Kredi Mercii" Rolü

Asimetrik enformasyon teorisi, finansal krizlerin birçok özelliğini ve verilerdeki aksi takdirde açıklanması zor olan kalıpları açıklamaktadır. Ayrıca, finansal krizlerin asimetrik enformasyon görüşüyle yorumlanması, Merkez Bankası'nın "nihai kredi mercii" rolünün, bankacılık sektörü dışındaki sektörlere likidite sağlanması için likidite penceresinin kullanılması gibi, genişletilmesi için güçlü bir gerekçe sağlamaktadır. Mishkin (s. 18), en çok hangi sektörün ihtiyacı varsa, Merkez Bankası'nın, o sektöre doğrudan likidite sağlaması için "likidite penceresini" kullanabileceğini belirtmektedir.[30]

Buna göre, likidite penceresi olmaksızın, örneğin, Amerikan Merkez Bankası (FED), açık piyasa işlemlerini kullanarak ekonomiye likidite sağlamakla aslında, sadece spesifik bir sektöre likidite sağlamış olmaktadır. Bu likidite provizyonunun çok dolaylı olması nedeniyle, şiddetli asimetrik enformasyon problemlerinin varlığı sonucunda ortaya çıkan bir finansal kargaşayı önleyebilmek için, daha geniş anlamda

[28] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 15
[29] Mishkin, F. (1994); a.g.m., s. 18
[30] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 18

bir likidite enjeksiyonu gerekli olabilmektedir. Ancak, böyle bir durum, belirgin şekilde enflasyonist baskı yaratabilecektir. Dolayısıyla, "likidite penceresi" uygulamasının kullanılması, Merkez Bankası'na, enflasyonist eğilimleri teşvik etmeksizin, finansal sıkıntılarla baş edebilmek için kullanabileceği hassas bir araç sağlamaktadır.

Ayrıca, Mishkin (s. 20), bankacılık-dışı sektörde yaşanan dalgalanmanın maliyetinin bankacılık sektörüne göre yüksek olması durumunda, "likidite penceresi" uygulamasının kullanılmasının büyük fayda sağlayacağını vurgulamıştır. Sonuç itibariyle, söz konusu uygulamanın, finansal sıkıntı yaşayan sektöre kredi verecek olan bankalara kredi vermek amacıyla kullanılması, bu sektöre doğrudan kredi veren Merkez Bankası'nın karşı karşıya kaldığı ters seçim problemini minimize edecektir. Çünkü Merkez Bankası, bilgi toplama ve izleme yetkisini, bu işi etkin bir şekilde yapma kabiliyetine sahip bankalara vermekte; dolayısıyla, bu uygulama Merkez Bankası'nın özel risklerle değil, sistemik risklerle uğraşmasına yardımcı olmaktadır.[31]

1.3.4 Asimetrik Enformasyon Teorisine Göre Finansal Krizleri Hızlandıran Faktörler

Bankacılık krizlerinin ve daha geniş bir perspektifle finansal krizlerin niçin oluştuğunu ve bu krizlerin ekonomik aktivitede daralmalara nasıl yol açtığını anlayabilmek için, söz konusu krizlere yol açan faktörlere ve bu faktörlerin birbirini nasıl etkilediğine bakmak gerekmektedir. Asimetrik enformasyon teorisine göre başlıca dört faktör, asimetrik enformasyon problemlerinin artmasına ve dolayısıyla, finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Bu faktörler, faiz oranlarındaki artış ve akabinde riskli ve risksiz varlıklar arasındaki marjların artması, finansal sektör bilançolarında yaşanan bozulma, belirsizlikteki artış ve varlık fiyatlarındaki değişiklikler nedeniyle reel sektör bilançolarındaki bozulma olarak belirtilmektedir.

[31] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 20

1.3.4.1 Faiz Oranlarındaki Artışlar

Faiz oranlarındaki artışlar, kredi piyasalarında, ters seçim problemlerini artırmak konusunda direkt etkilere sahip olan ve finansal istikrarsızlığa yol açan önemli bir unsurdur. Faiz oranlarındaki büyük bir artış, düşük riskli tarafların kredi almaktan vazgeçerek yatırımlarını ertelemelerine ve yatırım harcamalarının azalmasına yol açmaktayken; diğer yandan, riskli tarafların kredi taleplerini arttırmaları sonucu, ters seçim problemlerinin artmasına yol açmaktadır. Ayrıca kreditörler, yüksek faiz oranlarının, kredi talep edecek potansiyel kişilerin kalitesinde bir bozulmaya yol açabileceğinin farkındadır; dolayısıyla, kredilerini kısmak şeklinde hareket edebilmektedir.

Daha yüksek faiz oranı ödemeye razı oldukları halde, borçlanmak isteyen tarafların kredi taleplerinin reddedildiği durum, yukarıda bahsettiğim üzere, kredi tayınlaması şeklinde ifade edilmektedir. Buna göre, faiz oranları arttıkça, ihtiyatlı kişiler, borçlanmanın pek akıllıca olmadığını düşünmeye başlarken, diğer tarafta, genellikle, riskli yatırım fırsatlarına sahip kişiler, yüksek faiz oranlarını ödemeye razı olmaktadır. Çünkü riskli yatırımların başarılı olması durumunda, yüksek getiri elde edeceklerdir. Bu çerçevede, daha yüksek faiz oranları, riskli kişilere kredi verilmesi olasılığını arttırdığı için, finansal istikrarsızlığı arttıran bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla, kredi verenler, daha yüksek faiz oranlarının kredi alacak kişilerin kalitesinde bir bozulma anlamına geldiğinin farkındadır ve reaksiyon olarak, finansal aracılık işlevlerini azaltarak, verdikleri kredileri sınırlandırmaktadır.[32]

Ayrıca, faiz oranlarındaki bu artışlar, hem firmaların, hem de hane halklarının faiz ödemelerini arttırmakta, nakit akımlarını azaltmakta ve dolayısıyla bilançolarında bozulmalara yol açmaktadır. Ters seçim ve ahlaki risk problemleri, bu firmalara ve kişilere kredi verecek potansiyel taraflar açısından çok ciddi bir hale gelebilmektedir. Bu süreç, faiz oranlarındaki keskin artışların niçin finansal istikrarsızlığa yol açan önemli bir faktör olduğunu basit bir şekilde açıklamaktadır.

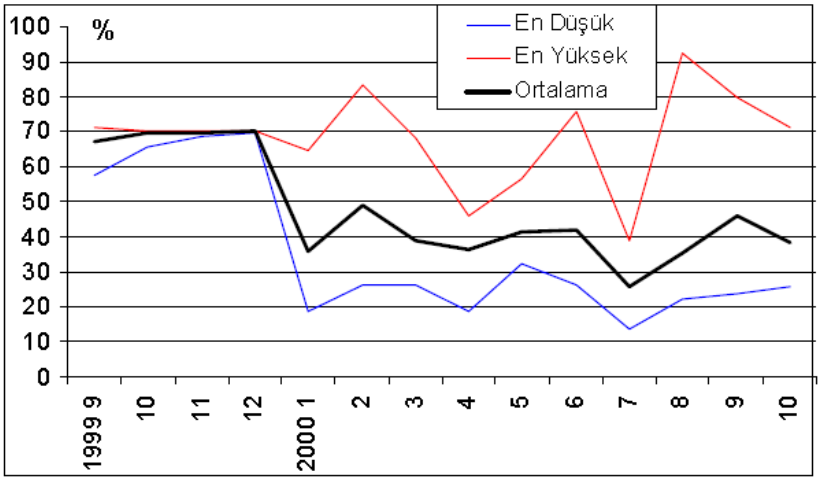
[32] Mishkin, F. ve Joon-Ho Hahm (2000); "Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy", NBER Working Paper 7483, January 2000, 1-79, s. 3

Geleneksel bankacılık, kısa dönemli borçlanma ve uzun dönemli borç verme işlevini içermektedir; yani, toplanan mevduatlar talep üzerine çekilebilmekte iken, alınan kredilerin geri ödenmesi ise uzun yıllar sürebilmektedir. Bankaların varlıklarının genellikle, yükümlülüklerinden daha uzun vadeye sahip olması sonucunda, faiz oranlarındaki bir artış doğrudan öz sermayede bir azalmaya yol açmaktadır. Çünkü faiz oranındaki bir artış, uzun vadeye sahip varlıkların net bugünkü değerini azaltırken, daha kısa vadeli olan yükümlülüklerin değerini arttırmaktadır.[33]

Türkiye 2000-01 Krizleri'ni incelediğimizde, hem kriz öncesi hem de kriz sonrasında faiz oranlarında büyük artışlar yaşandığını görmekteyiz. 2000 yılının üçüncü çeyreğinde, iç ve dış piyasalarda görülen yüksek faizler, risk priminin artmaya başladığını açıkça göstermektedir. Uygur (s. 6), gecelik faiz oranlarındaki volatilitenin, sermaye giriş çıkışlarıyla çok yakın bir ilişkiye sahip olduğuna işaret etmektedir. Sözkonusu periyodda, Interbank faiz oranlarında yaşanan yukarı yönlü ani hareketler, yoğun sermaye çıkışlarının ve bankacılık sektöründe yaşanan sıkıntıların bir sonucudur. Gecelik faiz oranları 2000 yılı Nisan ayında %19 ile %46 arasında, Haziran ayında %14 ile %39 arasında, Eylül ayında %24 ile %80 arasında dalgalanırken, Kasım ayında %316 ve Aralık ayında %875 seviyelerine yükselmiştir.[34]

[33] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 5-6
[34] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 6

Grafik 1: Gecelik faiz oranlarının en yüksek, en düşük ve ortalama değerleri, 09/1999-10/2000



Kaynak: TCMB[35]

Özellikle Ağustos ayından itibaren, mevduat ve Interbank gecelik faiz oranları ile kamu borçlanma kağıtlarının faiz oranlarında keskin yükselişler yaşanmıştır. Kasım ayında bankalararası piyasada gecelik borçlanma basit faiz oranı en yüksek %210'u görerek, ortalamada %110,80'e yükselmiştir. Uygur (s. 6), iki noktanın altını çizmiştir. İlk olarak, bankalararası piyasada ortalama faiz 13 Kasım'dan itibaren hızlı bir şekilde yükselmeye başlamıştır. 15 Kasım'da ortalama gecelik faiz %81,45 civarındadır. Bu artış, otoriteler tarafından kamu kesimi maaş ödemelerine bağlanmıştır. Ancak, Ağustos, Eylül ve Ekim aylarının aynı günlerinde, gecelik faizlerin sırasıyla %37,3, %44,5 ve %38,5 seviyelerinde gerçekleştiği ve Kasım ayındaki gibi bir sıçrama yaşanmadığı dikkate alındığında, bu gerekçe pek makul görünmemektedir. Faiz oranlarında Ağustos ve Eylül aylarında yaşanan volatilite, finansal piyasalarda gerginliğin ve baskının artmakta olduğunu göstermektedir.

[35] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 18

Tablo 1.1: Interbank Gecelik Faiz Oranları: En Düşük, En Yüksek ve Ortalama Faiz Oranları

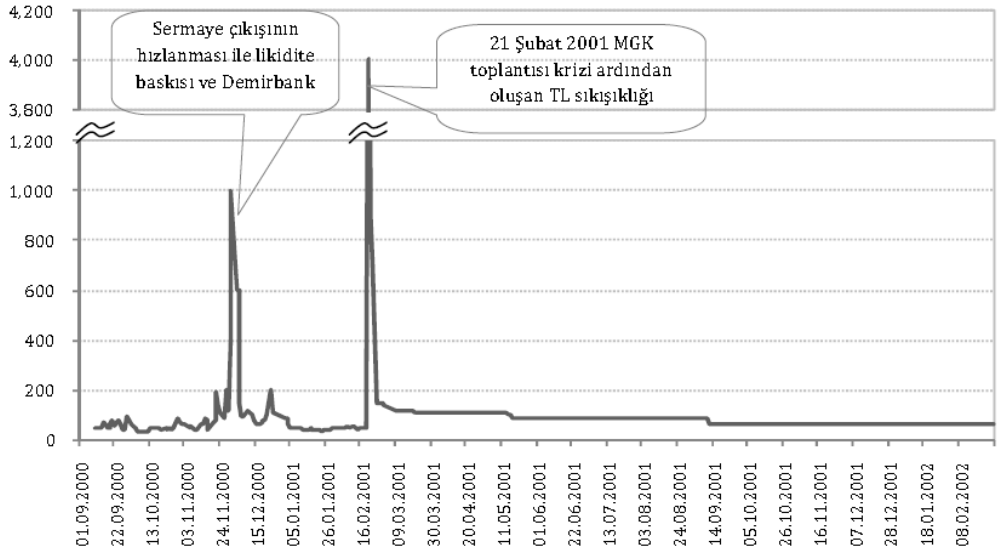
	En Düşük	En Yüksek	Ortalama	St. Sapma
1999 Eylül	57.51	70.98	67.21	4.61
Ekim	65.51	69.95	69.47	1.08
Kasım	68.72	69.99	69.78	0.30
Aralık	69.86	70.00	69.97	0.04
2000 Ocak	18.90	64.56	35.90	10.28
Şubat	26.28	83.19	49.23	14.12
Mart	26.38	68.07	39.08	8.95
Nisan	18.90	45.87	36.16	6.62
Mayıs	32.08	56.34	41.29	6.55
Haziran	26.35	75.75	42.00	11.67
Temmuz	13.60	38.83	25.97	5.08
Ağustos	22.14	92.57	35.57	16.90
Eylül	23.71	79.65	46.20	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	436.00	983.80
Mart	80.00	96.55	81.89	4.05

Kaynak: TCMB

Yeldan (s. 2), 2001 yılının ilk çeyreğinde, kamu borçlanma kağıtlarının reel faiz oranlarındaki artışın, %117,5 olarak gerçekleşmiş olduğuna işaret etmiştir. DİBS reel faiz oranlarında, ancak 2001 yılı son çeyreğinde düşüş trendine girilmesi mümkün olmuştur.[36] Uygur tarafından hazırlanan yukarıdaki tabloda, Interbank gecelik faiz oranlarının seyrine yer verilmiştir. Özellikle Kasım ayında yaşanan TL sıkışıklığı sonucu artan volatilite dikkati çekmektedir. Ayrıca, gecelik TL faizler ve döviz rezervlerindeki dalgalanmalarla birlikte, euro tahvil piyasalarında da Türkiye tahvillerinin faiz oranlarının artmakta olduğu görülmektedir.[37] Faiz oranlarındaki asıl büyük sıçrama, Şubat ayında meydana gelmiştir. 19 Şubat 2001'de, Hazine ihalesi öncesi yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle artan politik belirsizlik sonucunda, uygulanan dezenflasyon programının sürdürülebilirliği tehlikeye girmiş; artan döviz talebi likidite sıkışıklığına yol açmış; gecelik faizler %4.000'lerin üzerine çıkmıştır.

[36] Yeldan, Erinç (2002); "Behind the 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility and Governance for Whom?", Paper presented at the IDEAS Conference, Chennai, December, 1-22, s. 2
[37] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 6-7

Grafik 2: Finansal Baskının Artması ve TCMB Gecelik Faiz Oranları



Kaynak: TCMB[38]

1.3.4.2 Tahvil Marjlarındaki Artış

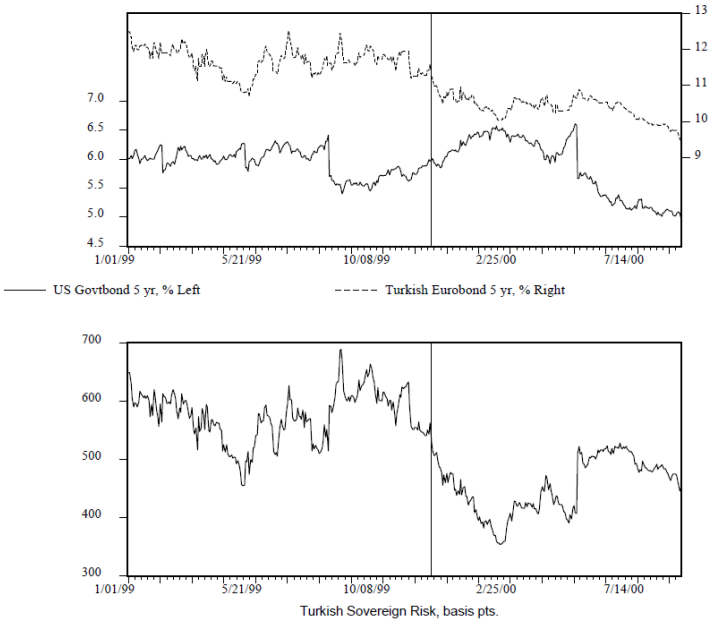
Asimetrik enformasyon teorisi, finansal bir krizin oluşumunu değerlendirirken incelenen önemli bir değişkenin, düşük ve yüksek kaliteli borçlulara yani düşük riskli ve yüksek riskli borçlulara uygulanan faiz oranları arasındaki artış olduğunu ileri sürmektedir. Dolayısıyla, yüksek riskli ve düşük riskli bono-tahvillerin faiz oranları arasındaki farkın artması bize, borç piyasalarında ters seçim probleminin şiddetinin artmaya başladığı zaman konusunda bilgi sağlayabilmektedir.[39] Ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin kendisini finansal piyasalarda göstermesi ve faiz oranlarının artması sonrasında, bir banka paniğinin oluştuğunu görmekteyiz. Oluşan banka paniği, faiz oranlarını daha da arttırmakta, hisse senedi piyasasının daha da kötüleşmesine neden olmakta ve risk gruplarına uygulanan faiz oranları arasındaki farkın belirgin şekilde artması sonucu, ödeme gücü yetersiz olan firma ve bankaların, diğerlerinden ayıklanması süreci yaşanmaktadır.[40]

[38] BDDK (2009); "Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi", Çalışma Tebliği, 29 Aralık, 2009, s. 4
[39] Mishkin, F. (1990); a.g.m., s. 4-5
[40] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 14

Bu faktörün Türkiye 2000-01 Krizleri'ndeki etkisini görebilmek için, aynı vadelere sahip, TR Eurobondları ile ABD devlet tahvillerinin getirileri arasındaki farka bakabiliriz. Burada, TR Eurobond bize riskli varlığı, ABD devlet tahvili ise risksiz/düşük riskli varlığı temsil etmektedir. Bu farkın, kriz yıllarında yukarı yönlü bir trend izlediği görülmektedir. Faiz oranların arasındaki marjın artması, asimetrik enformasyon problemlerinin şiddetli hale geldiğini göstermektedir.

Şekil 2'de, 5 yıllık TR Eurobondu ve aynı vadeye sahip ABD devlet tahvilinin getirileri arasındaki farktan elde edilen ülke riskinin zaman serisi gösterilmektedir.[41] 1999 yılsonunda uygulanmaya başlanan dezenflasyon programıyla gerek ekonomik göstergeler gerek finansal piyasalarda görülen iyileşme ve belirsizliğin azalması sonucunda, iki varlık arasındaki getiri farkının, bir başka deyişle risk priminin azaldığı açıkça görülmektedir. Bu arada, Türk Eurobondunun getirisi dolar cinsinden olduğu için, dezenflasyon programı sonucu oluşan risk primindeki gerçek azalma, döviz kuru riskindeki azalma gösterilmediği için, değerin altındadır.

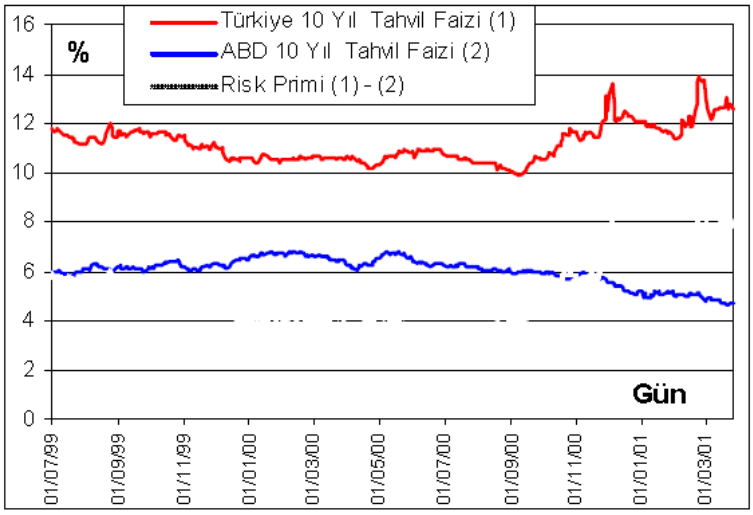
Grafik 3: TR Eurobondu ve U.S Devlet Tahvilinin Getirileri Arasındaki Fark, 01.1999-08.2000



[41] Alper, Emre (2001); "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong?", Russian and East European Finance and Trade, Vol. 37-6, 51-71, s. 56

Ekim ayından itibaren ise, 10 yıl vadeli TR Eurobondlar ile aynı vadeye sahip ABD devlet tahvilinin fiyatı dikkate alınarak bulunan getiri oranları arasındaki fark incelendiğinde risk priminin, aşağıdaki şekilde (s. 20) açıkça görüleceği üzere, artmakta olduğu gözlenmektedir. İlk etapta, TR Eurobondu faiz oranı, program beklentileri ve programın uygulamaya konulması ile yaklaşık 150 baz puan düşmüştür. A.B.D'de faiz oranlarının arttığı bir dönemde yaşanan bu gelişme, Türkiye'nin risk priminin azaldığını göstermektedir. 2000 yılı Eylül ortasına kadar azalmanın devam ettiği, izleyen dönemde ise artış trendine girdiği anlaşılmaktadır. 7 Eylül'de 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'ya, 30 Kasım'da ise daha belirgin bir artış göstererek, %13,24 ve %7,69'a yükselmiştir.[42]

Grafik 4: 10 Yıl Vadeli TR ve ABD Tahvillerinin İkincil Piyasa Faizleri ve TR için Risk Primi



Kaynak: Merrill Lynch

1.3.4.3 Varlık Fiyatlarındaki Azalma ve Bilançolarda Bozulma

Bilançolardaki zayıflıklar, ülkelerin özellikle kısa vadeli dış borçlarının belirgin şekilde artması ve kısa vadeli dış borçlar/rezervler oranının yükselmesi durumunda, finansal bir kriz yaşanma olasılığını arttırmaktadır. Beim ve Calomiris,

[42] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 19

finansal bir krizin banka bilançolarındaki zayıflıklardan, şirketler ve hane halkları bilançolarındaki kırılganlıklardan ve kamu sektörünün bilançosundaki problemlerden kaynaklanabileceğine dikkat çekmektedir. Bir kriz, olumsuz bir şokun ekonomideki bir veya birkaç sektörün kırılganlığını arttırdığı ve dolayısıyla, finansal varlıklara olan talebin büyük bir şekilde azaldığı zaman oluşmaktadır. Örneğin, yatırımcılar ve kreditörler, hükümetin gelecek borç yükümlülüklerini karşılayabilme kabiliyetine olan güvenlerini kaybetmekte, oluşan sermaye çıkışları, bilanço problemlerinin artmasına yol açmaktadır. Yabancı yatırımcılar ülkeden çıktıkça, döviz kuru baskı altına girmektedir. Faiz oranları, artan risk primi veya para otoritelerinin sermaye çıkışını yavaşlatmak adına yaptıkları girişimler nedeniyle epeyce yükselmektedir. Döviz kurundaki aşırı hareketlilik ve faiz oranlarındaki artış, bankaların, hanehalklarının ve şirketlerin, artan borçlanma maliyetleriyle karşılaşmaları ve ulusal para birimi cinsinden borç yükümlülüklerinin dikkate değer şekilde artması anlamına gelmektedir.[43]

Ghosh, bilançolardaki zayıflıklar ve yaşanan krizlerin tetikleyici unsurlarını aşağıdaki şekil yardımıyla açıklamaktadır.[44]

[43] Beim, D. and C. Calomiris (2000); "Emerging Financial Markets", McGraw-Hill, 1st Edition, October 31, 2000
[44] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 4

Kriz	Bilançolardaki Zayıflıklar	Krizi Tetikleyen Unsurlar
Meksika, 1994	Hükümetin kısa vadeli dış ve döviz cinsinden yükümlülükleri	Amerika'nın para politikasını sıkılaştırması, politik şoklar
Arjantin, 1995	Bankacılık sektörünün kısa vadeli dış, peso ve döviz cinsinden yükümlülükleri	Meksika "Tekila" Krizi
Tayland, 1997	Finansal ve reel sektörün dış yükümlülükleri; finans şirketlerinin gayrimenkul sektörüne yoğunlaşması	Ticaret dengesinde bozulma, varlık fiyat deflasyonu
Kore, 1997	Finansal sektörün dış yükümlülükleri (aşırı vade uyumsuzluğu problemleri), "chaebol" lerin oluşturduğu yüksek riskler, şirketler için giderek artan borç/sermaye oranları	Ticaret dengesinde bozulma, "chaebol"lerin düşen karlılığı, Tayland'da yaşanan krizin bulaşıcı etkileri
Endonezya, 1997	Şirketler kesiminin dış yükümlülükleri, bankacılık sektörünün gayri menkul sektörü kredilerine yoğunlaşması, şirketler kesiminde yüksek borç/sermaye oranları	Tayland'da yaşanan krizin bulaşıcı etkileri, bankacılık krizi
Rusya, 1998	Hükümetin kısa vadeli dış borçlanma gereksinimi	Bütçe hedeflerinin tutturulmasındaki başarısızlık, ticaret dengesinde kötüleşme
Brezilya, 1998	Hükümetin kısa vadeli dış yükümlülükleri	Bütçe kesintilerinin yürütülmesi konusundaki endişeler,yüksek cari açık, Rusya Krizinin bulaşıcı etkileri
Türkiye, 2000-2001	Hükümetin kısa vadeli yükümlülükleri, bankacılık sektöründe varolan şiddetli vade ve döviz kuru uyumsuzlukları	Yüksek cari açık, reel döviz kurundaki değerlenme, ticaret dengesindeki kötüleşme, hükümetin finansal sektördeki yapısal reformları hayata geçirme konusundaki isteksizliği
Arjantin, 2002	Kamu ve özel sektörün dış ve döviz cinsinden yükümlülükleri	Bütçe hedeflerinin tutturulmasındaki başarısızlık, para kurulu düzenlemesi mali politika arasındaki tutarsızlık, Rusya Krizi
Uruguay, 2002	Bankacılık sektörünün kısa vadeli dış yükümlülükleri	Arjantin mevduatları dondurması Uruguay'dan büyük çıkışlara yol açması

Kaynak: Ghosh, Atish (2006); "Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention", IMF, Prepared for the High Level Seminar on Crisis Prevention, Singapore, July 10-11, 2006, 1-24, s. 4

Döviz cinsinden yükümlülüklerin döviz cinsinden varlıklara oranının belirgin biçimde yükselmesi, aktif kalitesinin bozulması, vade ve döviz kuru uyumsuzlukları, düşük sermaye yeterlilik rasyoları ve likiditenin azalması, bilançolarda kötüleşmeye işaret eden unsurlardır. Yukarıdaki tabloda Tayland Krizi (1997), Arjantin Krizi (2002) ve Türkiye Krizleri (2000-01) örneği, bilançolarda bu türde bozulmaların yaşandığı ülke örnekleridir.

Bir ekonomide bilançoların birbiriyle bağlantılı olması, Tayland ve Arjantin örneklerinde gördüğümüz üzere, bir riskin başka bir riske dönüşmesine yol açabilmektedir. Örneğin, bankacılık sektörü, reel sektördeki şirketlere döviz cinsinden krediler vererek, döviz mevduatları nedeniyle oluşan döviz kuru uyumsuzluklarını azaltmaya çalışmaktadır. Bununla beraber, bu kredileri kullanan şirketler, ihracat gelirleri gibi doğal korunma araçlarına sahip değilse, bankacılık sektörünün döviz kuru riski, kolaylıkla kredi riskine dönüşmektedir. Bilanço dışı işlemler de, maruz kalınan riskleri büyük ölçüde değiştirebilmektedir; türev işlemde altta yatan pozisyonun hedge edilip edilmemesine veya şirketin türev piyasalarda spekülatif pozisyonlar alıp almamasına göre, bilançoların kırılganlığını arttırabilmekte ya da azaltabilmektedir. Bununla beraber, bu tarz işlemler, aynı zamanda kırılganlıkları maskeleyebilmektedir. Örneğin, bilançodaki bir risk kolaylıkla karşı taraf riskine dönüşebilmektedir. Toplamda, bir sektördeki bilançolar türev piyasalarda hedge edilmiş olabilir; fakat tarafların birbiriyle bağlantılı olması durumunda riskler ortaya çıkacaktır. Örneğin, 2000 Kasım Krizi öncesindeki periyodda, Türkiye'de, forward işlemler dahil edildiğinde, bankacılık sektörünün açık döviz pozisyonları nedeniyle oluşan riskin azaldığını görmekteyiz. Ancak, bu forward işlemlerdeki karşı tarafların diğer Türk bankaları olduğu dikkate alındığında, hedge işleminin ne kadar başarılı sonuçlar vereceği tartışmalıdır.[45]

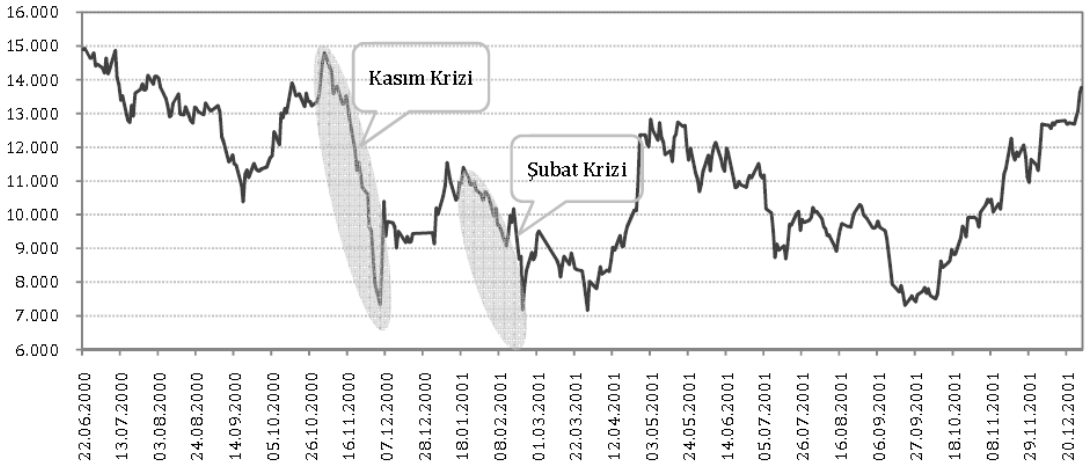
Mishkin, varlık değerlerindeki düşüşler sonucu bilançolarda yaşanan bozulmalar ile asimetrik enformasyon problemlerinin oluşması ve akabinde, kredilerde ve yatırımlarda azalma görülmesi arasında önemli bir ilişki olduğunu vurgulamaktadır. Finansal krizlerin oluşum süreçlerinin analizinde, teori, varlık değerlerindeki azalmaları incelerken, hisse senedi fiyatlarındaki değişimin de değerlendirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Hisse senedi piyasasında yaşanan şiddetli bir düşüşte, şirketlerin varlıklarının değeri azalmakta[46], dolayısıyla, teminat değerleri azalmakta ve bu yolla, kredi temerrütlerinden dolayı yaşanacak kayıplar artacağı için, kreditörler açısından ters seçim problemleri artmaktadır. Türkiye'de

[45] Ghosh, Atish (2006); a.g.m., s. 15-16

[46] Varlık değerlerindeki azalma iki sebeple meydana gelmektedir; bu varlıkların geecekte sağlayacağı nakit akımlarının azalacağı beklentisi veya piyasa faiz oranlarındaki artışın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerinin düşmesi yol açacağı düşüncesi, varlık fiyatlarının düşmesine yol açmaktadır (Mishkin, 1990; a.g.m., s. 4).

2000-01 Krizleri'nde, İMKB'de şiddetli bir düşüş yaşandığı aşağıdaki şekilde görülmektedir.

Grafik 5: İMKB 100 Ulusal Endeksi, 2000-2001



Kaynak: İMKB[47]

Kredi alan tarafların sahip oldukları varlıkların bir kısmı, yükümlülükleri açısından teminat işlevi gördüğü için, hane halkları ve şirketlerin bilançolarının niteliği, finansal hızlandıran mekanizmasının önemli bir unsurunu içermektedir.[48] Teminatlardaki azalma ile asimetrik enformasyon problemleri arasında nasıl bir ilişki bulunmaktadır ve teminatın varlığı, ters seçim ve ahlaki risk problemlerini nasıl azaltmaktadır, makroekonomik bir yavaşlamanın oluşması durumunda, kredi piyasasında gerginliklerin artması sonucunda ters geri besleme halkası nasıl yayılmaktadır, incelenmesi gereken önemli konulardır.

1.3.4.3.1 Teminatlardaki Azalma ve Asimetrik Enformasyon Problemleri Arasındaki İlişki

Öncelikle, borç sözleşmeleri açısından değerlendirdiğimizde, kredi alan bir kişi borcunu geri ödeyemezse, teminatın varlığı halinde, kredi veren kişi, bu teminatı kullanarak, kredinin geri ödenmemesinden dolayı uğradığı zararı telafi

[47] BDDK (2009); a.g.m., s. 4
[48] Mishkin, F. (2008); a.g.m., s. 2

edebilmektedir. Ayrıca, kredi alan taraf, teminatını kaybedeceği endişesiyle, borcu geri ödemesini zorlaştıracak riskler almamaya çalışmakta, bu durum da ahlaki risk probleminin azalmasına yardımcı olmaktadır. Teminatın yeterli ve kaliteli olması durumunda bu mekanizma etkin bir şekilde çalışmaktadır. Ancak, bir finansal dalgalanma sırasında, varlık değerlerindeki düşüş, teminat değerlerinde bir azalmaya yol açarak, ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin artmasına ve nihayetinde ekonomik aktivitenin daralmasına yol açmaktadır. Bu daralma sonucu, varlık fiyatlarındaki ilerleyen düşüş, teminat değerlerini daha da azaltacak, ekonomik aktivite daha da daralacaktır.[49]

Teminat, ters seçim ve ahlaki risk gibi asimetrik enformasyon problemlerinin minimize edilmesi konusunda, genel anlamda finansal sisteme ve özel anlamda ise, finansal aracılara yardımcı olan çok önemli bir araçtır. Kredi verenler, teminatla güvence altına alınmış krediler vermekte daha isteklidirler. Kredi alanlar da, teminat göstererek, risklerini azaltmakta, çok daha kolay bir şekilde ve daha düşük bir faiz oranıyla borçlanabilmektedirler. Teminat, aynı zamanda, kredi alanların, aşırı risk almalarını engelleyerek, ahlaki risk problemini de azaltmaktadır. Kredi alan taraf, rehin altına alınmış bir teminata sahipse, borcunu geri ödeyemediği takdirde, daha fazla kaybedecektir. Dolayısıyla, temerrüde düşmesine ve teminatını kaybetmesine yol açacak riskli aktivitelerden kaçınacaktır.[50]

Birçok gelişmekte olan ülkede, yasal sistem, belirli varlıkların teminat olarak kullanılmasını önleyerek veya teminat eklemeyi maliyetli ve zaman alıcı bir süreç haline getirerek, asimetrik enformasyon problemlerinin giderilmesinde teminatın etkinliğini azaltmaktadır.[51] Teminat, hem kişi, hem de şirketler açısından, borç sözleşmelerinin yaygın bir özelliği olmasına rağmen, arsa veya sermaye gibi fiziksel bir varlığı teminat olarak kullanabilmek için, bir kişinin yasal olarak bu varlığa sahip olması gerekmektedir. Bununla beraber, özellikle az gelişmiş ülkelerde, sermayenin yasal sahipliğini edinme süreci, oldukça pahalı ve çok uzun bir zaman alabilmektedir. Örneğin, Mısır'da çöldeki bir arazi için, yasal sahipliği kazanabilmek

[49] Mishkin, F. (2012); a.g.m., s. 2
[50] Mishkin, F. (2005); a.g.m., s. 5
[51] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 28

için, 77 aşama, 31 kamu ve özel kurum ve 5 ile 14 yıl arası bir süreçten geçilmektedir. Yine, Haiti'de yasal olarak bir kamu arazisinin mülkiyetine sahip olmak için, sıradan bir vatandaş, 19 yıl boyunca 176 aşamadan geçmektedir.[52]

Yasal sahiplik olmadan, bir mülk kredi alırken kullanılamamaktadır. Çünkü kredi verenler, genellikle, karşısındaki düşük gelirli kimsenin harcamaları ve harcama alışkanlıkları ile ilgili bilgi sahibi değildir ve kreditörlerin bu kimselere kredi vermesini sağlayacak unsur, bunların sağlam teminatlara sahip olmasıdır. Ancak, belirtildiği üzere, bu insanların sahip olduklarının çoğu yasal olarak kendilerine ait olmadığından, kredi alanın temerrüde düşmesi halinde, bu mülke el koyabilmek için yasal bir sözleşme imzalanamamaktadır. Bu tür ülkelerde, yasal mülkiyet kazanılmış olsa bile, adli sistem etkin çalışmamaktadır ve teminatın değeri düşüktür. Kreditörler öncelikle, borcunu ödemeyen borçluya başvurmalıdır, bu dava süreci ise yıllar almaktadır ve lehine bir yargı kararı çıkmasından sonra alacaklı, teminata el koyabilmek için yasal süreci başlatmaktadır. Bu süreç çoğu zaman 5 yılı aşkın bir süreç alabilmekte, teminatın değeri de bu süreçte giderek azalmaktadır. Ayrıca, hükümetler, bazı durumlarda, tarım gibi siyasi olarak güçlü görülen alanlarda, kreditörlerin borçlunun malvarlığını haczini engelleyebilmektedir.[53]

1.3.4.3.2 Özsermayedeki Azalma ve Asimetrik Enformasyon Problemleri Arasındaki İlişki

Öz sermaye de, teminata benzer bir role sahiptir. Bir firmanın öz sermayesi ne kadar yüksekse, borç ödemelerini yerine getiremediği durumda, kredi veren taraf, firmanın öz sermayesine el koyarak, zararını tazmin edebilmektedir. Öz sermayenin yüksek olması, aynı zamanda, kredi alacak tarafların ahlaki risk yaratma potansiyelini azaltmaktadır. Öz sermayenin arzettiği önem, hisse senedi piyasasındaki çöküşlerin niçin finansal istikrarı tehdit ettiğini açıklamaktadır. Şöyle ki, hisse senedi piyasasında yaşanan büyük bir düşüş, firmaların piyasa değerlerini düşürerek, öz sermayelerinin azalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, bu firmaların

[52] Mishkin, F. (2005); a.g.m., s. 5
[53] Mishkin, F. (2005); a.g.m., s. 6

riskli yatırımlarla uğraşmaları halinde kaybedecek çok şeyleri olmadığı için, ahlaki risk yaratan faaliyetlerle uğraşmaları sonucunda, finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk problemleri artmaktadır. Burada, kredi veren taraflar için ters seçim, kredi alan taraflar içinse, ahlaki risk problemleri şiddetlenmektedir.[54]

Hisse senedi piyasasında yaşanan düşüşe paralel olarak, aynı zamanda bankaların piyasa değerindeki düşüşler de, finansal piyasalarda asimetrik enformasyon problemlerinin artmasına yol açmaktadır. Bu açıdan, düşük sermaye yeterlilik rasyoları, bize bankacılık sektörünün bilançolarının zayıfladığına dair önemli işaretler vermektedir. 2000 yılının son çeyreğinden itibaren, İMKB'de yaşanan sert geri çekilme, benzer bir fonksiyonu görmüş ve bankacılık sektöründe sermaye yeterliliklerinde gerileme meydana gelmiştir. 3. Bölümde sermaye yeterliliğinin düşmesine yol açan faktörlere detaylı bir şekilde değineceğim.

1.3.4.3.3 Devalüasyon ve Asimetrik Enformasyon Problemleri Arasındaki İlişki

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, bilançoları olumsuz yönde etkileyen bir diğer faktör, döviz kurundaki öngörülemeyen değer azalışları veya devalüasyondur. Bu faktör, çoğu gelişmiş ülke ekonomisi için pek önem arzetmezken, gelişmekte olan piyasa ekonomileri için oldukça önemli hale gelmekte ve finansal volatiliteyi arttırmaktadır. Ulusal paranın gelecekteki değeriyle ilgili yaşanan belirsizlik nedeniyle, gerek hükümet gerekse finansal ve reel sektör, borcun döviz cinsinden düzenlenmesi halinde, çok daha kolay bir şekilde borçlanma gerçekleştirebilmektedir. Diğer yandan, yabancı para cinsinden düzenlenen borç sözleşmeleriyle, ulusal parada beklenmeyen bir değer azalışı veya devalüasyon yaşanırsa, yurtiçindeki firmaların borç yükleri artmaktadır. Varlıklar genellikle, ulusal para cinsinden olduğu ve değer artışı söz konusu olmayacağı için, firmaların öz sermayelerinde bir azalma meydana gelmekte; bilançolarda yaşanan bozulma, ters

[54] Mishkin, F. ve Joon-Ho Hahm (2000); a.g.m., s. 4-5

seçim ve ahlaki risk problemlerini arttırmakta ve finansal istikrarın bozulmasıyla, yatırımlar ve ekonomik aktivitede şiddetli bir daralma meydana gelmektedir.[55]

Döviz krizi sonrasında, devalüasyon nedeniyle, bilançolarda oluşan zarar, Meksika'da 1995 yılında olduğu gibi, Doğu Asya ülkeleri ekonomilerinde yaşanan daralmanın temel kaynaklarından birisidir. Bu mekanizma, özellikle, parasının değerinde %75 azalma görülen Endonezya'da oldukça güçlüdür; bu ülkede, döviz cinsinden borçların rupiah değeri büyük miktarda yükselmiş ve ülke ekonomisine büyük zarar vermiştir. Başlangıçta güçlü bir bilançoya sahip sağlıklı bir firma bile, önemli miktarda döviz cinsinden borca sahipse, bu tarz bir şok karşısında, iflasın eşiğine gelebilmektedir.[56] Türkiye'de de, özellikle bankacılık sektörünün yüksek açık pozisyonlarının, döviz kuru riskini bir hayli arttırdığını, 2001 yılı Şubat ayında devalüasyona başvurulması ve TL'nin değerinin yarısından fazlasını kaybetmesi sonucunda, hem bankaların hem hanehalklarının çok ciddi sıkıntılarla karşılaştıklarını biliyoruz.

Bu arada, bankaları döviz cinsinden varlıklarının ve yükümlülüklerinin değerini uyumlu hale getirmeye sevkeden ihtiyatlı düzenlemeler nedeniyle, ulusal paranın değer kaybının, banka bilançolarını olumsuz etkileyip etkilemediği konusunda soru işaretleri varmış gibi görünmektedir. Döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerin eşleşmesi, bankacılık sektörünün, döviz kuru değişikliklerinden doğan piyasa riskine maruz kalmadığı gibi bir görüntü vermektedir; ancak, bu doğru değildir. Çünkü devalüasyon gerçekleştiğinde, döviz cinsinden varlıkların değeri, döviz cinsinden yükümlülüklerin değerini aşıyor gibi görünmesine rağmen, aslında geçmez. Örneğin, Meksika gibi gelişmekte olan piyasa ülkelerinde, bankaların döviz cinsinden varlıkları, genellikle, yurtiçindeki firmalara verilen dolar cinsinden kredilerdir. Bir devalüasyon olduğu zaman, dolar kredileri olan firmaların bilançoları büyük ölçüde kötüleşecektir. Çünkü döviz cinsinden yükümlülüklerinin değeri hızlı bir şekilde artarken, ulusal para cinsinden varlıklarının değeri artmayacaktır. Sonuç

[55] Mishkin, F. ve Joon-Ho Hahm (2000); a.g.m., s. 6
[56] Mishkin, F. (1999a); "Lessons from the Asian Crisis", NBER Working Paper 7102, April 1999, 1-25, s. 5

olarak, bankadan kredi alan taraflar kredilerini geri ödeyemeyecekler ve bankaların dolar cinsinden yükümlülüklerinin değeri artarken, dolar cinsinden kredilerinin değeri düşecektir. Dolayısıyla, banka bilançoları büyük hasar görecektir. Burada, kredi alanların karşı karşıya olduğu döviz kuru riski, döviz cinsinden kredi açmış olan bankalar için kredi riskine dönüşmektedir.[57]

Bankalar ve kredi veren diğer finansal kurumlar, bilançolarının kötüleşmesiyle birlikte sermayelerinde meydana gelen aşınma sonucunda, iki seçenekle karşı karşıya kalmaktadırlar; ya kredilerini kısmak ya da yeni sermaye bulmak. Ancak, uygun maliyetle sermaye bulmak, böyle bir durumda, bankalar için çok zor hale gelmektedir. Dolayısıyla, bilançoları bozulan bankaların tipik reaksiyonu kredilerini kısmak olacaktır ki, bu şekilde bir davranış, ekonomik aktivitenin yavaşlamasına yol açacaktır. Yapılan araştırmalar, kötü bilançoların sermaye darboğazına yol açarak, ekonomik büyümeyi sekteye uğrattığını göstermektedir. Banka bilançolarındaki bozulma çok şiddetli ise, çok sayıda bankanın iflas ettiği banka panikleri dahi görülebilmektedir. Hahm ve Mishkin (s. 2-3), mevduat sigortasının olmaması[58] durumunda, banka iflaslarının bulaşma riski olduğunu, sağlam bankaların bile iflas edebileceğini ve bulaşmanın kaynağının da yine asimetrik enformasyon olgusu olduğunu belirtmektedir. Panik sırasında, mevduatlarını kaybedeceklerinden endişe eden ve bankaların kredi portföyünün kompozisyonuyla ilgili bilgi sahibi olmayan mudiler, mevduatlarını çekerek bankaların likidite sıkıntılarıyla karşılaşmasına ve banka iflaslarına yol açabilmektedir. Aslında, bir bankanın iflası, o bankanın içinde yer aldığı bilgi ilişkilerinin kaybolması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, bankacılık sektörü tarafından yerine getirilen finansal aracılık zarar görmekte ve kredilerde yaşanan şiddetli daralmayla, üretken yatırım fırsatlarına dönüşecek fonların aktarımı sekteye uğramaktadır.[59]

[57] Mishkin, F. (1999b); a.g.m., s.1524
[58] İleride daha detaylı değineceğim üzere, gelişmekte olan ülkelerde mevduat sigortası uygulaması, her zaman doğru bir seçenek olmamakta ve farklı bir ahlaki risk problemine yol açabilmektedir.
[59] Mishkin, F. ve Joon-Ho Hahm (2000); a.g.m., s. 3

1.3.4.4 Belirsizlikteki Artış

Finansal piyasalarda belirsizlikte büyük bir artış yaşanması, kredi verenlerin, riski düşük kişileri, riski yüksek kişilerden ayırt etmesini zorlaştırmaktadır. Kredi verenlerin, ters seçim ve ahlaki risk problemlerini çözmek konusunda yetersiz kalmaları, kredi verme isteklerinin kaybolmasına neden olarak, kredilerde, yatırımlarda ve toplam ekonomik aktivitede bir azalmaya yol açmaktadır. Belirsizlikteki bu artış, finansal veya reel sektörde tanınan bir kurumun iflasından veya bir resesyondan kaynaklanabileceği gibi, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, hükümet politikalarının gelecekteki istikametinden kaynaklanan bir belirsizlikten de kaynaklanabilmektedir.[60]

Türkiye'de 1999 yılında IMF destekli döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Programla, yıllardır ülke ekonomisi açısından büyük bir tehdit arzeden ve kronik hale gelen yüksek enflasyon sorununun çözülmesi ve ekonomik büyüme oranının arttırılması amaçlanmıştır. Ancak, program başlatılmadan önce giderilmesi gereken birtakım eksiklikler gözardı edilerek aceleci bir yaklaşımla hareket edilmiştir. Örneğin, bankacılık sektörünün zayıflıkları ihmal edilmiştir. Bu zayıflıkların 2000 yılı içerisinde şiddetini arttırarak sıkıntılı sonuçlara yol açması, yolsuzluklar ve yanlış yönetimlerle birleşince banka iflaslarının yaşanması ve çok sayıda bankanın TMSF tarafından devralınması, belirsizliği arttıran önemli bir faktör olmuştur. Yine, cari açığın milli gelire oranının eşik değerleri geçmesi, bu açığın finansmanının kısa vadeli sermaye girişleriyle yapıldığı dikkate alındığında, sermaye akımlarında yaşanan olumsuz hareketler, piyasalarda belirsizliği arttıran bir diğer önemli faktördür. Politik istikrarsızlık ve siyasi iradenin aceleci ve aksiyonları neticesinde ortaya çıkacak sonuçları gözardı eden yaklaşımları, belirsizliğin artmasına büyük katkı sağlamıştır.

1.3.5 Asimetrik Enformasyon Teorisine Göre Krizlerin Aşamaları

1.3.5.1 Finansal Krizlerin Başlaması ve Yayılması

Asimetrik enformasyon teorisine göre finansal krizleri hızlandıran faktörleri inceledikten sonra, finansal krizlerin nasıl başladığına ve yayıldığına bakabiliriz.

[60] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 5

Mishkin, finansal krizlerin oluşumu hikayesinde, makroekonomik temellerden ziyade, finansal sektörde yaşanan gelişmelerin başlamak için daha iyi bir nokta olduğunu vurgulamakta ve finansal liberalizasyon sürecine değinmekte; bir finansal krizin aşamalarını aşağıdaki şekilde açıklamaktadır.[61]

1.3.5.1.1 Finansal Liberalizasyondan Para Krizine

Gelişmekte olan piyasa ülkelerinde bir finansal krize yol açan ilk aşama, genellikle finansal liberalizasyon süreciyle başlamaktadır. Finansal liberalizasyonla birlikte, faiz oranlarındaki tavanlar ve izin verilen kredi türleri kaldırılmakta, finansal sistem özelleştirilmektedir. Zayıf düzenleme ve denetleme mekanizmalarının varlığı, kalifiye kredi yöneticilerinin ve başarılı denetçilerin mevcut olmayışı, hükümet tarafından uygulamaya konulan açık veya zımni mevduat sigortaları gibi unsurlar, finansal liberalizasyon, risk üstlenmek için yeni fırsatlar yarattığı zaman, aşırı risk alımına yol açmaktadır. Bankalar ve diğer finansal kurumlar fon çekebilmek amacıyla yüksek faizler ödemektedir ve sağlanan fonlar, devlet garantisiyle veya IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından sağlanan garantilerle korunmaktadır izlenimi oluşmaktadır. Yabancı sermaye girişlerinin artmasıyla, kredilerde hızlı ve büyük bir artış yaşanmaktadır. Sermaye girişleri problemi, döviz kurlarının dolara sabitlenmesi şeklindeki devlet politikaları ile daha da şiddetlenmektedir. Bu, muhtemelen, yabancı yatırımlarda, düşük risk algısı uyandırmaktadır. Sermaye girişleri, bir kredi balonunu körükleyerek, finansal dalgalanmanın başlaması sonucunda, büyük kredi kayıplarına ve ilerleyen safhalarda banka ve diğer finansal kurumların bilançolarının büyük ölçüde bozulmasına yol açmaktadır.

Finansal sektör bilançolarındaki yaşanan bozulmanın kendisi, hali hazırda, bu ülkeleri krize götürmek için yeterli görünmektedir. Krizle birlikte finansal kurumların öncelikle kredilerini azaltması ve daha kötüsü, ilerleyen süreçte, geniş ölçekli bir bankacılık krizinin patlak vermesi, birçok bankanın iflas etmesi suretiyle, bankacılık sektörünün kredi verme işlevinin neredeyse tamamen kaybolmasıyla sonuçlanmaktadır. Ortaya çıkan kredi darboğazı, bir ülke ekonomisini ciddi anlamda zayıflatmaktadır. Aynı zamanda, bir ülkede oluşan bir bankacılık krizi, bulaşma

[61] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 7-12

etkisi sonucu, diğer ülkelere de sıçrayarak, global bir hale dönüşebilmektedir. Hisse senedi piyasasındaki düşüşler ve belirsizlikteki artışlar, finansal piyasalarda asimetrik enformasyon problemlerini arttırarak, büyük ölçekli krizleri hızlandıran ek faktörlerdir.

1.3.5.1.2 Para Krizinden Finansal Krize

Finansal sektör ve reel sektör bilançolarındaki bozulma, para krizi şeklindeki ikinci aşamaya yol açan önemli bir faktördür. Zayıf bir bankacılık sistemi, merkez bankasının ulusal parayı korumak için gerekli adımları atmasını zorlaştırmaktadır. Çünkü örneğin, merkez bankasının faiz oranlarını arttırması durumunda, banka bilançoları daha da kötüleşebilecek ve bankacılık sektörü daha da zayıf hale gelebilecektir. Burada, faiz oranlarındaki artışın banka bilançoları üzerindeki olumsuz etkisi, vade uyuşmazlığı ve ekonomi kötüleştiğinde artan kredi riskine maruz kalmaları nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar, bir ülkenin zayıf bankacılık sisteminin, o ülke merkez bankasının ulusal parayı başarılı bir şekilde savunmak için gerekli adımları atmasını zorlaştıracağının farkına vardıklarında, ülke parasını satmaktan bekledikleri kar büyük ölçüde arttığı için, spekülatif saldırıyı başlatmaktadırlar. Buradan, daha zayıf bir bankacılık sektörünün, başarılı bir spekülatif saldırının gerçekleşme olasılığını arttırdığını anlıyoruz.

Büyük bir spekülatif saldırının sonucunda ulusal para birimi aşırı değer kaybettiğinde, gelişmekte olan piyasa ülkelerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı[62], ulusal paranın devalüasyonuyla karşılıklı etkileşimde bulunarak, ekonomileri büyük finansal krizlere götürebilmektedir. Bu ülkelerde, çok sayıda firmanın döviz borcu olduğu için, ülke parasının değerindeki kötüleşme, varlıklarının değeri aynı kalsa bile, borçların ulusal para cinsinden değerinin artmasına yol açmakta; şirket bilançoları, ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin artmasıyla büyük bir darbe almaktadır.

Para biriminin çöküşü, aynı zamanda, yüksek faiz oranlarını beraberinde getirerek, bu ülkelerde gerçek ve beklenen enflasyonun yükselmesine yol

[62] Bu ülkelerde borç sözleşmelerinin oldukça kısa vadelere sahip olduğu ve genellikle yabancı para cinsinden düzenlenmekte olduğunu belirtmiştim.

açmaktadır. Faiz ödemelerinde ortaya çıkan artışlar, hane halkları ve firmaların nakit akımlarının azaltarak, bilançolarının daha da bozulmasına yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde borç sözleşmelerinin yaygın bir özelliği olan vadelerinin çok kısa, genellikle, 1 aydan daha kısa olması, kısa dönem faiz oranlarındaki bir artışın nakit akımları, dolayısıyla bilançolar üzerindeki etkisinin çok önemli hale gelebileceği anlamını taşımaktadır. Asimetrik enformasyon analizine göre, hanehalkları ve firmaların bilançolarının bozulması ise, kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki risk problemlerini arttırarak, kredi verenlerin kredilerini azaltmalarına yol açmaktadır.

Ekonomik aktivitede bir daralma ve ekonominin tüm kesimlerinin bilançolarında yaşanacak bir bozulma, birçok kişi ve firmaların borçlarını ödeyemeyerek, bankaların çok büyük zararlarla karşılaşmalarına ve şiddetli bir bankacılık krizine yol açmakta; bunun sonucunda, ekonomide daha ileri bir bozulma yaşanmaktadır. Gelişmekte olan piyasa ülkeleri için daha da kötü olanı, kısa vadeli yükümlülüklerin yabancı para cinsinden olması ve bir devalüasyonun banka bilançolarını daha da bozmasıyla, bu yükümlülüklerin değerinde keskin bir artışın yaşanmasıdır.[63] Görüldüğü üzere, bu tür bir bankacılık krizi, bankaların kredi verme işlevini sekteye uğratmaktadır ve aynı zamanda, finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk problemlerini kötüleştirmektedir. Gerek finansal gerek reel sektörde bilançolarında büyük çaplı bir bozulmaya neden olan bir para krizinin sonucu, kredilerde ve ekonomik aktivitede yaşanacak şiddetli bir daralmadır. Finansal piyasalar, fonları üretken yatırım fırsatlarına dönüştürecek kişilere aktarma işlevini yitirmekte, bu da ekonomi açısından oldukça yıkıcı etkiler doğurmaktadır.

[63] Bankalar, yabancı para cinsinden düzenlenen yükümlülüklerine denk gelecek şekilde yabancı para cinsinden varlıklara sahip olsalar, yani bir anlamda, döviz kuru riskini hedge etmiş görünseler bile, bir devalüasyon, banka bilançolarına büyük zarar verebilmektedir. Bu defa zarar, kredi alanların bilançolarında, yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülükler arasında bir uyuşmazlığın doğması sonucu, kredilerin geri ödenememesinden dolayı ortaya çıkmaktadır. Kredi alanlar açısından piyasa riski, döviz cinsinden kredi açmış olan bankalar için bir kredi riskine dönüşmektedir (Mishkin ve Hahm, 2000; a.g.m., s. 9).

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

- MAKRO ANALİZ -

Finansal bir krizin oluşmasına katkıda bulunan ve literatürde krizlerin öncü göstergeleri olarak tanımlanan birtakım ekonomik değişkenler bulunmaktadır. Çalışmanın 2. ve 3. Bölümlerinde, asimetrik enformasyon teorisine göre krizleri hızlandıran ana faktörlerde değişimlere yol açan finansal liberalizasyon, sabit kur sistemleri, kısa vadeli dış borçlanmada ve kredilerde yaşanan artış, makroekonomik dengesizlikler ve bankacılık sektöründeki kırılganlıklar gibi Türkiye 2000-01 Krizleri'nde etkili olan faktörleri ele alacak; aynı zamanda, sözkonusu krizlerde yaşanan süreç ve verilerin asimetrik enformasyon teorisini destekleyip desteklemediği sorusunun cevabını arayacağım. Ayrıca, sözkonusu krizlerde, asimetrik enformasyon problemlerinin artmasına ve finansal krize yol açan faktörler içerisinde belirgin bir role sahip olan bankacılık sektörü bilançolarındaki bozulmalar üzerinde detaylı bir şekilde duracağım.

2.1 Finansal Liberalizasyon, Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizlerin En Temel Nedenlerinden Biri…

1980 sonrasında, global sermaye piyasalarında önemli bir büyüme yaşanmıştır. Bu büyüme, küresel politik atmosfer, finansal teknoloji ve yatırımcıların tercihlerinde meydana gelen büyük değişimi yansıtmıştır. Sovyetler Birliği'nin çöküşü ve dünya genelinde daha demokratik ve piyasaya dönük politikalara yönelişle birlikte, gelişmekte olan piyasa ekonomilerine verilen kredilerde ve yapılan yatırımlardaki artış, hükümetlerin yabancı sermayeyi çekmek konusundaki isteğini arttırmıştır. Ayrıca, teknolojik gelişmeler, global portföy yönetimini ve endeks fonlarının gelişmekte olan ülkelere kaymasını kolaylaştırmaktadır. Buradaki temel

amaç, portföy çeşitlendirme yoluyla, daha düşük volatilite ile daha yüksek getiriler elde etmek olmaktadır.[64]

Gelişmekte olan ülkelerde 1980 sonrasında yaşanan finansal krizlerin tamamı, 1980 ve 90'ların yeni uluslararası finansal piyasa yapılarının temel özelliğini, yani sermaye akımlarının liberalize edilmesini işaret etmektedir. Bu yıllardan itibaren, döviz krizleri sadece kötüleşen ekonomik temeller nedeniyle değil, sermaye akımlarındaki dalgalanmalar sonucunda da ortaya çıkmaktadır.[65] Özellikle 90'lı yılların ikinci yarısından itibaren, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin hem oluşum sıklığı hem de şiddeti artmaktadır. Muhakkak, ekonomik atmosferin bu denli değişmesinin arkasında yatan önemli faktörler vardır. İşte burada, sermaye akımlarının ve finansal sektörlerin liberalizasyonunun ekonomik atmosferdeki hızlı değişimle birlikte artan krizlerdeki etkileri ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan liberalizasyon süreçlerinin, bu ekonomileri ani sermaye akımlarına ve finansal krizlere karşı savunmasız hale getirdiği açıktır.

Finansal liberalizasyonla birlikte sermaye hesabının tam konvertibilitesinin sağlanmasıyla, uluslararası para ve sermaye piyasalarıyla entegrasyon ve finansal piyasalarda rekabet sağlanması amaçlanmıştır ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere, sundukları yüksek getiriler nedeniyle, özellikle portföy yatırımları şeklinde büyük sermaye girişleri yaşanmıştır. Ancak, liberalizasyon süreçleri, olumsuz gelişmelerin yaşanması durumunda hızlı ve büyük sermaye çıkışlarının görülmesiyle sonuçlanarak bu ülkelerde, çoğu zaman, ekonomik istikrarsızlığın ve finansal krizlerin oluşum sıklığının artmasına neden olmuştur. Ayrıca, bankacılık sektörünün zayıf olduğu, etkin düzenleme ve denetleme mekanizmalarının var olmadığı bir finansal sistemde, aşırı risk alımı ve kredilerde hızlı bir artışı beraberinde getirerek, ülkelerin kırılganlıklarının artmasına yol açmıştır.

[64] Feldstein, Martin (2002); "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", NBER Working Paper 8837, March 2002, 1-37, s. 3

[65] Arı, Ali ve Rüstem Dağtekin (2008), Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis, International Journal of Emerging and Transition Economies, Vol.1-8, 2008, 191-218, s. 192

Kaminsky ve Reinhart, finansal liberalizasyonun yaşandığı ülkelerde para ve bankacılık krizlerinin gelişimini inceledikleri çalışmalarında, liberalizasyon süreçlerinin bankacılık ve para krizlerini beraberinde getirdiği sonucuna ulaşmıştır.[66] Yine Chang ve Velasco, bankacılık sektöründeki kırılganlıkların bir ülkeyi spekülatif saldırılara karşı oldukça duyarlı hale getirdiğine ve sermaye akımlarındaki trendin negatife dönmesiyle, bankacılık sektörünün ödeme yeterliliğine sahip olsa bile likit olmadığı için büyük bir krizle karşı karşıya kalacağına işaret etmiştir.[67]

Radelet ve Sachs (s. 82), gelişmiş ülkeler ve uluslararası kurumların, sermaye konvertibilitesini, birçok gelişmekte olan ülke ekonomisi için yüksek öncelik haline getirmiş olduğunu belirtmiştir. Bununla beraber, finansal piyasalarda reform süreci güçtür ve ilk aşamalarda sermaye hesabının konvertibilitesine geçiş, çoğu zaman bir krize yol açmaktadır. Radelet ve Sachs, finansal reformların doğru bir sıralamayla gerçekleştirilmesinin ve yurtiçi finansal piyasaların etkin işleyişi mümkün olana kadar, sermaye konvertibilitesine geçişin durdurulmasının önemini vurgulamaktadır. Finansal piyasalarını dışa açmakta daha yavaş hareket eden ülkeler daha az problemle karşılamışlardır; örneğin Tayvan, uzun süre sermaye konvetibilitesine geçmemiş ve hiç kriz yaşamamıştır.[68]

Finansal Liberalizasyon Sürecini Takiben Ülke Ekonomilerinde Yaşanan En Şiddetli Krizler

Ülke	Finansal Liberalizasyonun Başladığı Tarih	Kriz Yılları
Meksika	1986-1990	1994-1995
Filipinler	1981-1985	1997-1998
Güney Kore	1981-1985	1997-1998
Brezilya	1986-1990	1998-1999
Malezya	1986-1990	1997-1998
Tayland	1986-1990	1997-1998
Türkiye	1980-1989	1994-1995, 2000-01
Arjantin	1977-1981	2001-2002

Kaynak: Mishkin (1996), (1999a), (1999b)

[66] Kaminsky, Graciela (1999); "Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress", IMF Working Paper, 99/178, December
[67] Chang, M. and A.Velasco (2000); "Financial Fragility and Exchange Rate Regime", Journal of Economic Theory, No:92
[68] Radelet, S. and J. Sachs (1998); a.g.m., s. 82

Sermaye hesabının konvertibilitesinin iyi yönetilmesi, gerçekten büyük önem arzetmektedir. Sermaye hesabının konveritibilitesi, bir ülkeye sermaye girişlerini teşvik ederek, ülkenin kaynaklarını artırmakta; aynı zamanda, yurtiçi yerleşiklerin uluslararası portföy çeşitlendirmesinin avantajlarından yararlanmasına imkan sağlamaktadır. Diğer yandan, volatilitesi yüksek sermaye akımları, yurtiçi finansal piyasalarda ve döviz kurundaki istikrarı bozma potansiyeline sahiptir. Bu nedenle, cari hesap konvertibilitesine geçmiş bazı ülkelerin sermaye hesabı konveritibilitesine geçişi ertelemiş oldukları görülmektedir.

Finansal liberalizasyon sürecinin aşama aşama kaydedilmesi büyük önem taşımaktadır. Özellikle, makroekonomik istikrar sağlanmadan ani ve gelişigüzel başlatılan finansal liberalizasyon süreçleri, ülkeleri kolaylıkla krizlere götürebilmektedir. Liberalizasyon süreci başladığı zaman, henüz banka denetleme mekanizmaları oturmamışsa, risk alımı davranışını engelleyen düzenlemeler bulunmamaktadır; bu da gelecekte banka bilançolarının bozulmasına büyük katkı sağlamaktadır.[69] Radelet ve Sachs, gelişmekte olan piyasaların global finansal sisteme entegre edilmesi için yapılan düzenlemelerin oldukça hatalı olduğuna ve sözkonusu ülkelerin para ve sermaye piyasalarında yaşanan liberalizasyon sürecinin, şiddetli makroekonomik krizler tarafından izlendiğine işaret etmiştir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin çoğu, büyük ölçüde liberalize olan bankacılık işlemlerini desteklemek için gerekli düzenleyici yasal ve kurumsal altyapıdan ve mevduat sahiplerinin güvenlerindeki ani değişikliklerle başedebilmek açısından son derece önemli bir role sahip olan Merkez Bankası'nın "nihai kredi mercii" rolünü üstlenebilme kapasitesinden yoksundurlar; dolayısıyla erken gerçekleşen finansal liberalizasyon, bu ülkeler için krizlere giden zemini hazırlamaktadır.[70]

Düzenleme ve denetleme mekanizmalarının etkin çalışmadığı zayıf bir bankacılık sektörünün varlığı durumunda, büyük sermaye girişleri, bankaların yurtiçine açtıkları kredileri arttırmakta, dolayısıyla, tüketim harcamaları artmakta ve aşırı borçlanma sonucunda varlık fiyatları şişmektedir. Ekonomide durgunluk

[69] Mishkin, F. (1999b); a.g.m., s. 1530
[70] Radelet, S. and J. Sachs (1998); a.g.m., s.18 ve 70

başladığı zaman ise, iyi bir değerlendirme ve izleme sürecinden geçirilmeden açılan krediler, bankaların krize olan duyarlılıklarını arttırmakta, akabinde, ulusal paraya spekülatif bir saldırı gerçekleşmesi durumunda, bir para krizi yaşanma olasılığı yükselmektedir.[71] Türkiye örneğinde de, özellikle 1999 yılsonunda sabit benzeri bir kur sisteminin uygulanmasını takiben, bankalar yurtdışından düşük faiz oranlarıyla dövizle borçlanarak, TL cinsinden krediler açmışlar ve kredilerin GSMH'ya oranı hızlı bir şekilde yükselmiştir. Ancak bu süreçte, kredi verilmesi sürecinde etkinlik sağlanamamış ve özellikle grup şirketlerinin finansman açıklarının giderilmesine yönelik yanlış uygulamalar yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde, ekonomilerde liberalizasyon sürecinin rolünü ölçebilmek için kullanılan ölçütlerden biri cari açık/GSYİH oranıdır. Arı ve Dağtekin (s. 212), cari açık/GSYİH indikatörünün oldukça belirgin olduğuna ve Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal liberalizasyon sürecinin krizlerin oluşumunda önemli bir rolü olduğuna işaret etmektedir. Çalışmalarında ulaştıkları sonuçlara göre, cari açıklar sermaye girişleriyle finanse edildiği zaman kriz indikatörü düşmekte; fakat yatırımcıların ülkeye olan güveninde bir kayıp yaşandığı zaman kriz indikatörü ani bir yükseliş sergilemektedir. Ancak makroekonomik temellerin sağlam olması durumunda, liberalizasyon tuzağından kaçınılabilmektedir. Portföy yatırımları/GSYİH oranı ve hisse senedi piyasasındaki hareketler de finansal liberalizasyonla ilişkili olarak, krizin başlangıcında sinyal veren indikatörlerdir. Toplu sermaye girişleri ve sonrasında yaşanan ani çıkışlar, kontrolsüz bir dalgalanmaya yol açmaktadır. Bu durum, güvensizliğe yol açarak, paniğe neden olmakta ve dolayısıyla, makroekonomik temelleri zayıflatmaktadır.[72]

2.1.1 Verdikleri ve Aldıklarıyla Türkiye'de Finansal Liberalizasyon

2000'lerin başında, Türk ekonomisini karakterize eden birçok dengesizlik ve kırılganlığın, esasen, 1980 sonrası izlenen politikalara dayandığını görmekteyiz. 70'li yıllarda piyasa ekonomisine geçiş başlamakla birlikte, ekonomide devletin ağırlığı

[71] Yay, Gülsün Gürkan; "1990'lı yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, 42, 1234-1248, s. 8
[72] Arı, Ali ve Rüstem Dağtekin; a.g.m., s. 212

kısmen devam etmektedir. Bir kere, Merkez Bankası'nın aldığı kararlarda hükümetin etkili olması, bankanın bağımsız hareket edememesine neden olmaktadır. Ayrıca, kamu bankalarının finansal sistem içerisindeki ağırlığı çok yüksektir. Ekonomide ve finansal piyalarda yaşanan istikrarsızlıklar dikkati çekmektedir. Türkiye, 1970'lerin sonlarında başlayan finansal kargaşaya cevaben, 1980'lerde, devletin ekonomideki ağırlığının azaltılması amacı da güdülerek, liberalizasyon destekli bir istikrar programını uygulamaya koymuştur. Program, aslında geniş kapsamlı bir yapısal değişime işaret etmekte ve yurtiçi tasarrufların arttırılarak yatırım projelerinin finansmanında kullanılması sonucunda, hem yatırımlarda hem de ekonomik aktivitede büyümeyi hedeflemektedir. Böylece finansal piyasaların daha etkin ve esnek bir işleyişe kavuşması sağlanarak, yurtiçi tasarrufların düşük maliyetlerle üretken yatırım fırsatlarına dönüşmesi mümükün olacaktır.

Ancak, liberalizasyon sürecini takip eden dönemde, gerekli kurumsal ve yasal reformların hayata geçirilememesi, 90'lı yıllarda Türkiye ekonomisinde istikrarsızlıklara yol açmıştır. 1994'de yaşanan krizden gerekli derslerin çıkarılamaması ve ülke ekonomisini gelecekte yaşananacak muhtemel krizlere karşı güçlendirmek için gerekli önlemlerin alınamaması ise, ekonomik ve finansal istikrarsızlığın artarak devam etmesine katkıda bulunmuştur.

1980'lerde başlatılan liberalizasyon sürecini iki dönem altında inceleyebiliriz. İlk dönemde, mevduat faiz oranlarının deregülasyonu ve SPK'nın kurulması gibi gelişmelere, 1980'lerin sonlarında tamamlanan ikinci dönemde ise, sermaye hareketleri üzerindeki bütün kısıtlamaların kaldırılmasına ve tam anlamıyla sermaye hesabının liberalizasyonunun gerşekleştiğine şahit olmaktayız. 1989 yılında sermaye hesabının liberalize edilmesi ve konvertibilite koşullarının kabul edildiğinin IMF'e bildirilmesi oldukça önemli gelişmelerdir. Ancak, Celasun (s. 6), alınan kararların, enflasyonda iyileşme sağlanmadan, döviz rezervleri güçlendirilmeden ve mali denetim kapasitesinde artış sağlanmadan alındığına ve bu kararların arkasında, dış kaynak girişlerinin artmasıyla ekonomiyi canlandırma isteğinin olduğuna işaret etmektedir. Özellikle, ikinci dönemde yaşanan bu gelişmeler, Türkiye'nin finansal

anlamda dışa açılmasını sağlarken; aynı zamanda, TL'ye karşı gerçekleşen bir çok spekülatif saldırıyı da beraberinde getirmiştir.[73]

Uygulanan liberalizasyon destekli programla birlikte, 1980-87 periyodunda kısmen başarılı olunmuş; enflasyonda iyileşmeler görülmüş ve kamu sektörü borçlanma gereksinimi azalmıştır.[74] Çolak (s. 18), finansal liberalizasyon sürecinde, faiz oranlarının serbest bırakılması, sektöre yeni banka girişlerinin kolaylaştırılması, sektörün uluslararası piyasalara açılması, yurtdışından borçlanmanın mümkün hale gelmesi ve sektörde yer alan bankaların döviz cinsinden işlem yapmalarının serbest bırakılması gibi kararların altında yatan nedenlerin başında, hızla artan kamu açıklarının finanse edilmesi kaygısının bulunduğunu belirtmektedir.[75]

Finansal liberalizasyonla birlikte, Türkiye ekonomisinin dışa açıldığını görmekteyiz. Bir ekonominin dışa açıklığını gösteren en yaygın ölçütlerden biri, ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranıdır. Özkan (s. 546), Türkiye ekonomisinin dışa açıklığının 1980'lerde yaşanan liberalizasyon süreciyle birlikte giderek arttığına işaret etmiştir.

Tablo 2.1: İthalat, İhracat ve Net Doğrudan Yatırımlar, 1970-90 (Milyon USD)

	1970	1973	1976	1978	1980	1981	1983	1985	1988	1990
İhracat	588	1,317	1,960	2,288	2,910	4,703	5,905	8,255	11,929	13,026
İthalat	948	2,086	4,872	4,369	7,513	8,567	8,895	11,230	13,706	22,581
FDI	58	-	-	-	18	141	87	158	387	788

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı[76]

Türkiye'de 1980 sonrasında başlatılan finansal liberalizasyon ve reform süreci, ne yazık ki, başarılı bir şekilde gerçekleştirilememiştir. Düzenleyici reformlar, kısmi ve gelişigüzel bir şekilde yapılmıştır. Kısmi reformlar, finansal sektörün özellikle bankacılık sektörünün kırılganlığının artmasına yol açmış; kısa vadeli dış borçlanma çok artmış, yurtiçindeki bankaların kısa vadeli uluslararası kredilere

[73] Celasun, Merih (2002); "2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik Bir Değerlendirme", University of Utah, 1-56, s. 6

[74] Akyüz, Yılmaz ve Korkut Boratav (2002); "The Making of the Turkish Financial Crisis", United Nations Conference on Trade and Development, Discussion Papers, No:158, April 2002, 1-43, s. 4

[75] Çolak, Ömer Faruk (2001); "Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri", G.Ü İ.İ.B.F Dergisi, Şubat 2001, 15-30, s. 18

[76] Koch, Levent ve Chaudhary (2001); "February 2001 Crisis in Turkey: Causes and Consequences", Pakistan Development Review, 467-486, s. 468

kuralsız ve başıboş bir şekilde erişimi kolaylaşmıştır. Bankaların düşük maliyetli borç bulma olanaklarının artmasıyla, banka kredileri hızlı bir şekilde büyümüş; ancak, finansal piyasalarda doğru ve yeterli denetim ve düzenlemeler yapılmamıştır. Bu kırılganlıklar, Türkiye ekonomisini, ani ve hızlı sermaye çıkışlarına oldukça hassas bir hale getirmiş ve krizlere davetiye çıkarmıştır.

24 Ocak 1980 Kararları, 30 ve 32 Sayılı Kararlar ile 4389 Sayılı Bankalar Kanunu gibi düzenlemeler, Türkiye'nin ekonomik ve finansal sisteminin libaralizasyonu açısından son derece önemli düzenlemelerdir. 24 Ocak Kararları ile devletin ekonomideki ağırlığının azaltılması, serbest piyasa ekonomisinin oluşturulması, uluslararası piyasalarla entegrasyonun sağlanması ve yabancı sermayenin teşvik edilmesi gibi unsurlar amaçlanmıştır. Türkiye'nin dış ticaretinin artmasında 24 Ocak 1980'de başlatılan geniş ölçekli ekonomik programın çok büyük katkısı vardır. İçe kapalı bir ekonomiden dışa açık, ihracata dayalı bir sanayileşmeye geçiş yapılmıştır. Kredi ve mevduat faiz oranları üzerindeki tavanlar kaldırılmıştır. 1984 yılında çıkartılan 30 Sayılı Karar, kambiyo rejiminin esaslarının oluşturulması ve 1989 tarihinde çıkartılan 32 Sayılı Karar, döviz ithalinin serbest bırakılması açısından oldukça önemlidir. 1986 yılında İMKB'nin ve 1994 yılında İstanbul Altın Borsası'nın kurulması, finansal sistemin liberalize edilmesi amacıyla yapılan yine çok önemli girişimlerdir. 1989 yılında, biraz önce değindiğim üzere, sermaye hesabının liberalizasyonunun sağlanmasıyla, Türk lirası konvertibl para haline gelmiştir.

2.1.1.1 Kısaca 1980 Öncesi ve Sonrası Dönem

1980 öncesine baktığımızda, faiz oranlarının serbest piyasa koşullarında oluşmadığını, zorunlu tasarruf oranları gibi uygulamalar ile rekabetçi olmayan ve dışa kapalı bir ekonomik yapının mevcut olduğunu görmekteyiz. Günçavdı ve Küçükçiftçi (s. 4-6), 1980 öncesi ve sonrası dönemi aşağıdaki şekilde açıklamaktadır. 1980'de başlanan deregülasyon öncesi dönemde, finansal piyasalarda sabit faiz oranları ve döviz kurları, finansal kazançlar üzerine konulan yüksek vergiler, yüksek likidite ve rezerv karşılık oranları, tercihli kredi tahsisleri, finansal piyasalara girişte birtakım engellerin mevcut olması şeklinde değişik formlarda devlet müdahaleleri

sözkonusudur. Genişleyici maliye politikalarının sonucunda oluşan yüksek enflasyon ve düşük-sabit faiz oranları, negatif reel faiz oranlarına yol açmakta ve hanehalklarının tasarruflarını bankacılık sektörüne yönlendirmesine engel olmaktadır. Sabit faiz oranlarının bir sonucu olarak, düşük tasarruflar ve dolayısıyla düşük kredi verilebilir fonlar, Türk bankalarını, kredilerin temerrüt riskini azaltacak şekilde tahsis edilebilmesi için, etkin olmayan bir derecelendirme mekanizması geliştirmeye sevketmiştir. Ekonomik büyümeyle ilgili çok yüksek belirlenmiş hedefler ve bu oranları finanse etmek için gerekli olan yurtiçi tasarrufların yetersiz kalması, ekonominin yabancı tasarruflara bağımlılığını arttırmıştır. Bu dönemde, uluslararası ekonomik koşulların pek de dostça davranmaması nedeniyle, dış borçlanmaya başvurmak oldukça güçtür. 1979-80 döneminde Türkiye ekonomisinin yaşadığı irili ufaklı kargaşalar, ülkenin ithal ikameci yaklaşımlardan dışa dönük ve sanayileşmeye dayalı politikalara kaymasına neden olmuştur.[77]

1980'de başlatılan geniş kapsamlı yapısal programla birlikte, ilk etapta, ticaret ve finans alanında reform süreci başlamıştır. Ticaret ayağında döviz kurları liberalize edilmiş, kota ve lisanslama sistemi gibi ithalat üzerindeki tüm miktar kontrolleri kaldırılmıştır. İhracat gelirlerini teşvik etmek için, vergi iadeleri ve sübvanse krediler şeklinde uygulamalar başlatılmıştır. IMF ve Dünya Bankası'ndan fon sağlanması amacıyla, kredibilitenin geliştirilmesi ve ödemeler dengesinin iyileştirilmesi için çaba sarfedilmiştir.[78]

Faiz oranlarının deregülasyonu, reel faiz oranlarının pozitif hale gelmesini sağlamıştır. Finansal kaynakların daha etkin işleyen piyasalar aracılığıyla ekonomiye tahsis edilmesini sağlamak ve şirketler kesiminin iç finansman ve banka kredilerine olan bağımlılığını azaltabilmek için, İMKB ve SPK gibi yeni finansal kurumlar faaliyete geçirilmiştir. Yabancı bankaların Türk finansal sistemine girişini kısıtlayıcı kurallar kaldırılmış; liberalizasyon öncesi periyodla kıyaslandığında, 4 olan yabancı banka sayısı 21'e yükselmiştir. 1986 yılında Interbank para piyasası kurulmuştur. 1987 yılında TCMB, ilk defa açık piyasa işlemlerini başlatmıştır. 1989'da ise, 32

[77] Günçavdı, Ömer ve Suat Küçükçiftçi (2002); "Financial Reforms and the Decomposition of Economic Growth: An Investigation of the Changing Role of the Financial Sector in Turkey", Ağustos 2002, 1-30, s. 5

[78] Günçavdı, Ö. ve S. Küçükçiftçi; a.g.m, s. 5

Sayılı Karar'la, sermaye hesabının liberalizasyonu sağlanmıştır. Bu kararla, sermaye giriş ve çıkışları üzerindeki tüm kontroller kaldırılmış; yerleşiklerin döviz ve yabancı menkul kıymet alım-satımları, aynı şekilde, yerleşik olmayanların da, TL ve Türk menkul kıymetleri alım-satımlarına izin verilmiştir. Türk ticari bankaları, dış ticaret şirketlerine döviz cinsinden krediler açmaya başlamışlardır. TL'nin tam konvertibilitesinin sağlanması için IMF'e başvurulmasıyla, liberalizasyon süreci 1990 yılı Nisan ayında tamamlanmıştır. 1989'da sermaye hesabının liberalizasyonuyla, Türkiye'ye sermaye girişleri hızlanmıştır.[79]

Ekonomik büyüme, 1983-1993 döneminde, %5'e yakın bir oranla, oldukça iyi bir performans sergilemiştir. Diğer yandan, sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla, hükümetin, uluslararası sermayeyi ülkeye çekerek, özel sektör yatırım projelerinin yerine, kamu sektörü açıklarını finanse etmeye çalıştığı görülmektedir. Türkiye'de makroekonomik dengesizliklerin artmasının işaretlerinden biri, sürekli artan kamu borçlanma gereksinimidir. KKBG/GSYİH oranı, 1980'de %4 seviyesindeyken, 1989-1993 döneminde %9'a yükselmiştir. Açıktaki bu artış, kamu sektörünün kaynak sağlamak için, özel sektörle büyük ölçüde rekabet etmesine yol açmıştır.[80]

Liberalizasyon süreciyle birlikte, rekabet artmış, hem Türk hem de yabancı bankaların sayısında, dikkate değer bir artış yaşanmıştır. Makroekonomik ve politik istikrarsızlıklar ve finansal sektörde düzenleyici altyapının zayıf olması nedeniyle, sermaye hesabının liberalizasyonu için, açıkça görüldüğü üzere, ülke hazır değildir. Benzer şekilde, yasal düzenlemelerin uygulanmasında birtakım sıkıntılar ve bürokratik engeller bulunmakta ve finansal kurumların, altyapılarını sürece hazır hale getiremedikleri anlaşılmaktadır. Finansal sektörde uygun düzenleyici ve denetleyici mekanizmalar oluşturulmadan girişilen erken ve gelişigüzel liberalizasyon, finansal sistemin deregülasyonunu, fiyat liberalizasyonunu ve finansal piyasalara girişteki bariyerlerin elemine edilmesini içermektedir. Yasal kısıtlar ve zayıf düzenleme ve denetleme mekanizmaları altında, Türkiye'de hızlı bir süreç yaşanmıştır.

[79] Günçavdı, Ö. ve S. Küçükçiftçi, a.g.m, s. 6
[80] Günçavdı, Ö. ve S. Küçükçiftçi, a.g.m, s. 7

Bankacılık Kanunu'nda gerçekleştirilen düzenlemelerle birlikte, finansal piyasalardaki çerçevenin uluslararası standartlara uyumlu hale getirilmesi yönünde çalışmalar yapılmış; banka giriş-çıkışları kolaylaştırılmış, lisanslama süreçlerinde yeni uygulamalar hayata geçirilmiş ve kurumsal yapıda köklü değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Akyüz ve Boratav'ın (s. 5), işaret etikleri üzere, ulusal finansal piyasalar, mali disiplin sağlanmadan ve enflasyon kontrol altına alınmadan liberalize edilmiştir. Faiz oranlarının serbest bırakılması ve Merkez Bankası finansmanından doğrudan menkul kıymet ihracına geçiş, kamu sektörü açıklarının finansman maliyetini arttırmıştır. Giderek artan faiz oranları nedeniyle, kamu iç borcunun ve faiz ödemelerinin GSYİH'ya oranı, 1980 ortalarından itibaren artmaya başlamıştır. Kamu kesimi açıkları ve enflasyondaki artışlara, 1989'da sermaye hesabının tam konvertibilitesiyle karşılık verilmesiyle ulaşılmak istenen zımni amaç, özel yatırımları dışlama etkisi yaratmaksızın, kamu kesimi açıklarının finansmanının kolaylaştırılması olmuştur.[81]

Yukarıda belirttiğim üzere, 32 Sayılı Karar, bu süreçteki dönüm noktalarından biri olmuştur. Sözkonusu karar ile sermaye hesabındaki kısıtlar kaldırılmış ve döviz kuru rejimi değişikliğiyle, tasarrufların ülke parası yerine döviz cinsinden tutulması mümkün hale gelmiştir. Ancak, 1989 kararları, finansal piyasalardaki kırılganlığın ciddi anlamda artmasına yol açmıştır. Yeldan'ın, (s. 7-8) belirttiği üzere, 32 Sayılı Karar, Türkiye ekonomisinin diğer ülkelerle olan tüm finansal işlemlerini liberalize etmiş ve varlık piyasalarını tamamen yabancı sermaye akımlarınının kısa vadeli spekülatif hareketlerine bağımlı hale getirmiştir. Böyle bir yapı içerisinde, Türkiye ekonomisi, 1990'larda %100'ü aşan spekülatif arbitraj oranları sunmuştur. Türkiye, reel oranlarla, Ocak 1996'da %100, Aralık 1998'de %60, Mart 2001'de %80 seviyelerinde kazançlar sunarak, finansal spekülasyon dünyasında, önde gelen gelişmekte olan ülkelerden biri haline gelmiştir.[82] Ancak, yurtdışından USD cinsinden borç al- Türk lirasına çevir-hazine bonosu/devlet tahvili

[81] Ancak, mali problemler daha da şiddetlenmiş ve devletin faiz yükü giderek artmıştır. 1990'larda, kamu borçlanma kağıtları faiz oranlarının, enflasyon oranlarını ortalamada 30 puan aşmış olduğunu görüyoruz. Yaklaşık %75 enflasyonla, bu % 17'nin üstünde bir reel faiz getirisi anlamına gelmektedir (Akyüz ve Boratav; a.g.m., s. 5).
[82] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 7-8

satın al-yüksek faiz kazancı sağla şeklinde işleyen mekanizma, dış borcun aşırı büyümesini sağlayarak, finansal kırılganlığı arttırmıştır.

1990'lı yılların krizlere zemin hazırlayan en önemli özelliklerinden biri, kamu açıklarının iç borçla finansmanında bankaların üstlendiği aracılık işlevinin hızla gelişmesidir. Bankalar, kısa vadeli dış borçlanmayla açık pozisyonlarını arttırmışlar ve DİBS'lere yatırım yapmışlardır. İç borçlanmanın vadesi kısalmış, bankacılık sektörünün riskleri birikmiş, kırılganlıkları artmış ve iç borçlanma faizlerinin içerdiği risk primi, anormal seviyelere yükselmiştir.[83]

Faiz oranlarının içerdiği risk priminin yükselmesindeki ana etmenlerden biri, yaşanan politik istikrarsızlıklardır. 1990-2000 yılları arasında ülke, çok sayıda seçim süreci ve hükümet değişikliği yaşamış; seçim harcamaları ve popülist yaklaşımlar nedeniyle kamu açıkları artmıştır. Her yeni gelen yönetim, önceki hükümet tarafından uygulanan ekonomik programları sonlandırmış, sil baştan yeni programları uygulamaya koyarak, ülke ekonomisini yapboz tahtasına çevirmiştir. Dolayısıyla, kontrolsüz kamu harcamaları ve politik istikrarsızlıklar, iç ve dış borcun hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır.[84]

Açık sermaye hesabına sahip diğer birçok gelişmekte olan ülke gibi, Türk finansal piyasaları, faiz oranları ve döviz kurları, uluslararası sermaye akımlarındaki yükseliş-düşüş dönemleriyle ilişkili olarak, bu on yıllık süreçte ciddi sallantılar yaşamıştır.[85] Ülkemizde sermaye birikiminin ekonomik kalkınmanın sağlanması açısından yeterli olmaması, yabancı sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır. Ancak, gerekli altyapı oluşturulmadan ve aşama aşama kaydedilmeden, özellikle makroekonomik ve politik istikrarsızlıkların varolduğu bir yapıda gerçekleştirilen liberalizasyon süreçleri, sermaye akımlarındaki düzensizliklere bağlı olarak, finansal dalgalanmaları beraberinde getirmektedir. Finansal liberalizasyon uygulamaları, Türkiye'de de, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, kısa vadeli sermaye akımlarında ve yurtiçine verilen kredilerde artışlara yol açmıştır. Bu ülkelerdeki bankacılık sektörünün kırılganlıkları ve makroekonomik istikrarsızlıklar dikkate

[83] Celasun, Merih; a.g.m., s. 7
[84] Koch, Levent ve Chaudhary; a.g.m., s. 474
[85] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 7

alındığında, yükseliş değil ama düşüş dönemlerinde, sermaye akımlarında ve kredilerdeki artışlar, finansal krizleri tetikleyen unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2 Sermaye Akımlarındaki Değişim

Krizlerin asimetrik enformasyon teorisi çerçevesindeki analizine göre, uluslararası sermaye hareketleri, finansal istikrarsızlık yaratan önemli faktörlerden biridir. Özellikle, 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülke ekonomilerine yaşanan sermaye akımlarındaki ani hareketlerin, makroekonomik dengesizliklere, döviz kurlarında ve ekonomik aktivitede şiddetli dalgalanmalara yol açtığını görmekteyiz. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde, kriz öncesinde ve süresince, sırasıyla yoğun sermaye girişleri ve çıkışları yaşanması dikkat çekicidir. Özellikle, yabancı sermaye girişlerindeki azalmalar, para krizleriyle yakından ilişkilidir. Gelişmekte olan ülkeler, zayıf düzenleme ve denetleme mekanizmalarına sahiptir ve sermaye girişleriyle problemlerin şiddeti iyice artmaktadır. Finansal liberalizasyon süreci başladığında, yüksek getiriler nedeniyle, yabancı sermaye, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sistemine akmakta ve bankaların aşırı risk almalarına yol açan bir kredi balonunu tetiklemektedir.[86] Sermaye girişleri, yurtdışındaki düşük faiz oranları ve yurtiçindeki yüksek getiriler arasında arbitraj fırsatları yaratmaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizlerde, büyük ölçekli sermaye girişleri yaşanan bir ülkeye, birdenbire sermaye girişleri durmakta, yerine mevcut kredilerin geri ödenmesi yönünde ani taleplerle karşılaşılmaktadır. Sermaye akımlarındaki bu ani ve ters hareketler, finansal sıkıntılara yol açmakta; krediler temerrüde düşmekte ya da temerrüdün eşiğine gelinmektedir. Sermaye akımlarındaki bu ters hareketlerin sonucu, bütün ekonomi için temerrüt riski doğmakta, borç ödemelerinin ödeme planlarının yeniden yapılması ve vadesi dolan kredilerin geri

[86] Mishkin, F. (1999a); a.g.m., s. 3

ödemelerinin finanse edilmesi için yeni kredi sağlayacak bir kreditör tarafından kurtarılma durumu sözkonusu olmaktadır.[87]

Finansal liberalizasyon süreciyle birlikte, ülkelere giren sermaye ve akabinde yaşanan çıkışlar, finansal bozulmanın büyüklüğüne ve ortaya çıkışına dair bulgular sağlamaktadır. Örneğin, Doğu Asya Krizi'nden en fazla zarar gören 5 Doğu Asya ülkesi, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'a olan net sermaye girişlerini incelediğimizde, bu 5 ülkeye olan özel sermaye girişlerinin 1994'de 40,5 milyar USD'den, 1996 yılında 92,8 milyar USD'ye çıkmış olduğunu görürüz. Birdenbire, 1997 yılında, uzun bir dönem süren sermaye girişleri aniden tersine dönmüş; 12,1 milyar USD büyüklüğünde bir net çıkış yaşanmıştır. 105 milyar USD büyüklüğündeki bu önemli ve beklenmedik sermaye dönüşü (93 milyar USD girişten 12 milyar USD çıkışa olan tersine dönüş), sözkonusu beş Asya ülkesinin kriz öncesi GSYİH'sının %11'ine denk gelmektedir.[88]

Günçavdı ve Küçükçiftçi (s. 8) Türkiye'de, sermaye hesabının liberalizasyonunun sağlandığı 1985-90 döneminde büyük sermaye girişleri yaşandığına işaret etmektedir. Liberalizasyon sonrası dönemin en önemli özelliği, yabancı fonların sağlandığı kaynaklardaki değişimdir. Reform sürecinin başlarında, finansal fonlar IMF ve Dünya Bankası gibi çok taraflı uluslararası organizasyonlar ve ikili kreditörlerden sağlanmakta iken, 1987'den itibaren, Aralık 1988'de Eurodollar piyasasına girmeyi başarması ve özellikle, 1989'da TL'nin tam konvertibilitesinin sağlanmasıyla, Türkiye, uluslararası sermaye piyasalarında çok sayıda yeni finansman olanaklarına kavuşmuştur. Özel fonlara bağımlılık, 1990 sonrası yaşanan kredi büyümesinde önemi giderek artan bir role sahip olmuştur. Finansal liberalizasyon süreci fonlara erişimi arttırırken, bu fonların kullanımı diğer

[87] Radelet ve Sachs, gelişmekte olan piyasalara verilen kredilerdeki büyük artışın, Meksika, Türkiye, Arjantin, Endonezya, Kore, Malezya ve Tayland gibi ülkelerden büyük ölçekli sermaye çıkışlarıyla sonuçlandığına dikkat çekmektedir. Sermaye çıkışları, mevduat sahiplerinin de panik yaşamasına neden olmaktadır. Örneğin, Arjantin ticari bankalarında, mevduat sahiplerinin ve kreditörlerin sürü halinde çıkışları görülmüştür. Bankalar likiditelerini kaybetmişler ve temerrüdün eşiğine gelmişlerdir. Ülkelerin çoğunda, borç servisinde temerrütlerin önlenebilmesi için, IMF, Dünya Bankası gibi kurumlar tarafından sağlanan geniş ölçekli uluslararası kredilere başvurulmuştur. Arjantin de, büyük bir finansal çöküşten, uluslararası kreditörler tarafından sağlanan acil kurtarma paketleri ile kurtulabilmiştir (Radelet ve Sachs; a.g.m., s. 4-12).

[88] Radelet, S. ve J. Sachs; a.g.m, s. 2

makroekonomik gelişmelerden özellikle kamu sektörünün ihtiyaçlarından büyük ölçüde etkilenmiştir.[89]

1994-95 Meksika Krizi'nden sonra, gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik sermaye akımları 1996-97 döneminde patlama yapmış; 1997 sonlarında oluşan Doğu Asya Krizi ve özellikle 1998 Rusya Krizi'nden sonra, aniden daralmış ve gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından olumsuz sonuçlar yaratmıştır. IMF kaynaklı değerlendirmelere göre, 1995 yılından sonra, gelişmekte olan piyasalarda finansal yatırım yapan kurumların çoğalması ve yeni yatırımcıların yeterli analizleri yapmadan bu piyasalara fırsatçı tavırlarla girip çıkması, fon akımlarındaki oynaklığı arttıran faktörlerdir. 1996-97 yıllarındaki olumlu dış konjonktür Türkiye'ye de yansımış, cari işlemler açığından daha büyük miktarlarda net sermaye girişi sağlanmıştır. Mali sermaye girişlerini açıklayan başlıca iki değişken, dış piyasalarda faizlerin düşmesi ve Türkiye'nin finansal yatırımcılara sunmuş olduğu arbitraj fırsatlarıdır. Ayrıca, bu dönemde, dış kredilere erişim gücü yüksek olan büyük ölçekli şirketler de dış borçlanmaya başvurmuşlardır.[90]

Aşağıdaki tabloda, 1995 yılından itibaren, net sermaye girişlerinin yıllar itibariyle GSMH'ya oranları verilmektedir.

Tablo 2.2: Net Sermaye Girişlerinin Yıllar İtibariyle GSMH'ya Oranı

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Net Sermaye Girişleri	2,7	3	3,7	-0,4	2,5	4,7	-9,8
-Kısa Vadeli Sermaye Akımları	2,2	1,5	0	0,7	0,4	2	-7,9
-Doğrudan Yatırımlar	0,5	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	1,9
-Portföy Yatırımları	0,1	0,3	0,9	-3,4	1,8	0,5	-3,1

Kaynak: TCMB

Sermaye akımlarının serbestleştirildiği bir ortamda, Türkiye 1994 ve 2000-01 Krizleri'ni yaşamıştır. Her iki kriz döneminin ortak özelliği, kriz öncesi yıllarda büyük miktarda sermaye girişlerinin olması ve kriz yılında da, büyük ölçekli sermaye çıkışlarının yaşanmasıdır. Arbitraj fırsatlarını değerlendirmek isteyen yatırımcılar,

[89] Günçavdı, Ö. ve S. Küçükçiftçi; a.g.m, s. 8
[90] Celasun, Merih; a.g.m., s. 9

devalüasyon beklentileri yükselince tedirgin olmuşlar ve sermayelerini yurtdışına transfer etmişlerdir.[91]

Türkiye 1999 yılının sonlarında, IMF destekli döviz kuruna dayalı bir istikrar programını uygulamaya başlamıştır. Diğer döviz kuruna dayalı istikrar programlarında olduğu gibi, programın yürürlüğe konulmasını takiben sermaye girişlerinde büyük bir hızlanma yaşanmıştır. Sermaye girişlerinde doğrudan yatırımların katkısı sınırlıyken, bankalar ve özel sektörün yurtdışından aldıkları kredilerin oranı çok yüksektir. Bu durum, üzerinde epeyce tartışılan ve sabit benzeri bir kur sisteminin uygulanmasının, döviz cinsinden borçlanan taraflara zımni bir garanti sağladığını öne süren ahlaki risk olgusunu desteklemektedir. Hükümetin döviz kurunun değişmeyeceği hususunda özel sektöre bir nevi garanti sunmasıyla sermaye girişleri hızlanmakta; ancak bu şekilde, ekonominin dış şoklara karşı savunmasızlığı artmaktadır.[92]

Sermaye girişlerindeki hızlı artışın sonucunda, Türkiye'de kredilerde aşırı bir büyüme yaşanmış; özellikle yurtiçindeki bankalar tarafından finanse edilen tüketim harcamalarında belirgin bir artış gerçekleşmiştir. Bununla beraber, kredilerdeki bu hızlı büyüme, bankaların portföylerindeki geri dönmeyen kredileri arttırarak, bankaları kredi riskine karşı daha savunmasız hale getirmiştir. Sabit kur sistemi kapsamında, bankacılık sektörü uzun vadeli ve daha yüksek getiriler sunan DİBS'lerin finansmanında, uluslararası finansal piyasalardan sağladıkları kısa vadeli döviz cinsinden fonları kullanmışlardır.[93]

Yeldan (s. 4-5), 2000 yılı Ocak-Kasım döneminde, yabancıların sermaye girişlerinin net kümülatif toplamının, 15,2 milyar USD olarak gerçekleştiğini ifade etmektedir. Ayrıca, yıl boyunca, bankacılık sektörünün yurtdışından aldıkları kredileri, 4,7 milyar USD'den, 11,1 milyar USD'ye arttırdığı görülmektedir. Piyasaların programa olan güveninin kaybolması neticesinde ise, yabancılar finansal sermayelerini Türkiye'den çekmeye başlamışlardır. Sadece Kasım ayının son

[91] Celasun, Merih; a.g.m., s. 41
[92] Serdengeçti, Süreyya (2002); "Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler, Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler", ODTÜ VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması, Eylül 2002, 1-9, s. 2
[93] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m, s. 8

haftasında, Türk finansal piyasaları, yabancıların kısa vadeli spekülatif işlemleriyle, 5,3 milyar USD kaybetmiştir. Aslında, sermaye akımlarının yönündeki bu hızlı değişim nedeniyle, yabancıların net sermaye akımları, Kasım ayından sonra, -8,7 milyar USD'ye ulaşmıştır. Bu durum, kriz süresince, Kasım ayından itibaren, Türk varlık piyasalarındaki yabancı sermaye kaybının 23,9 milyar USD (15,2+8,7) olarak gerçekleştiğini göstermektedir.[94] Bu miktarın, Türkiye'nin 2001 yılına ait GSYİH'sının (GSYİH'nın 196,736 milyar USD'lık değeri gözönüne alındığında) %12'sine tekabül ettiği görülmektedir.

Bu arada, sermaye akımlarındaki ters hareketlerin 2000 yılının Eylül ayında başladığını görmekteyiz. Özelleştirme duyurularındaki gecikmeler ve bankacılık sektörünün düzenlenmesi konusundaki önlemlerin ertelenmesi, programın yürürlüğe girmesiyle oluşan başlangıçtaki iyimserliğin kaybolmasına yol açmıştır. 2000 yılının ilk 9 ayında 11,1 milyar USD olarak gerçekleşen net sermaye girişleri, Eylül ayında çıkışa dönüşerek, Merkez Bankası'nın net uluslararası rezervlerinde 0,025 milyar USD bir azalmaya yol açmıştır.[95] Uygur (s. 6-7), özellikle 22 Kasım ve takip eden günlerde, döviz rezervlerinde önemli bir azalma olduğunu belirtmektedir. 17-24 Kasım haftasında yaklaşık 3 milyar USD, 24 Kasım-1 Aralık haftasında 2,5 milyar USD olmak üzere toplamda 5,5 milyar USD büyüklüğündeki azalma sonucunda, TCMB'nin döviz rezervleri 24,4 milyar USD'den 18,9 milyar USD'ye gerilemiştir. Bu durum, dezenflasyon programının net döviz rezervleri üstüne koyduğu alt sınıra inilmesi anlamına gelmektedir. Döviz rezervlerindeki hızlı erime, finansal piyasalardaki baskının ve gerginliğin arttığını göstermektedir. Bu baskı, Uygur tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda açıkça görülmektedir ve 13 Ekim-27 Ekim arasında yaşanan 1,8 milyar USD azalmadan anlaşılacağı üzere, rezervler üzerinde Kasım Krizi'nin ortaya çıkmasından neredeyse iki ay kadar önce hissedilmeye başlanmıştır.[96]

[94] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 4-5
[95] Alper, Emre; a.g.m., s. 10
[96] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 6-7

Tablo 2.3: Kasım ve Şubat Krizleri'nde TCMB Brüt Döviz Rezervleri

Tarih	Brüt Döviz Rezervi	Tarih	Brüt Döviz Rezervi
Kasım Krizi		Şubat Krizi	
06.10.2000	24,530	05.01.2001	25,097
13.10.2000	24,839	12.01.2001	26,593
20.10.2000	24,239	19.01.2001	26,143
27.10.2000	23,249	26.01.2001	25,691
03.11.2000	24,256	02.02.2001	25,928
10.11.2000	23,583	09.02.2001	26,565
17.11.2000	24,433	16.02.2001	27,943
24.11.2000	21,583	23.02.2001	22,581
01.12.2000	18,942	02.03.2001	21,521
08.12.2000	19,624	09.03.2001	21,529
15.12.2000	19,823	16.03.2001	20,060
22.12.2000	19,934	23.03.2001	19,170
29.12.2000	19,635	30.03.2001	18,445

Kaynak: TCMB

Yeldan (s. 4), yurtiçi yerleşiklerin ve yerleşik olmayanların yurtiçi ve dünya varlık piyasalarında yaptıkları menkul kıymet alım-satımı gibi finansal işlemlerinin daha dikkatli incelenmesinin enteresan sonuçlar verdiğine ve ayarlama mekanizmalarının spekülatif ve yıkıcı doğasını ortaya koyduğuna işaret etmektedir. Hem kriz öncesi, hem kriz sonrasında, yerleşik ve yerleşik olmayanların menkul kıymet alım-satım politikaları, spekülatif arbitrajcıların düzensiz ve geçici hareketlerini göstermektedir. Buna göre, brüt işlem hacmi oldukça yüksekken, net girişlerin büyüklük olarak düşük kaldığı açıkça görülmektedir. Ayrıca, Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz dönemlerinde, yabancı sermaye çıkışlarının çoğunlukla yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilmesi ve yerleşiklerin daha sakin bir tutum izlemeleri de ilginç bir gelişmedir.

Boratav tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda, kriz öncesinde ve sonrasında gerçekleşen sermaye akımları, rezervler ve cari işlem dengesindeki değişimler görülmektedir.[97]

[97] Boratav, Korkut (2001); "2000-2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri", İktisat, İşletme ve Finans, 186, Eylül 2001, s. 7-47

Tablo 2.4: Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Gerçekleşen Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		
	Ocak 2000-Ekim 2000	Kasım 2000-Haziran 2001
	Yabancıların Sermaye Akımları	
Doğrudan Yatırımlar	589	-10,432
Portföy Yatırımları	6,789	2,406
Uzun Vadeli	3,201	-553
Kısa Vadeli	4,600	-3,828
Net Sermaye Akımları	15,179	-10,432
	Yerlilerin Sermaye Akımları	
Doğrudan Yatırımlar	-751	-452
Portföy Yatırımları	-730	949
Kısa Vadeli (Kayıtlı)	-1,226	-1,847
Kısa Vadeli (Kayıtdışı	-2,550	-1,683
Net Sermaye Akımları	-5,257	-3,033
Rezerv Değişmeleri	-2,324	15,239
Cari İşlem Dengesi	-7,589	-1,764

2000-01 döneminin ödemeler dengesi verilerinde küçük bir ayrıntı gibi görünen "net hata/noksan" kalemi aslında önemli bir olguya işaret etmektedir. Bu kalem, 2000 yılında, 2,7 milyar USD ve 2001 yılında 2,1 milyar USD[98] olmak üzere toplamda 5 milyar USD'ye yakın açık vermiştir. Bu olgu, yerleşiklerin kayıtlı ödemeler sisteminde belirlenemeyen kanallardan çeşitli yöntemler kullanarak, yurtdışına fiilen 5 milyar USD net sermaye transferi yaptığı şeklinde yorumlanabilir. Bu kalem dikkate alındığında, 2001 yılında, yurtdışına toplam 16,2 milyar USD net sermaye çıkışı olduğu anlaşılmaktadır. 2000 yılı fiyatlarıyla, GSMH'sı 202 milyar USD olan bir ekonomiden bu ölçekte bir sermaye çıkışının yaşanmasının büyük sarsıntılar yaratması kaçınılmazdır.[99]

Portföy yatırımlarının ve yenilenemeyen kısa vadeli banka kredilerinin sermaye çıkışlarında önemli bir ağırlığa sahip olduğu dikkat çekmektedir. Uygur (s. 14), sermaye girişlerinin doğrudan yatırım şeklinde oluşması halinde bazı olumsuz beklentilerin oluşmayabileceğini vurgulamıştır. 2000 yılında net doğrudan yatırım, 112 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımların son derece sınırlı olduğu ve giriş yapan yatırım sermayesi kadar çıkış yapan yatırım sermayesinin

[98] Celasun'un çalışmasındaki rakamlar tahmini değerler olduğu için, buraya gerçekleşen değerler konulmuştur.
[99] Celasun, Merih; a.g.m., s. 19

gözlendiği hususları dikkate alındığında, dış borçlanma ihtiyacı bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Krize giden yolda ise, dış kaynak sahiplerinin gerek ülkenin makroekonomik görünümüne, gerekse borçlanmaya aracılık eden bankalara ilişkin değerlendirmeleri belirleyici olmuştur.[100]

Serdengeçti (s. 7), Türkiye'de döviz kuruna dayalı istikrar programının uygulanması sırasında, sermaye piyasalarının olumlu yapısal reformları çabucak unutma eğilimindeyken, en küçük eksikliği hemen farkettiğini ve kısa vadeli finansal sıkıntılara karşı aşırı reaksiyon verdiğini vurgulamıştır. Sermaye girişlerinin oldukça kalıcı olduğu durumlarda bile, sermaye girişlerinden elde edilen kazanç, sermaye çıkışlarının getirdiği maliyetin bir hayli altında kalmaktadır. Sonuç olarak, sermaye akımlarının kalıcılığını olduğundan fazla tahmin etmektense, olduğundan az tahmin ederek yanılmak daha iyidir ve her koşulda politika yapıcılarına, soğukkanlı olmaları ve hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, yatırımcı moralini dizginlemeleri tavsiye edilmektedir.[101]

2.3 Kısa Vadeli Borçlanmadaki Artış ve Döviz Rezervlerindeki Yetersizlikler

2.3.1 Kısa Vadeli Borçlanmanın Yol Açtığı Tehlikeler

Ülkeler, yükümlülüklerinin vade yapısına dikkat etmelidirler; aşırı kısa vadeli borç, problemlerin başlıca göstergesidir ve kısa vadeler, finansal istikrarsızlığa neden olan diğer kaynaklarla başa çıkmakta güçlükleri arttırmaktadır. Türkiye'de yaşanan Kasım ve Şubat Krizleri, kısa vadeli dış yükümlülüklerin özel risklerini ve borcun vade yapısının dikkatli bir şekilde yönetilmesi gereğinin önemini ortaya çıkarmıştır. Sözkonusu dönemde, Türkiye'de, hem döviz cinsinden borçlarda hem de lira cinsinden borçlarda giderek kısalan vadeler dikkati çekmektedir. Örneğin, lira cinsinden borçların %40'ının vadesi, Haziran 2001-Ağustos 2002 arasında dolacaktı. Bu durum, ülkeyi, mevcut düşük faiz oranlarından borçların yenilenmemesi tehlikesiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Yüksek faiz oranları, borcun

[100] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 14
[101] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m, s. 8-9

sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri beraberinde getirerek, daha genel bir kriz korkusuna neden olmuştur.[102]

Tablo 2.5: Dış Borçlar 1995-2001 (Milyar USD)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Toplam Dış Borçlar	73,3	79,4	84,2	96,3	103,1	118,6	113,6
-Kısa Vadeli	15,7	17,1	17,7	20,8	22,9	28,3	16,3
-Orta ve Uzun Vadeli	57,6	62,3	66,5	75,5	80,2	90,3	97,3
Toplam Borç/GSMH (%)	42,6	42,9	43,3	46,8	55,6	58,9	78,3
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç (%)	21,4	21,5	21,0	21,6	22,2	23,9	14,3
Dış Borç Servis Oranı (%)	24,0	19,4	19,9	23,2	30,2	34,0	37,8

Kaynak: Hazine Müşteşarlığı, TCMB

Dış borçlardaki hızlı artış yukarıdaki tabloda açıkça görülmektedir. Burada asıl sorun, kısa vadeli dış borcun göreceli olarak yüksek olması ve vade uyuşmazlığı problemlerinin ortaya çıkarak, dış likidite ile ilgili ciddi problemlerin baş göstermesidir. Ayrıca, Türkiye'de kısa vadeli dış borçlar, Merkez Bankası nezdinde tutulan döviz rezervlerini büyük ölçüde aşmış olup; bu durum, ülkeyi likidite darboğazına götürmüştür. Krizden önceki son yirmi yıl incelendiğinde, bu oranın, %100'ün altına inmediği ve ülkenin toplam dış borcunun, 2001 yılında 114 milyon USD olarak gerçekleşmiş olduğu dikkate alındığında, durumun vehameti ortaya çıkmaktadır. Söz konusu borç, 1991 yılında 50 milyon USD, 1995 yılında 73 milyon USD ve 1999 yılında 103 milyon USD iken, 2000 yılında 120 milyon USD'ye yaklaşmıştır.

Burada, önemli olan başka bir nokta, borçların niteliği, yani, sektörel dağılımıdır.[103] Türkiye'de hem kamu sektörü, hem de finansal sektör tarafından yurtdışından büyük miktarlarda krediler alınmış olup, alınan krediler hükümet tarafından mevcut borçların ödenmesinde, bankalar tarafından ise, DİBS portföylerinin arttırılmasında kullanılmıştır. Kısa vadeli dış borçların büyük bir kısmı ticari bankalar tarafından kullanılmıştır. Bu özelliği, bankacılık sisteminin

[102] Eichengreen, B. (2001); "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey", October 2001, 1-44, s. 18 ve 39

[103] Meksika örneğinde, uluslararası bankalara olan toplam borçlar, ana hatlarıyla, hükümet %41, bankalar %20, banka-dışı özel sektör %39 olacak şekilde dağılmıştır. Görüldüğü üzere, "teso bono" krizi, kamu sektörü borçluluğunun yüksek olmasından doğan bir krizdir. Diğer yandan, Arjantin'de, uluslararası bankalara olan borçların dağılımı oldukça farklıdır; hükümet %26, bankalar %22, banka-dışı özel sektör %52. Bu dağılımlar, bize, Meksika'da kreditörlerin hükümete, Arjantin'de ise bankacılık sistemine hücum ettiklerini göstermektedir (Radelet ve Sachs; a.g.m., s. 14).

kırılganlığını arttırmıştır. 1999 sonunda uygulanmaya başlanan ve ileride detaylı bir şekilde değineceğim dezenflasyon programı ve program gereği uygulanan sabit benzeri döviz kuru politikası döviz kuru riskini bertaraf etmiş gibi görünerek, kısa vadeli borçların hızla artmasına yol açmıştır.

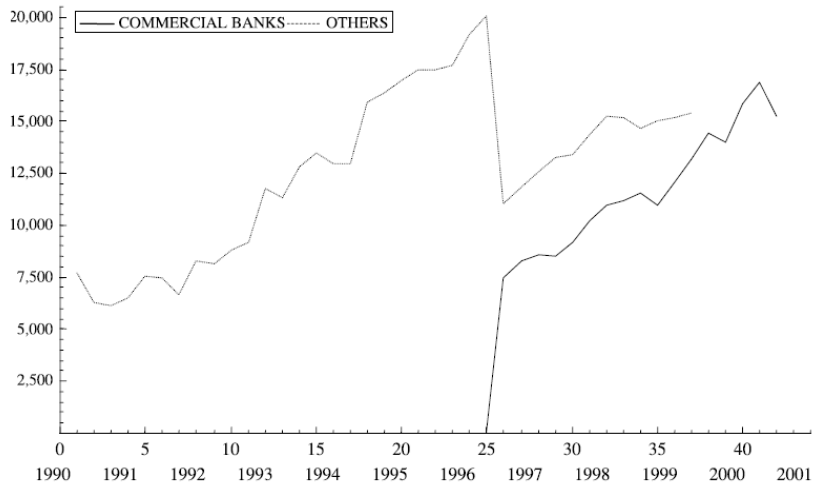
Tablo 2.6: Bankacılık Sektörü Dış Borç Stokunun Yapısı, 1996-2001(Milyar USD)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kısa Vadeli Dış Borç	10,6	10,1	11,6	12,8	14,3	7,0
Uzun Vadeli Dış Borç	2,9	4,5	4,4	4,6	3,8	2,8

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB

Yukarıdaki tabloda, bankacılık sektörünün toplam kısa vadeli döviz cinsinden yükümlülüklerinin, 1999 yılında 12,8 milyar USD'den, 2000 yılında 14,3 milyar USD'ye yükseldiğini görmekteyiz. Yeldan, (s. 5), döviz riski elemine edildiği ve bütün likidite yaratma mekanizması, kısa vadeli sıcak para girişlerine dayalı işlemekte olduğu için, kontrol edilemeyen spekülatif kazançların cazibesiyle hareket edildiğini vurgulamıştır.[104]

Grafik 6: Kısa Vadeli Dış Borcun Kompozisyonu



Kaynak: Datastream[105]

[104] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 5

[105] Özkan, F. Gülçin (2005); "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?", The World Economy, Vol.28-4, 541-572, April 2005, s. 557

Dış borçlardaki artış, yabancı yatırımcıların risk algılarının ülke aleyhine değişmesine yol açarak, sermaye akımlarında olumsuz hareketlere neden olabilmektedir. Borcun sürdürülebilirliğiyle ilgili sıkıntıların ortaya çıkması ise makroekonomik istikrarı tehlikeye atacaktır. Artan dış borçlar, yatırımların azalmasına yol açmakta ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Ülke gelirleri, borç anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmaktadır. 1990'lı yıllarda, sermaye hesabının liberalizasyonunu takiben, Türkiye'de hem iç borçlanma hem de dış borçlanmanın artmaya başladığını, kamu kesimi borçlanma gereğindeki artışın da faiz oranlarında sıçramalara neden olduğunu görmekteyiz. İç borcun GSYİH'ya oranı 1985 yılında %19,7 iken, aynı oran 2000 yılında %28,7'ye yükselmiştir. Oranın kendisi aşırı görünmemekle birlikte, yüksek miktarda dış borçlanmayla birlikte değerlendirildiğinde, Türk ekonomisi açısından ciddi problemler yaratmakta olduğu görülmektedir.[106] Dış borç göstergeleri incelendiğinde, toplam dış borç/GSMH oranının 1991 yılında %33,2 iken, dezenflasyon programının başlatıldığı yıl olan 1999'da %55,6, Kasım Krizinin yaşandığı 2000 yılında %59,3, Şubat Krizi'nin yaşandığı yıl olan 2001 yılında ise %78 seviyesinde olduğunu görmekteyiz. On yıllık süreçte, sözkonusu orandaki artış dikkat çekicidir.

2000 yılında kısa vadeli dış borç/GSYİH oranı yükselmiştir. Ancak, büyümede sağlanan artış ve enflasyonda yaşanan düşüş gibi makroekonomik göstergelerde yaşanan iyileşme ile likiditede sağlanan rahatlama, burada görülen zayıflıkları geçici bir süreliğine gizlemektedir. Bu noktada, döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçları karşılamakta yeterli olup olmaması büyük önem taşımaktadır. Anlaşılacağı üzere, kısa vadeli dış borçlar/GSYİH oranının artması kriz olasılığını arttırırken, döviz rezervlerinin yüksek olması krize olan dayanıklılığı arttırmaktadır.

Yüksek borç geri ödemeleri nedeniyle zayıflayan dış pozisyon, Türkiye ekonomisinde kırılganlıkların artmasına yol açan en önemli etmenlerden biridir. Kriz öncesinde dış borç yükündeki artışın, Asya Krizi'ni yaşayan ülkelerin borç yükündeki artıştan çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Aynı zamanda, enflasyon oranının sabitlenmiş devalüasyon oranının çok üzerinde kalması ve TL'nin rekabet

[106] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 557

gücünün azalması nedeniyle ihracatta meydana gelen azalma, ülkenin borç ödeme kapasitesini azaltmıştır.

Özetlemek gerekirse, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin öncesinde, dış borçlanma şeklindeki yabancı sermaye girişlerinde büyük bir artış yaşandığı görülmektedir. Borçlanmadaki hızlı artış, genellikle, finansal liberalizasyon sonrasında ya da sabit kur sistemlerinin uygulanması sonrasında yaşanmaktadır. Yabancı para girişi, Türkiye'de olduğu gibi sterilize edilmezse, parasal genişlemeye, enflasyon oranının düşmemesine, ülke parasının aşırı değer kazanmasına, talepte ve ithalatta artışa neden olmaktadır. Dış borçlanmanın sürdürülmesi ise, uygulanan programın kredibilitesine ve devam etmesine bağlıdır. Programın sürdürülebilirliği ile ilgili şüphelerin ortaya çıkması, borçlanma imkanlarının azalmasına yol açmakta ve krizin hızlanmasına neden olmaktadır. 2000 yılında Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının büyük bir kısmı borçlanma şeklindedir ve Türkiye'nin verdiği izlenim, borçlanarak ithalat yaptığı ve dış borç geri ödeme gücünün sürekli azaldığı şeklindedir. Cari açığın GSMH'ya oranı %3,5 oluncaya kadar bu durumun sorun teşkil etmeyeceği düşünülmüştür.[107] Ancak, hem uygulanan dezenflasyon programına olan güvenin kaybolmasına yol açacak birtakım gelişmelerin yaşanması, hem de cari açığın bu eşiği aşarak %5'lere yaklaşması, yabancı sermayeyi ürkütmüştür.

2.3.2 Döviz Rezervlerindeki Yetersizlikler

Döviz rezervlerinin öncelikli amacı, üle parasını aniden ortaya çıkan spekülatif saldırılara karşı korumak olduğuna göre, dövizlerin yeterliliğinin değerlendirilmesinde kullanılan standart, ülkeye karşı yapılan spekülatif saldırının büyüklüğüdür. Bu nedenle, rezerv miktarının yüksek olması büyük önem taşımaktadır. Bununla beraber, gelişmekte olan ülke ekonomileri, maliyeti nedeniyle, genellikle, yeterli rezerv tutmak konusunda isteksizdir. Yüksek rezerv miktarı maliyetli görünmektedir. Çünkü bu ülkeler, rezervlerini, genellikle, Amerikan tahvillerinde tutmakta ve bu tahvillerin getirisi hem ülkenin dolar borçlanma maliyetinin çok altında hem de, ekonomideki reel yatırımların potansiyel getirisi ile

[107] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 17-18

ölçüldüğünde, rezervlerin fırsat maliyetinin çok altında kalmaktadır. Ancak, bu maliyetin, ülke parasına yapılacak bir spekülatif saldırının vereceği ekonomik zararla karşılaştırıldığında, oldukça küçük kalacağı unutulmamalıdır.[108]

Merkez Bankası'nın rezervlerinin kaybolması, ulusal para biriminin çökmesine yol açan başlıca nedendir. Dolayısıyla, rasyonel bir ekonomik aktörün, uluslararası rezervlerin tükenişini mevcut döviz kuru rejiminin sürdürülemeyeceğinin bir göstergesi olarak algılayacağı bir zaman olacaktır. Bu tahmin, büyük sermaye kayıplarını önlemek için, ulusal paraya olan ani bir spekülatif saldırıyı tetikleyecektir.[109] Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri incelenirken, döviz rezervlerinde yaşanan değişimlere bakılması büyük önem taşımaktadır. Buna göre, kriz öncesinde, rezervlerdeki en yüksek nokta, Haziran 1998 sonundaki, 26,4 milyar USD seviyesidir. Rusya Krizi'nin[110] olumsuz etkileriyle[111], 1998 yılsonunda, rezervlerin 19,7 milyar USD'ye indiği görülmektedir. Akabinde, 1999 yılı sonuna kadar, rezervlerde yukarı yönlü bir trend izlenmiş olup; 23,2 milyar USD'a ulaşılmıştır. Bu trend, 2000 yılının ikinci yarısında, 24 milyar USD etrafında bir dalgalanmaya dönüşmüştür ve yukarı yönlü trend, finansal karmaşanın ortaya çıkışıyla durmuştur. Krizin başlangıcından hemen önce, 17 Kasım 2000 tarihinde, rezerv seviyesi 24,4 milyar USD'ye eşittir ki, bu seviye, Rusya Krizi'nden hemen önce görülen maksimum seviyeye denk gelmektedir.[112]

Tablo 2.7: Yıllar İtibariyle Döviz Rezervleri, 1995-2001 (Milyon USD)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
12,391	16,273	18,419	19,721	23,177	22,172	18,787

Kaynak: TCMB

[108] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 12

[109] Özatay, Fatih ve Güven Sak (2002); "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis", The Central Bank of Republic of Turkey, Research Department Discussion Paper, December 2003, 1-39, s. 6

[110] Rus rublesi %250'nin üzerinde değer kaybetmiş olup; bir devletin iflasın eşiğine geldiğine şahit olunmuştur.

[111] Türkiye, Doğu Asya Krizi'nin ilk şoklarından aşırı olumsuz etkilenmemiştir; ancak, 1998 Rusya Krizi'nin yansıması çok daha negatif yönde olmuştur. 1998 yılında net sermaye akımlarının negatife dönüşmesi, bavul ticaretinin gerilemesi, iç borçlanma faizlerinin yükselmesi ve maliye politikasının sıkılaştırılması sonucunda büyüme hızı düşmüştür. Krizler, bankacılık sektörünün finansal durumunun kötüleşmesine yol açmıştır (Celasun; a.g.m., s. 9).

[112] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 7

Yeterli döviz rezervleri ile birlikte finansman desteğinin sağlanması, bir ekonomide bilançolardaki kırılganlıkların azaltılmasında, büyük fayda sağlayabilmektedir. Bir kere, rezervler, dolarize olan ekonomilerde kısmen "nihai kredi mercii" rolünün yerine getirilmesini sağlamak amacıyla, kamu sektörünün kısa dönemli finansman ihtiyacının giderilmesinde kullanılabilmektedir. Ayrıca, döviz rezervleri, piyasaya sağlanan likiditeyle, bankaları devalüasyonun sarsıcı etkilerinden koruyarak, özel sektörün döviz kuru uyumsuzluklarını kapatmasına yardımcı olmaktadır.[113]

Aşağıdaki tabloda, haftalar itibariyle döviz rezervleri yer almaktadır. Kasım ayının son haftasında ve Şubat ayının üçüncü haftasında gerçekleşen belirgin azalma dikkat çekmektedir.

Tablo 2.8: Haftalar itibariyle Döviz Rezervleri (Milyon USD)

Tarih	Brüt Döviz Rezervleri	Tarih	Brüt Döviz Rezervleri
6.10.2000	24.530	05.1.2001	25.097
13.10.2000	24.839	12.1.2001	26.593
20.10.2000	24.239	19.1.2001	26.143
27.10.2000	23.249	26.1.2001	25.691
03.11.2000	24.256	02.2.2001	25.928
10.11.2000	23.583	09.2.2001	26.565
17.11.2000	24.433	16.2.2001	27.943
24.11.2000	21.583	23.2.2001	22.581
01.12.2000	18.942	02.3.2001	21.521
08.12.2000	19.624	09.3.2001	21.529
15.12.2000	19.823	16.3.2001	20.060
22.12.2000	19.934	23.3.2001	19.170
29.12.2000	19.635	30.3.2001	18.445

Kaynak: TCMB

2.3.3 Kısa Vadeli Borçlanma ve Döviz Rezervleri Arasındaki İlişki

Bir ülkenin döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerinin döviz rezervlerinden fazla olması, ülkede finansal istikrarsızlığın arttığını gösteren önemli kriterlerden birisidir ve ülkeyi kolaylıkla krize götürebilmektedir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin, sadece finansal ve reel sektörde faaliyet gösteren kurumların

[113] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 16

aldıkları yüksek döviz kuru riskleri nedeniyle değil; aynı zamanda, döviz rezervlerinin yetersiz hale gelmesiyle de, kriz yaşama olasılıklarının ve krize hassasiyetlerinin arttığı görülmektedir.[114] Bu ülkelerde yaşanan finansal krizler, sermaye konvertibilitesinin tam olduğu ve sabit ya da sabit benzeri kur politikalarının uygulandığı ülkelerde, kısa vadeli dış borçlardaki artış ve döviz rezervlerindeki yetersizliklerin, ülkeleri krize karşı oldukça kırılgan hale getirdiğini göstermektedir. Rodrik ve Velasco, kısa vadeli döviz cinsinden yükümlülüklerin, merkez bankası uluslararası rezervlerine oranının yüksek olmasının, dışsal kırılganlığın önemli indikatörlerinden birisi ve bir döviz krizinin en güçlü haber vericisi olduğunu belirtmektedir. Yüksek oranların sözkonusu olduğu ülkelerde, ani sermaye çıkışlarının hemen arkasından, ülke ekonomileri açısından çok yıkıcı sonuçları olan finansal krizler yaşanmaktadır.[115]

Burada bir noktayı vurgulamak istiyorum. Evet, kısa vadeli borçların döviz rezervlerine olan oranının yüksek olması, finansal kriz olasılığını arttırmaktadır. Çünkü likidite riskinin artmasına yol açmakta ve ülkeyi spekülatif saldırılara karşı son derece savunmasız bir hale getirmektedir. Bununla birlikte, Radelet ve Sachs'ın (s. 25) vurguladıkları üzere, yabancı kreditörler, kredilerini yenilemek konusunda istekli davrandıkları sürece, kısa vadeli borçlanma sürdürülebilir olduğu için, mutlaka bir krize neden olmamaktadır, sadece krize olan hassasiyet yükselmektedir. Çünkü ülke ekonomisi ile ilgili olumsuz gelişmeler veya beklentiler, sermaye çıkışlarını harekete geçirdiği zaman, tüm kreditörler, en hızlı şekilde geri ödeme talep edecekler ve ne yazık ki, bütün taleplerin karşılanabilmesi için yeterli döviz rezervi bulunmayacaktır.[116]

Tablo 2.9: Kısa Vadeli Dış Borçların Döviz Rezervlerine ve İhracata Oranı (Çeyreklik Dönemler İtibariyle)

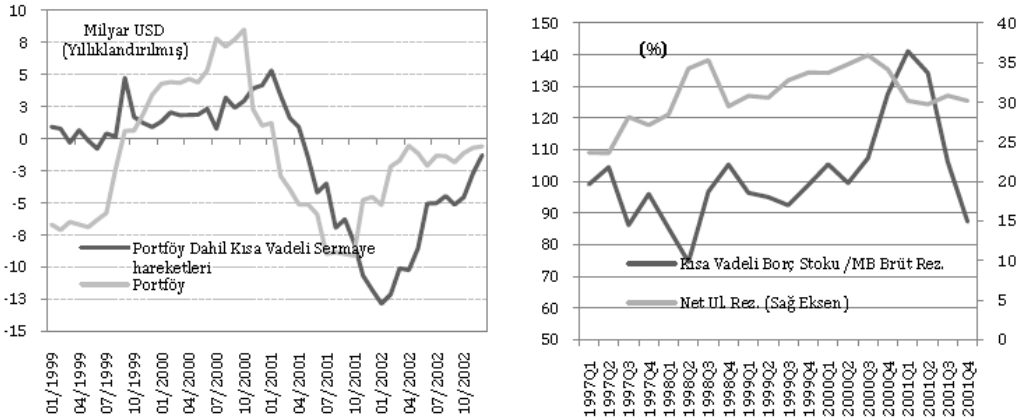
	4./1999	1./2000	2./2000	3./2000	4./2000
Kısa Vadeli Borçlar/Rezervler	1,01	1,08	1,02	1,1	1,47
Kısa Vadeli Borçlar/İhracat	0,88	0,92	0,9	0,95	1,06
Açık Pozisyon/Rezervler	0,57	0,75	0,78	0,86	1,10

Kaynak: TCMB, TBB[117]

[114] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 11
[115] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 5
[116] Radelet, S. ve J. Sachs; a.g.m., s. 25
[117] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 20

2000-01 Krizleri öncesindeki dönem incelendiğinde, kısa vadeli borçlar/döviz rezervleri oranı, finansal sistemin kırılganlığının, 2000 yılında şiddetli bir şekilde arttığını göstermektedir. Kısa vadeli borçlar/uluslararası rezervler oranının krizden önceki dönemde, 1,50 seviyesine gelmesi, spekülatif bir saldırının gerçekleşme riskini arttırmakta ve ülkeyi bir likidite krizine karşı savunmasız hale getirmektedir.[118] Sözkonusu oranda, 2000 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren belirgin bir artış yaşanmıştır. 1999 yılsonu itibariyle 1,01 olan oran, 2000 yılsonu itibariyle 1,47 seviyesini görmüştür. Asya Krizi öncesinde de oranın yükseldiği; Tayland'da 1,45, Malezya'da 0,61, Filipinler'de 0,85'e ulaştığı bilinmektedir. Bu ülkelerle karşılaştırıldığında, Malezya ve Filipinler'in oldukça üzerinde kalınması, hatta aşırı riskli bir görünüm arzeden Tayland'ın bile aşılması oldukça endişe vericidir.[119]

Grafik 7: Sermaye Hareketleri ve Borç Stoku/TCMB Rezervleri



Kaynak: TCMB, BDDK[120]

Kısa vadeli borçlar ve döviz rezervleri arasındaki dengeyi iyileştirmek için, bir ülkenin başvurabileceği daha kolay ve daha az maliyetli yol, döviz rezervlerini arttırmaktansa kısa vadeli yükümlülüklerini sınırlandırmaktır. Hükümetin bizzat kendisi, kısa vadeli borçlanmadan sakınabilir ve vadesi yaklaştıkça borçlarının süresini uzatabilir.[121] Kısa vadeli borçlardaki artış ve özelikle, ülkenin kısa vadeli yükümlülüklerinin uluslararası rezervlerine olan oranı önemli bir finansal

[118] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 16
[119] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 20
[120] BDDK (2010); "Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi", Çalışma Tebliği, 3 Eylül 2010, 1-97, s. 24
[121] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 12

istikrarsızlık kriteridir. Bununla beraber, krizlerin, esas itibariyle, genel bir ödeyememe hali olduğunu gözönünde bulundurursak, bir ülkede finansal istikrarsızlığın arttığına dair, karşımıza, başka bir oran daha çıkmaktadır; toplam dış borçlar/rezervler oranı. Bu oran da ayrıca incelenmelidir.

2.4 Yurtiçine Verilen Kredilerdeki Artış

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizleri incelediğimizde, krize giden süreçte neredeyse tüm ülkelerde karşılaşılan ortak gelişmelerden bir tanesinin kredilerde yaşanan muazzam artış olduğunu görmekteyiz. Gerek özel sektör gerekse kamu sektörü tarafından kullanılan kredilerdeki aşırı artış, ki alınan kredilerdeki artış, bir anlamda verilen kredilerdeki artış anlamına gelmektedir; özellikle, kreditörlerin kredilerini yenilememesi ve borçlu tarafların temerrüde düşmesi gibi durumlarda, ekonomik sıkıntıların ve krizlerin önemli kaynaklarından birisidir. Hızlı kredi büyümesi, özellikle bankalar için artan kredi riskine işaret etmektedir.

Bir ülke ekonomisinde yurtiçine verilen kredilerdeki artışın ekonomik büyümenin üzerinde olması, gevşek para politikası uygulandığının bir işareti olarak düşünülmekte ve hisse senedi piyasasında balonların oluşmasına ya da talepteki artışa bağlı olarak tüketim harcamalarının artması yoluyla enflasyonun yükselmesine yol açabilmektedir. Ayrıca, Türkiye örneğinde, verilen kredilerin dış borçlanma yoluyla finanse edilmesi, bankaların gelecekte likidite problemleri yaşamasına yol açan önemli bir faktördür. Özkan (s. 566), 2000 yılında faiz oranlarındaki düşmeye paralel olarak, DİBS'lerden sağlanan getirilerin zaman içerisinde düşmesi sonucunda, bankaların tüketici kredilerini arttırma eğilimine girdiklerine işaret etmektedir. Büyük bir kısmı kısa vadeli olmak üzere dış borçlanmada yaşanan büyük artış, bankacılık sektörünün varlık ve yükümlülükleri arasında şiddetli vade uyuşmazlıklarını da beraberinde getirmiştir.[122]

Finansal liberalizasyonun beraberinde getirdiği sonuçlardan biri, şirketler kesiminde, kaldıraçta yaşanan büyük artıştır. Örneğin, Kore'de, şirketler kesiminin tümü için, borcun sermayeye oranı, krizden önce, %350 seviyelerindeyken,

[122] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 566

"chaebol"ler[123] için, %400'ün üzerine çıkmıştır. Şirketler kesimindeki kaldıracın artması, şirketlerin bankalardan kredi almak yerine, tahvil ihraç ederek, direkt olarak yurtdışından borçlanmaya başvurdukları, Endonezya'da da oldukça dikkat çekicidir.[124] Türkiye'de de, sermaye girişleriyle beslenen likidite bolluğu, hem hane halklarına hem de şirketlere açılan kredilerin artışıyla, varlık fiyatları balonunu, tüketim ve yatırım harcamalarındaki artışı teşvik etmiştir. Bankaların yurtiçine açtıkları kredilerin GSMH'ya oranı, krizden önceki döenmde hızlı bir artış kaydetmiştir.

Tablo 2.10: Kredilerle İlgili Bazı İndikatörler, 1995-2001

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Krediler/GSMH (%)	20,4	23,9	26,2	20,8	20,7	21,1	18,2
Reel Kredi Büyümesi (%)	18,6	24,6	7,7	-14,7	-13,6	17,4	-28,2
Tüketici Kredileri/Toplam Krediler	3,7	4,4	5,6	6,3	6,2	17,4	7,1

Kaynak: TCMB

Bu çalışmada çıkış noktamın bankacılık sektörünün bilançolarındaki bozulma olduğunu belirtmiştim. Bununla beraber, şirketler kesiminin sağlamlığı ve sağlıklı işleyişi de, hem finansal piyasaların etkin işleyişi hem de reel ekonominin dayanıklılığı açısından büyük öneme sahiptir. Örneğin Asya ülkelerinde yaşanan krizde, şirketler kesiminin zayıf finansal yapıları, önemli bir kırılganlık kaynağı olmuştur. Türkiye'de şirketler kesiminin krizdeki rolünün incelenmesi önemlidir. Şirketler kesiminin finansal yapı ve performanslarına ilişkin olarak, borç/sermaye ve ROA oranları bilgi sağlamaktadır.

Özkan (s. 569), çalışmasında 75 büyük şirketin verilerini kullanarak bu oranları hesaplamış ve tablo haline getirmiştir. Aşağıdaki tablo, şirketler kesiminin borçluluğunun 1999 yılından beri şiddetli bir artış gösterdiğini; aynı zamanda karlılıkta da önemli bir düşüş yaşandığını göstermektedir. Şirketler kesiminde yaşanan zayıflıklar, Türkiye'de yaşanan krizlerde majör belirleyicilerden olmamakla birlikte, problemlerin şiddetlendiği dönemlerde, yüksek borçluluğa sahip bir şirketler

[123] Büyük ölçüde aile şirketi formunda oluşan, monopolist veya oligopolist yapıya sahip holdingler.
[124] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 11

kesimi, finansal kırılganlığı arttırarak, ekonomiyi çok daha hassas bir hale getirmektedir. Çünkü şirket bilançolarının bozulması kredi veren ve alan taraflar arasındaki asimetrik enformasyon özellikle ahlaki risk problemlerini şiddetlendirmekte, finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır.[125]

Tablo 2.11: Şirketler Kesimi Finansal Oranlar, 1997-2001

Yıllar	Borç/Özsermaye Oranı	ROA
1997	0,79	0,63
1998	0,73	0,64
1999	0,84	0,48
2000	0,93	0,40
2001	1,03	0,21

Bu arada aşağıdaki noktaya değinmekte fayda görüyorum; kredilerdeki artışla ilgili sıkıntı aslında, kredilerin büyümesinden ziyade, çok hızlı bir şekilde büyüyerek, aşırı risk alımına neden olması ve bu durumun da, geri dönmeyen kredilerde büyük bir artışa yol açarak, gelecek dönemlerde, kredilerde büyük kayıplar yaşanmasıyla sonuçlanmasıdır. Örneğin, Corsetti, Pesenti ve Roubini tarafından 1998 yılında yapılan bir çalışmada, Meksika ve Doğu Asya kriz ülkelerinde, geri dönmeyen kredilerin tahmini oranının, finansal krizin patlak vermesinden önce, %10'un üzerine çıktığına dikkat çekilmektedir. Aşırı risk alımı ise iki nedenle oluşmaktadır; öncelikle, bankalar ve diğer finansal kurumlar, riski etkin bir şekilde değerlendirebilmek ve zamanında tepki verebilmek için, kalifiye kredi yetkililerine, risk değerleme sistemlerine ve diğer yönetim tecrübesine sahip değildirler. Bu sorun, kredi genişlemesinin yaşandığı bir dönemde, kredilerde aşırı bir artış yaşanması nedeniyle daha da ağırlaşmaktadır.[126]

Yurtiçine kullandırılan kredilerin kalitesi ve hangi sektörlere kullandırıldığının incelenmesi büyük önem taşımaktadır. Türkiye'de, 2000 yılında konut sektöründe yaşanan canlanmayla, gayirmenkul sektörüne verilen kredilerin artış kaydettiği görülmektedir. Bu arada, kredilerin sektörel dağılımı incelenirken, yatırım amaçlı kullanılan kredilerin payıyla birlikte, yatırımların kalitesinin de

[125] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 569
[126] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 9

araştırılması gerekmektedir. Yatırımların kalitesini kabaca gösteren makroekonomik indikatörlerden biri, marjinal sermaye/hasıla katsayısıdır. ICOR olarak adlandırılan bu oran, veri bir yıl için, yeni yatırımların değerinin, çıktıdaki değişime oranını göstermektedir. Yatırımların kalitesinde bir bozulma yaşandığı zaman, bu oran kötüleşmektedir. Çünkü GSYİH'da belirli bir artışı desteklemek için, daha fazla yatırım harcamasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Türkiye'de, toplam sabit sermaye yatırımlarının verimliliği, 1996-2000 döneminde 7,0 olarak gerçekleşmiştir. Marjinal sermaye/hasıla katsayısı ise aynı dönem için, 6,5 seviyesindedir.[127] Bu veri, yatırımların kalitesinde bir azalmaya veya yeni yatırımların azalan getirilerine işaret etmektedir. Hızlı sermaye girişleri, değer kazanan reel döviz kuru ve banka kredilerindeki hızlı büyümenin, ülkede yapılan yatırımların kalitesini bozmakta olduğunu belirtmekte fayda bulunmaktadır. Ayrıca, geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranı, kredilerin kalitesini gösteren önemli bir diğer indikatör olarak karşımıza çıkmaktadır. Sektörel kredilerle birlikte bu veri çok dikkatli bir şekilde incelenmelidir. Bu konuya, bankacılık sektöründeki kırılganlıkları incelerken değineceğim.

Zayıf izleme, değerlendirme ve seçme mekanizmalarına sahip olan bankaların verdikleri kredileri arttırmaları sonucunda, riskli kredilerde büyük bir artış yaşanmıştır. Kredilerde, özellikle tüketici kredilerinde 2000 yılında yaşanan artış dikkat çekicidir. TCMB verilerine göre, 1999 yılsonu itibariyle, 1004,3 trilyon TL büyüklüğündeki tüketici kredileri reel anlamda %300'lük bir artış kaydederek, 2000 yılı Ekim sonu itibariyle 4504,5 trilyon TL'ye yükselmiştir.[128]

Türkiye'de 2000 yılında kredilerde yaşanan hızlı artışta, uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programının katkısı büyüktür. Sermaye girişlerinde meydana gelen artış, bankaların elindeki borç verilebilir fon miktarını arttırarak, bankaların açtıkları kredileri arttırmasına yol açmıştır. Ancak, açılan kredilerdeki artış, aşağıda

[127] Türkiye Kalkınma Bankası, 2003; "İstihdam, Birikim ve Sektörel Gelişme Dinamikleri", Genel Araştırmalar, Ekim 2003
[128] Uygur, Ercan (2001); a.g.m, s. 13

belirteceğim bazı nedenlerden ötürü, varlıkların kalitesinde düşüşe neden olarak, bankaların bilançolarının zayıflamasına yol açmaktadır. Öncelikle, bankaların projeleri değerlendirme kapasiteleri sınırlıdır ve beklenen getirileri varyanslarına oranla yüksek olan iyi projelerin sayısı azdır. Aynı zamanda, düzenleme ve denetleme mekanizmalarının kaynakları ve kapasiteleri yetersizdir. Tüketici kredilerinde yaşanan dikkat çekici artış, cari açığın artmasına etki eden önemli bir faktördür.[129]

2.5 Dezenflasyon Programının Krize Giden Yoldaki Rolü

2.5.1 Sabit Kur Sistemi Gelişmekte olan Ülkeler İçin Son Derece Tehlikelidir.

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizleri incelediğimizde, finansal istikrarsızlığa neden olarak krizi hızlandıran ortak faktörlerden birinin uygulanan sabit ve sabit benzeri kur sistemleri olduğunu görmekteyiz. Yüksek ve değişken enflasyon oranlarıyla mücadele eden ülkeler, sabit kur sistemlerini benimseyerek enflasyonu kontrol altına almaya çalışmaktadırlar.[130] Aslında, sabit ve sabit benzeri kur sistemlerinin benimsenmesi, bu anlamda başarılı bir strateji olmasına rağmen, genel anlamda gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin ve Türkiye 2000-01 Krizleri'nin asimetrik enformasyon görüşüyle analizi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu, vade ve döviz kuru uyumsuzluklarının hakim olduğu ve kırılgan bir bankacılık sistemine sahip gelişmekte olan ülke ekonomileri için, bu stratejinin ne kadar tehlikeli sonuçlar doğurabileceğini bize göstermektedir. Ülke ekonomileri, olası sermaye çıkışlarında, spekülatif saldırılara açık hale gelmekte; ülke merkez bankası, kur taahhüdünü sürdürebilmek adına döviz rezervlerini tüketmekte, başarısız kalınması durumunda, sabit kur sistemini terketmek zorunda kalmaktadır.

[129] Serdeneçti, Süreyya; a.g.m., s. 3

[130] Uygulanan kura dayalı istikrar programlarında, programa göre, enflasyon uluslararası seviyelere sadece aşama aşama yaklaşırken, reel döviz kurunda kümülatif bir değerlenme süreci göze çarpmaktadır. Programın ilk dönemlerinde ulusal paranın değer kazanması sonucu, ithalatta ve ekonomik aktivitedeki canlanma, cari açığın artmasına neden olmaktadır. Bu durum, programın kredibilitesine zarar vermekte ve ülke parasına saldırıyı başlatmaktadır. Ekonomik büyüme, genellikle, banka kredilerinde bir artışla finanse edildiği için, yaşanan sermaye çıkışları, bankacılık sisteminin çöküşüne yol açmaktadır (Yilmazkuday; a.g.m., s. 121).

Sabit kur rejimleri, gelişmekte olan piyasa ekonomileri için, çoğu zaman, kötü bir fikirdir. Finansal krizlerin yaşanma olasılığı, sabit kur rejimlerini uygulayan gelişmekte olan ülkelerde artmaktadır. Sabit kur sistemleri, yükümlülük dolarizasyonunu teşvik etmekte, makroekonomik volatiliteyi ve finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Ayrıca, bahsedildiği üzere, sabit kur rejimleri spekülatif saldırılara açıktır ve bu saldırıların başarılı olması durumunda, ulusal paranın çöküşü, genellikle, dalgalı kur rejiminde görülen değer kaybına göre, çok daha büyük, hızlı ve beklenmedik olmaktadır. Sabit kur rejimleri, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ikiz krizlerin yaşanma olasılığını yükseltmektedir. Bu krizlerde para birimi çökmekte; bu durum, şirket ve hane halklarının bilançolarının bozulmasına yol açarak, finansal bir krizi tetiklemekte ve büyük bir ekonomik daralmaya yol açmaktadır. Bu görüşü destekleyen düşünce, sabit kur sistemlerinin yürürlükte kaldığı süre uzadıkça, sabit kur sistemlerini terkeden ülkelerin, daha yüksek maliyetli finansal krizler ve üretimde daha büyük düşüşler yaşamasıdır.[131]

Bazı gelişmekte olan ülkelerin ulusal paralarını dolar gibi daha istikrarlı bir paraya sabitlemelerinin nedeni, yukarıda bahsettiğimiz üzere, fiyat istikrarını teşvik edecek bir nominal çapa aramalarıdır. Bununla beraber, bu rejimlerde, tavana ulaşıldığında, döviz kurunda günlük dalgalanmalar olmamaktadır ki, bu dalgalanmalar aslında, politikacıların para politikasını iyi belirlemesini kolaylaştıran sinyallerdir. Gelişmekte olan ülkelerde esnek kur sisteminin benimsenmesi, bu ülkelerde krizlerin önlenmesi açısından çok önemli bir tedbirdir ve döviz kurundaki hareketlerin, sabit döviz kuru rejimindekine göre, daha doğrusal olması şeklinde bir avantaja sahiptir. Sabit döviz kuru sistemlerinde, paranın değeri doğrusal olmayan bir şekilde çökebilmekte; bilançolar üzerinde oldukça yıkıcı etkiler bırakarak finansal bir krize ve ekonomik çöküşe yol açabilmektedir. Esnek kur sistemlerinde ise, uygulanan politikalar, enflasyonun kontrol altından çıktığını göstermekteyse, döviz kuru kötüleşecek, merkez bankası ve kamuoyuna, politikanın gereğinden fazla genişleyici olduğu ve revize edilmesi gerektiğine dair bir sinyal verecektir.[132]

[131] Mishkin, F. (2010); a.g.m., s. 314
[132] Mishkin, F. (2010); a.g.m., s. 315

Ayrıca, döviz kurunun kötüleşeceği korkusu, politikacıları, Merkez Bankası'nın enflasyonu düşük tutmak ve para biriminin değerini korumak yönünde uyguladığı politikaları eleştirmekten alıkoymaktadır. Özetle, döviz kurundaki dalgalanmalar, politikaların, finansal bir krize yol açabilecek bir döviz krizi potansiyelini sınırlandırmak için ayarlanması gerektiğine dair erken uyarı sinyali sağlayabilmektedir. Diğer yandan sabit kur sistemleri, döviz piyasasının daha iyi bir politika yapılmasını teşvik eden piyasa sinyalleri sağlama becerisini kaybetmesine yol açmak gibi bir dezavantaja sahip bulunmaktadır.[133]

Meksika, Rusya, Arjantin ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin tamamında yaşanan krizlerde, enflasyonu kontrol etmek amacıyla sabit kur sistemlerine başvurulması, ülke ekonomilerini tehlikeli bir konuma getirmekte, ülkelerin ciddi birtakım risklerle karşılaşmalarına yol açmaktadır. Yükümlülük dolarizasyonunun artmasının yanısıra, faiz oranlarında yaşanan düşüş ve reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi nedeniyle, tüketim ve yatırım harcamaları ile ithalatta görülen artış sonucunda, cari açığın sürdürülemez bir hal alması bu risklere örnektir.

Feldstein çalışmasında (s. 5-8) sabit kur sistemlerinin yol açtığı yüksek ve artan cari açıkların, finansal krizlerde oynadığı etkin rolü, Tayland ve Arjantin örnekleriyle açıklamaya çalışmaktadır.[134] Tayland, ulusal para birimi olan baht'ın değerini dolara karşı 25 baht olarak sabitlemiş olup; bu seviye, başlangıçta Tai ihracatına rekabetçi bir üstünlük kazandırmıştır. Ancak, zaman içerisinde bahtın aşırı değerli hale gelmesiyle, Tayland'ın cari açığı hızlı bir şekilde büyümüş ve 1990 yılı başlarında, ülke GSYİH'sının % 4'üne, 1997 yılı başlarında ise, GSYİH'nın % 8'ine yükselmiştir. Cari açığın sürdürülemez hale gelmesiyle spekülatif saldırı başlamış olup; Thai hükümeti, ulusal parasını döviz rezervlerini kullanarak savunmuş, parasını desteklemek adına forward piyasaya başvurarak da, gerçek net pozisyonları zarar gördüğü halde, döviz rezervlerinin tükenmesini önlemeye çalışmıştır. Negatif forward piyasa pozisyonu, ülkenin net rezervlerine eşitlendiği noktada ise, sabit kur sistemini terketmekten başka bir seçeneği kalmamıştır.

[133] Mishkin, F. (1999b); a.g.m., s. 1527
[134] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 5-8

Yaşanan devalüasyon sonucu, ülke parasının değerinin yarısını kaybetmesiyle, dolar cinsinden borcun baht değerinin ikiye katlanması, dolar cinsinden yüksek kaldıraç kullanan ancak dolar yükümlülüklerini yerine getirebilmek için, baht kazançlarına bağımlı olan birçok şirketin iflas etmesi anlamına gelmiştir. Doğal olarak, bu şirketlere kredi veren bankalar da iflas etmişler; sabit kur sisteminin süreceği beklentisiyle hareket ederek aldıkları dolar cinsinden büyük miktarda kullanmış oldukları kredileri geri ödeyemez hale gelmişlerdir. İflasların artmasıyla, ekonomik aktivitede büyük bir daralma meydana gelmiş olup; Tayland, borç deflasyonu nedeniyle daha önce yaşamadığı bir yıkımı tecrübe etmiştir.

Arjantin'de de benzer bir süreç yaşanmış olup; giderek büyüyen bir dış ticaret açığının ortaya çıkmasının para birimi üzerinde ciddi bir baskı oluşturmasıyla, reel faiz oranları oldukça yüksek oranlara çıkmıştır. Söz konusu yüksek faiz oranları, ekonominin aşırı zayıflamasına ve kamu açığının büyük ölçüde yükselmesine yol açmıştır. Çünkü ekonomik yavaşlama, iç borç faiz oranlarının yükselmesine ve vergi gelirlerinin düşmesine neden olmaktadır. Arjantin'in, sabit döviz kuru sistemi, sermaye hesabının tam konvertibilitesinin[135] sağlanmasıyla, daha da istikrarsız bir hale gelmiştir. Sabit döviz kuru rejiminin sonuna gelindiği ve ulusal para birimi olan peso'nun devalüe edileceği hususlarındaki endişeler iyice arttığında, yaşanan sermaye çıkışları ekonomik çöküşe neden olmuştur.

Sonuç olarak, sabit kur sistemleri, gelişmekte olan veya geçiş ekonomilerinde finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır. Tabi ki bu sonuç, bazı durumlarda, sabit veya sabit benzeri döviz kuru sistemlerinin, enflasyonla mücadelede fayda sağlayabileceğini reddetmemektedir. Gerçekten, geçmişte zayıf bir enflasyon performansına sahip olan ülkelerde, döviz kuru çıpasına çok güçlü bir taahhüt mekanizmasıyla bağlı olunması durumunda, örneğin para kurulu sisteminde, enflasyon kontrol altına alınabilmektedir. Bununla beraber analiz, enflasyonu kontrol etmekte bu stratejinin başarılı olması için, sağlıklı bir bankacılık sistemini teşvik eden politikalar uygulanmasının önemli olduğu vurgulamaktadır. Bir ülke, kırılgan bir bankacılık sistemine ve yüksek miktarda döviz cinsinden borca sahipse, aynı

[135] Tam konvertibilite, hem Arjantinlilerin pesolarını dolara sabit bir orandan çevirmesine, hem de aynı zamanda, bu dolarların sınırsız bir şekilde dışarı satılmasına izin vermekteydi.

zamanda enflasyonu kontrol altına almak için döviz kuru çıpasını kullanıyorsa, gerçekten çok tehlikeli bir strateji uyguluyor demektir.[136]

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu kontrol altına almak için başvurulan sabit kur sistemleri, başarısız olunması ve devalüasyonla sonuçlanması durumunda, çok daha yüksek bir enflasyonu da beraberinde getirmektedir; bir anlamda yaşanan devalüasyon enflasyonu beslemektedir. Mishkin'in işaret ettiği üzere, gelişmekte olan piyasa ülkelerinde, para krizlerini finansal krizlerle ilişkilendiren mekanizmalardan biri devalüasyonun daha yüksek enflasyona neden olmasıdır. Gelişmekte olan bir ülkede, Merkez Bankası, enflasyonla mücadele etmek konusunda güçlü bir güvenilirliğe sahip değildir, hatta kredibilitesini kaybetmiş olabilir. Dolayısıyla, spekülatif bir saldırı sonrasında ülke parasının aşırı değer kaybetmesi, ithal fiyatlar üzerinde hemen yukarı yönlü bir baskı oluşturarak, hem gerçek hem de beklenen enflasyonda büyük bir artışa yol açmaktadır. Bu, tam anlamıyla, Meksika ve Endonezya'da geçekleşen süreçtir. Bu ülkelerde, para krizlerini takiben, enflasyon yıllık olarak %50'nin üzerine tırmanmıştır ve para krizlerini takiben beklenen enflasyonda görülen artış, nominal faiz oranlarında büyük bir artışa yol açarak, borçların kısa vadeleri dikkate alındığında, şirketlerin faiz ödemelerini büyük oranda arttırmıştır. Şirketlerin nakit akım pozisyonlarının kötüleşmesiyle, bilançolarda daha ileri bir bozulma yaşanmış ve kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki risk problemleri artmıştır.[137]

Uygur (s. 34), bu noktada, kur artışının enflasyona yansıma derecesinin önemine değinmektedir.[138] Asya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan döviz krizleri sonucunda döviz kurlarında büyük sıçramalar olmasına rağmen, enflasyon oranlarında ciddi bir yükseliş olmadığı gözlenmiştir. Enflasyon oranı/kur artışı oranıyla ifade edilen döviz kuru artışının enflasyona yansıma derecesinin, krizin başlangıcından 1 yıl sonra, Meksika'da 0,40, Filipinler'de 0,26, Tayland'da 0,23 seviyesinde olduğu görülmektedir. Bu durum, iç talebin kısılması ve enflasyon beklentilerinin düşük kalmasından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, sözü edilen

[136] Mishkin, F. (1999a); a.g.m., s. 13
[137] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 12
[138] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 34

oranın 1'e yakın veya 1 olması, kur artışı-fiyat artışı sarmalına girilmesiyle, hiperenflasyonun önünü açmaktadır. Türkiye'de, 2001 Krizi sonrasında, bu oranın 0,60 seviyelerinde bir değer alması, 2000 yılında %40'ın altına indirilen enflasyonun tekrar %70'ler seviyesine gelmesini açıklamaktadır.

Sabit kur sistemleri, örtülü bir şekilde döviz kurunun aynı kalacağı yönünde garanti sağladıkları için, açık pozisyonların arttırılması yoluyla aşırı risk alımını teşvik etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kendi paraları cinsinden borçlanma imkanları kısıtlı olduğu için, döviz cinsinden yükümlülüklerdeki artışa paralel olarak toplam döviz kuru riski artmaktadır. Sabit kur sistemleri, döviz kuru riskini iki yolla arttırmaktadır. Örtülü garantiler, faiz arbitrajını (düşük maliyetle döviz cinsinden borçlanarak daha yüksek getiri sağlayan yurtiçi finansal enstrümanlara yatırım yapmak) teşvik ederek, toplam dış borçlanmanın artmasına veya dış yükümlülüklerin vadelerinin kısalmasına yol açabilir. Bunun örneklerini Tayland 1997 Krizi ve Türkiye 2000-01 Krizleri'nde gördük. Sabit kur sistemleri yine örtülü döviz kuru garantileri sağlayarak, yerleşikleri varlık ve yükümlülüklerini döviz cinsinden tutmaya iterek, dolarizasyon eğilimini teşvik edebilir.[139]

Uygur (s. 24-25) döviz kuruna dayalı istikrar programlarının, programın para kurulu benzeri bir düzenleme ile desteklenmesi durumunda dahi, genel anlamda başarılı sonuçlar vermediğini; yüksek kamu açıkları ve zayıf bir bankacılık sektörüne sahip olan ülkelerde uygulanması durumunda ise, kriz yaşanması olasılığının çok yüksek olduğunu belirtmiştir. Çıkış stratejisinin olması programın artı yanı gibi görünmekle birlikte, çıkışın zamanlamasının iyi yapılması gerekmektedir. Türkiye'de çıkış stratejisinin uygulanmasına 2001 Temmuz ayında geçilmesi planlanmıştır. Ancak, 2000 Kasım ayında büyük bir bankacılık krizi yaşanmıştır. Çıkış için programın kredibilitesinin düşmesini beklemek anlamsız görünmektedir. Bu doğrultuda, en güçlü zamanda, örneğin, sermaye girişlerinin en yüksek olduğu zamanda, bu stratejinin uygulanması daha olumlu sonuçlar üretebilirdi.[140]

[139] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 17
[140] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 24-25

2.5.2 Artısıyla Eksisiyle Dezenflasyon Programı

1999 sonu itibariyle, ekonomisi %6,1 daralan, %70'lerin üzerinde bir enflasyonla ve yüksek kamu açıklarıyla boğuşan bir Türkiye manzarasıyla karşı karşıyayız. Kronik hale gelen enflasyon, sürdürülemez borç dinamikleri ve yüksek reel faiz oranları, ekonomik istikrarı büyük ölçüde tehdit etmektedir. Kamu borçlanma gereksiniminin giderek artması ve enflasyonun belirgin bir şekilde yükselmesi sonucunda sürdürülemez hale gelen borç dinamikleri, Türkiye'yi 1999 yılının sonlarında yeni bir dezenflasyon programını uygulamaya sevketmiştir. Kronik enflasyon, uzun yıllardan beri Türk ekonomisinin yaşamakta olduğu büyük bir problem olup; enflasyonu normal seviyelere indirebilmek için, birçok kez IMF destekli programlar hayata geçirilmiş ve ne yazık ki, başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Uygur (s. 10), Türkiye'nin IMF'le geçmişte 16 kez anlaşma yaptığını; bunların bir kısmının yarıda kesildiğini, ayrıca enflasyonu indirmekte başarılı olunamadığını belirtmiş ve geçmişte uygulanan başarısız programların, 1999 yılında uygulanmaya başlanan dezenflasyon programının başarılı olup olamayacağı ile ilgili şüpheleri beraberinde getirdiğine işaret etmiştir.[141]

[141] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 10

Tablo 2.12: IMF'le İmzalanan Stand-by Anlaşmaları, 1961-2001 (Milyon SDR)

Anlaşma Tarihi	Süre	Onaylanan Miktar	Kullanılan Miktar
01.1.1961	12 ay	37,5	16,0
30.3.1962	9 ay	31,0	15,0
15.2.1963	11 ay	21,5	21,5
15.2.1964	11 ay	21,5	19,0
01.2.1965	12 ay	21,5	-
01.2.1966	12 ay	21,5	21,5
15.2.1967	11 ay	27,0	27,0
01.4.1968	9 ay	27,0	27,0
01.7.1969	12 ay	27,0	10,0
17.8.1970	12 ay	90,0	90,0
24.4.1978	24 ay	300,0	90,0
19.7.1979	12 ay	250,0	230,0
18.6.1980	36 ay	1.250,0	1.250,0
24.6.1983	12 ay	225,0	56,2
04.4.1984	12 ay	225,0	168,7
08.7.1994	14 ay	610,5	460,5
22.12.1999	36 ay	15.038,40	11.738,96
Ek Rezerv Kolaylığı, 21.12.2000		5.784,40	5.784,40

Kaynak: IMF, Hazine Müsteşarlığı
[1]SRF, Özel Rezerv İmkanı

Keyder (s. 22), uygulanan istikrar programlarının başarısız olmasının arkasında yatan temel nedenin, gerekli yapısal reformların hayata geçirilememesi ve giderek artan bütçe açıkları olduğuna işaret etmektedir. Bu açıkların kapatılması için ya monetizasyona ya da iç borçlanmaya başvurulmuştur. 1990'lı yıllarda Hazine'nin finansman ihtiyacının artması, hükümetin finansman gereksinimini kamu bankaları kredileriyle finanse etmesine yol açmıştır. Ancak, bu kredilerin ne anapara ne de faiz ödemeleri yapılabilmiştir. Görev zararlarının birikmesinde, bu faktörün önemli bir rolü vardır. 1996 yılından beri, Ziraat ve Halkbank gibi kamu bankalarının görev zararlarında şiddetli bir artış yaşanmıştır.[142]

Tablo 2.13: 1995-2001 Dönemi KKBG ve Görev Zararları (GSMH'nın %'si olarak)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)	5	8,6	7,7	9,4	15,6	12,5	15,9
Kamu Bankalarının Görev Zararları	2,2	4,2	5,2	7,5	13,3	12	0
KKBG+Kamu Bankalarının Görev Zararları	7,2	12,8	12,9	16,9	28,9	24,5	15,9

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

[142] Keyder, Nur; a.g.m., s. 22

Enflasyonla mücadele kapsamında, bir kez daha, enflasyonu düşürmek ve makroekonomik istikrarı tesis edebilmek adına, 1998 yılının ikinci yarısında IMF'le 18 ay süreli bir yakın izleme anlaşması yapılmıştır. Buna göre, büyüme, enflasyon, ihracat, ithalat ve döviz rezervleri gibi ülkemiz ekonomik göstergeleri her 3 ayda bir IMF tarafından incelenecek, ekonomik taahhütlerin yerine getirilmemesi durumunda IMF tarafından verilen destek geri çekilecekti. Bununla beraber, 1997 Doğu Asya ve 1998 Rusya Krizi ülke ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, 1999 yılında art arda yaşanan depremlerin yükünün kamu harcamalarıyla finanse edilmesi nedeniyle bütçe üzerinde oluşan ağır yükün ve genel seçimler nedeniyle oluşan belirsizliğin piyasa faizlerini yukarı çekmesi sonucu, programdan istenilen başarı elde edilememiştir.

1999 deprem şokundan sonra Türkiye'nin dış ilişkilerinde gözlenen olumlu gelişmeler ve AB aday üyelik perspektifi, ekonomik yapılanmada yeni bir sürecin başlatılması için de uygun bir ortam oluşturmuştur.[143] Bu koşullar altında, 18 aylık sürenin bitiminde, 1999 yılı Aralık ayında, IMF'le yeni bir niyet mektubu imzalanmış olup; esas itibariyle sabit benzeri kur sistemine dayanan ve 2000-02 periyodunda sürmesi planlanan dezenflasyon programı başlatılmıştır. Programla, gerçekleştirilecek mali düzenlemeler ve yapısal reformlarla kamu finansmanının sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, bütçe açıklarının finansal piyasalar üzerinde yarattığı baskının azaltılmasıyla reel faizlerin uygun seviyelere indirilmesi, enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi ve makroekonomik istikrarın sağlanarak sürdürülebilir bir büyümenin yakalanması hedeflenmiştir. Programın başarısı, sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması ve ekonominin başarılı bir şekilde liberalizasyonunun sağlanmasına bağlıdır.

Serdengeçti (s. 1), geçmiş ülke tecrübelerinden yola çıkarak, döviz kuruna dayalı istikrar programları uygulayan ülkelerin enflasyonla mücadele ve mali disiplinin sağlanması konularında başarı sağladıklarını ve parasal büyüklüklere dayalı istikrar programları benimseyen ülkelere göre, daha hızlı bir düzelme gerçekleştiğinin görüldüğünü belirtmiştir. Bununla beraber, enflasyonla mücadale

[143] Celasun, Merih; a.g.m., s. 14

ederken, nominal çapa olarak dövizin kullanılması, ülkelerin kendilerine özgü birtakım özelliklerine bağlı olarak, sabit kur sisteminin çöküşüyle biten tehlikeli bir süreci de beraberinde getirmektedir. Serdengeçti, uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programlarının çökmesine neden olan ana etmenler olarak; tutarsız mali politikaların uygulanması, zayıf ve kırılgan bir bankacılık sisteminin mevcudiyeti, olumsuz ticaret hadleri şokları gibi gelişmeler ve önceden ilan edilmiş bir çıkış tarihi ya da stratejisinin olmayışına işaret etmiştir.[144]

İstikrar Programlarının Gözleme Dayanan Temel Özellikleri	
Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları	Parasal Büyüklüklere Dayalı İstikrar Programları
Enflasyonun devalüasyon oranına aşamalı olarak yaklaşması	Enflasyonun para arzının artış hızına aşamalı olarak yaklaşması
Ülke parasının reel olarak değer kazanması	Ülke parasının reel olarak değer kazanması
Ticaret dengesinde ve cari işlemlerde bozulma	Ticaret dengesinde ve cari işlemlerde belirgin bir değişiklik olmaması
Reel faaliyetlerde (reel özel tüketim ve reel GSYİH) önce bir artış akabinde bir azalma yaşanması	Başlangıçta ekonomik faaliyetlerde bir daralma yaşanması
Yurtiçi reel faiz oranlarının tepkisinin belirsiz olması	Yurtiçi reel faiz oranlarında başlangıçta bir artış olması

Kaynak: Calvo ve Vegh (1994); "Inflation Stabilization and Nominal Anchors" [145]

IMF'ten program süresince gelecek fon desteği, performans kriteri olarak adlandırılan bazı miktar değişkenleri için belirli hedef değerlerin tutturulmasına bağlanmıştır. Mali düzenlemeleri ilgilendiren ve mali disiplini sağlamayı amaçlayan performans kriterleri, kamu ayağında faiz dışı fazla kaleminde taban değerleri ve özelleştirme gelirleri ile kamu borcunun azaltılması ve garanti altına alınmasındaki tavan değerleri içermekteydi. İstikrar programı, konsolide bütçeye ilişkin hedeflerin yansıra, tarım, emeklilik, vergi politikaları ve şeffaflık alanlarında yapılacak reformları da içermekteydi.[146]

Programın merkezinde, nominal döviz kurunun çıpa olarak kullanılması yönünde güçlü bir taahhüdün verilmesi, sıkı parasal kontrolün sağlanması[147], enflasyonist baskıların giderilmesi için geniş ölçekli mali düzenlemelerin hayata geçirilmesi ve ekonominin liberalize edilmesi için bir dizi yapısal reformun

[144] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 1
[145] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 2
[146] Alper, Emre; a.g.m., s. 3
[147] IMF destekli programların uygulanması sırasında güçlü politikaların uygulanması; para politikasının veya mali düzenlemelerin sıkılaştırılması krize olan dayanıklılığı arttırmaktadır.

gerçekleştirilmesi unsurları yatmaktaydı.[148] 2000-03 periyodunu kapsayan dezenflasyon programının ana noktaları aşağıdaki şekilde özetlenmiştir; kamu sektöründe geleceğe yönelik bir endeksleme[149] kullanılması, kamu sektöründe gerçekleştirilecek kapsamlı bir konsolidasyonun mali performansının izlenmesi, sosyal güvenlik sistemi[150], kamu bütçe harcamaları ve tarım alanında yapısal reformların ve altyapı yatırımlarının hayata geçirilmesi, özelleştirmelerin hızlandırılması, son olarak, sadece TCMB'nin döviz satın alımıyla paralel gerçekleştirilecek para basımı ve para politikasının sterilizasyonsuz bir şekilde yürütülmesi.[151] Programın Merkez Bankası'na yurtiçi likiditeyi sadece sermaye girişleriyle arttırabileceği konusunda izin vermesi, programa para kurulu özelliğini kazandırmıştır.

Programın uygulanmasıyla aşağıda belirtilen hedeflerin gerçekleşmesi beklenmiştir. Öncelikle, enflasyonun düşürülmesi; "TEFE"nin ilk yılın sonunda %60'dan %20, ikinci yılın sonunda %10 ve 2002 yılsonu itibariyle %5 seviyesine; "TÜFE"nin ise ilk yılın sonunda %25, ikinci yılın sonunda %12 ve 2002 yılsonu itibariyle %7 seviyesine düşürülmesi amaçlanmıştır. Erçel (s. 2), enflasyonun düşürülmesiyle, enflasyonun ekonomide yarattığı en önemli olumsuzluklardan biri olan istikrarsız büyüme ortamından çıkılarak, ekonomik büyüme potansiyelinin arttırılacağını ve ekonomide kaynakların daha etkin ve adil dağılımının gerçekleştirileceğini vurgulamıştır.[152]

Uygulanacak döviz kuru politikası, 18 aylık periyodlar şeklinde ikiye ayrılmıştır. İlk periyodda, enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlamaları ve Temmuz 2001-Aralık 2002 aralığını kapsayan ikinci periyodda, kademeli olarak genişleyen bant sistemi geçerli olacaktır. Buna göre, 18 aylık ilk periyodda, 1 USD +

---

[148] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 542

[149] Fiyatlar genel düzeyi değiştikçe kira, maaş, faiz gibi bazı ödemelerin de değişmesini sağlayan bir endeksleme yöntemi kullanılacaktır. 2000 yılında, kamu işçilerinin maaş artışlarının beklenen TÜFE enflasyonuyla paralel olması planlanmıştır (Keyder; a.g.m., s. 28).

[150] Keyder programdan önceki dönemde, sosyal güvenlik sisteminin çökmek üzere olduğuna işaret etmiştir. 1998 yılında kaydedilen açık GSMH'nın %3'üne tekabül etmektedir. Keyder, 2000 yılının ikinci yarısında fazla verilmeye başlandığını belirtmiştir (Keyder; a.g.m., s. 26).

[151] Keyder; a.g.m., s. 22-23

[152] Erçel, Gazi (1999a); 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, Aralık 1999, s. 2

0,77 €'dan oluşan kur sepeti günlük artış oranları, yıllık %20 oranında hedeflenen TEFE artış oranına göre ayarlanmış ve sepetin günlük değerleri ilan edilmiştir. Bu, yıllık %20 oranında bir devalüasyon anlamına gelmektedir. Kurların 12 aylık dönemler itibariyle alacağı değerlerin bilinmesinin ekonomik birimlerin öngörülerini netleştirmesiyle, kurların büyük ölçüde belirleyici olduğu enflasyon beklentilerindeki belirsizliğin azaltılmasına paralel olarak, reel faizlerin düşürülmesi hedeflenmiştir.

İkinci 18 aylık alt dönemde uygulanacak olan bant sitemine göre; bandın her yıl bir uçtan diğer uca %15 oranında genişlemesi, böylece liranın devalüasyonu yıllık %15 ile sınırlandırılmıştır ve ana parite etrafındaki simetrik bandın kademe kademe genişletilerek, bu genişliğin, Aralık 2001'de %7,5, Haziran 2002'de %15 ve Aralık 2002'de %22,5'a yükseltilmesi planlanmıştır.[153] Band uygulamasında, kurun band içerisindeki hareketlerine TCMB'nin müdahalesi olmayacak; bandın belirlenen alt ve üst sınırlarının dışına çıkılmasına ise, alım satım yapılarak tepki verilecekti.

Dezenflasyon programı, önceden ilan edilen 18 aylık döviz kuru bandı nedeniyle, döviz kuru riskini elemine etmiş gibi görünmektedir. Daha önce bahsedilen mali politika tedbirleri ve yapısal reformlar aracılığıyla, temerrüt riski azaltılmıştır. Bu şekilde, yabancı yatırımcılar açısından beklenen getirinin risksiz getiriyi ve temerrüt risk primini aşması sonucu, piyasadaki faiz oranları üzerinde arbitraj fırsatı yaratılarak, sermaye girişleri hızlanmıştır.[154] Ancak, ülkeye giren sermayenin büyük kısmı, portföy yatırımları ve bankacılık sektörü tarafından alınan krediler şeklindedir. Portföy yatırımlarının likiditesi ve hareketliliği oldukça yüksektir. Bu yatırımlar eğer daha çok doğrudan yatırım formunda gelmiş olsaydı, elbette, hızlı sermaye çıkışları yaşanması olasılığı düşecekti.

[153] Keyder, Nur; a.g.m., s. 34
[154] Alper, Emre; a.g.m., s. 6

Tablo 2.14: Türkiye'ye Gerçekleşen Doğrudan Yatırımlar, 1985-2002 (Milyon USD)

Yıllar	Doğrudan Yatırım	Yıllar	Doğrudan Yatırım	Yıllar	Doğrudan Yatırım
1985	99	1991	810	1997	805
1986	125	1992	844	1998	940
1987	115	1993	636	1999	783
1988	354	1994	608	2000	982
1989	663	1995	885	2001	3,352
1990	684	1996	722	2002	617

Kaynak: TCMB

Kısa vadeli sermaye girişlerinin ülkeye portföy yatırımları şeklinde girmesi, sermaye akımlarının negatif bir trend alması halinde bir ülkeyi oldukça yıkıcı şoklara maruz bırakmaktadır. Portföy yatırımları/GSYİH oranının artması, yatırımcıların ülke parasına olan güvenlerini kaybetmeleri sonucunda kriz riskini arttırmaktadır. Bu doğrultuda, örneğin, hisse senedi piyasasında yaşanan çöküş, büyük sermaye çıkışlarının yaşandığı bir krizin habercisi olabilmektedir.

Erçel (s. 8), kurun önceden anons edilmesinin finansal piyasalara olumlu katkı sağlayacağını aşağıdaki şekilde açıklamıştır. Sermaye hesabının liberalizasyonuyla, Türkiye ekonomisi hem ticaret hem de finansal piyasaları açısından uluslararası piyasalarla entegre olma yolunda önemli bir yol kaydetmiştir. Böyle bir entegrasyonun sağlanması durumunda, teorik olarak, yurtiçi faiz oranlarını belirleyen faktörler; yurtdışı faiz oranları, döviz kurunda beklenen artış ve risk primidir. Diğer taraftan, yüksek kamu borçlanma gereği, dalgalı enflasyon, döviz kuru riski, politik belirsizlikten kaynaklanan riskler ve diğer kurumsal faktörler yurtiçi faiz oranlarının üzerindeki risk priminin artması sonucunu doğurmaktadır. Kamu borçlanma gereğindeki azalmanın sağlanması ile birlikte, önceden açıklanan ve enflasyon hedefine yönlendirilen kur sistemine geçilmesinin, yurtiçi faiz oranları üzerinde yukarı yönde baskı yaratan risk priminin anlamlı bir şekilde düşmesine yol açacağı düşünülmektedir.[155] Ayrıca, kamu borçlanma gereğinin azalacağı düşüncesinden hareketle programa göre; 2000 yılında, nakit iç borç/GSMH oranının %27 ve toplam borç stoku/GSMH oranının ise %58'i aşmaması planlanmıştır.[156]

[155] Erçel, Gazi (1999a); a.g.m., s. 8

[156] Hazine Müsteşarlığı (1999); "Stand-by Agreement, Letter of Intent", December 9

Aslında bu program, makro ekonomik dengesizlikleri işaret etmiş ve bir noktaya kadar negatif trendi tersine çevirmekte başarılı olmuştur.[157] Parasal ve ekonomik açıdan türbülansların yaşandığı uzun süren bir dönemin ardından, Türkiye, IMF destekli kura dayalı istikrar programının uygulanmasıyla, enflasyonu düşürmeyi başarmış ve geçici bir süre için güçlü bir büyüme göstermiştir. 1999'a göre, hem enflasyon hem reel faiz oranlarında ciddi bir düşüşle birlikte, faiz dışı fazla kaleminde önemli bir artış yaşanmıştır. Enflasyon beklentilerinde yaşanan iyileşmeyle birlikte, Hazine bonosu faizlerinde %90'lardan %30'lara inen bir azalma görmekteyiz.[158] Sonuç olarak, borcun GSMH'ya oranı ve kamu kesimi borçlanma gereksinimi azalmıştır. Ancak, nominal faiz oranlarının dünya seviyelerine yaklaşmasına rağmen, enflasyondaki düşüşün daha yavaş gerçekleşmesi sonucunda reel faiz oranlarındaki geçici düşüş nedeniyle, tüketimde büyüme ve inşaat faaliyetlerinde geçici bir artışın meydana geldiğini görmekteyiz.[159]

Arı ve Dağtekin de (s. 3-4), programın ekonomi üzerindeki ilk yansımalarının oldukça pozitif olduğuna işaret etmiştir; sermaye girişleri artarak 2000 yılında 15,2 milyar USD'ye yükselmiş, faiz oranları %80'lerden %30'lara doğru hızlı bir gerileme yaşamış, banka kredilerinin maliyetindeki düşüşler sonucunda tüketim harcamaları artmıştır. Bununla beraber, enflasyonun daha katı bir tutum sergilemesi ve belirli bir düşme sağlansa da hedefin bir hayli üzerinde kalınması, özellikle ithalat kaynaklı tüketim harcamalarında belirgin bir artışa neden olmuştur. Bu katılık, Türk lirasının önceden anons edilen kurlara göre aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Ticaret dengesinde, 2000 yılı sonu itibariyle 27 milyar USD'lik bir açık ve cari açıkta 9,8

[157] Programın uygulanmasını takiben faiz oranlarında ciddi düşüşler yaşanmıştır. 1999 sonu itibariyle, Hazine'nin borçlanma maliyeti yıllık %100'ün üzerindeyken, Ocak 2000'de bu oranın % 37'lere düştüğünü görmekteyiz. Aralık 1999 itibariyle %70 seviyelerinde olan gecelik borçlanma faiz oranları ise, Ocak 2000 itibariyle %36'lara gerilemiştir. Fakat diğer yandan, bu derece hızlı düşen faiz oranları, enflasyonist beklentileri olumsuz yönde tetiklemesi açısından negatif bir sinyal vermektedir. Evet, bir yandan, Hazinenin borç yükü azalmaktadır, ancak diğer yandan, dezenflasyon programına göre zaten aşırı iyimser belirlenmiş olan enflasyon hedefi, faizlerdeki düşüşün talebi canlandırması nedeniyle zarar görmektedir.

[158] Özkan, Hazine bonosu faiz oranlarının Kasım 1999 sonu itibariyle, %95 olduğunu, 9 Aralık 1999'da dezenflasyon programının uygulanmaya başlanmasından sadece bir ay sonra, Ocak ortasında %38'lere gerilediğine işaret etmektedir (Özkan; a.g.m., s.542).

[159] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 2 ve s. 5; Özatay ve Sak; a.g.m., s. 28

milyar USD'lik bir artış yaşanmıştır. Bu miktar, GSYİH'nın %4,9'una tekabül etmektedir.[160]

Uygur (s. 13), iç talep ve ithalatta yaşanan artış konusunda, otomotiv sektörünün önemli bir örnek teşkil ettiğine dikkat çekmektedir. Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere, 2000 yılında yurtiçinde üretilen otomobil sayısında %33,2 artış yaşanırken, ithal edilen otomobil sayısı %97,4 oranında artmıştır. AB bölgesi kaynaklı yaşanan bu dikkate değer artış, cari açığın artacağı yönünde önemli sinyaller verirken, talep daraltıcı önlemler yeterince alınmamıştır.[161]

Tablo 2.15: Yerli ve İthal Araba Satışı, 1995-2000

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Yerli	195.000	182.200	219.800	204.100	157.500	207.700
Yabancı	21.600	57.500	125.000	111.500	131.200	259.000
Toplam	216.600	239.700	344.800	315.600	288.700	466.700

Kaynak: Türkiye Otomotiv Sanayi Derneği

Serdengeçti'ye göre (s. 3), ticaret hadlerinde yaşanan belirgin şoklar, Şubat'ta yaşanan krizde rol oynayan faktörlerden üzerinde en az tartışılanıdır. Petrol fiyatlarında görülen büyük artışların ve diğer olumsuz gelişmelerin bir sonucu olarak, 1999 yılıyla karşılaştırıldığında, ticaret hadleri %8,4 oranında düşmüş, zaten sorun yaratan cari açığın daha da kötüleşmesine katkıda bulunmuştur.[162]

Akyüz ve Boratav (s. 2), para ve maliye politikası hedeflerinin tam uygulanmasına rağmen, enflasyonda yaşanan düşüşün, hedeflenen değerin oldukça üzerinde kaldığına ve bu durumun, programın kredibilitesine büyük zarar verdiğine dikkati çekmiştir.[163] Artan sermaye akımlarının ve risk primindeki azalmanın etkisiyle faiz oranları gevşemiş; ancak bu gevşeme enflasyondaki gevşemeden daha hızlı ve büyük olduğu için, reel faiz oranları negatif bir görünüm sergilemiştir. Ayrıca, program, bilançolarında ciddi anlamda faiz ve döviz kuru riski taşıyan ve

[160] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 3-4
[161] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 13
[162] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 3
[163] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 2

sermaye yeterliliklerinde gerileme yaşanan bir bankacılık sisteminin var olduğu bir ekonomide yürütülmeye çalışılmıştır.[164] Model, ancak borçların sürdürülebilir olması ve yabancı sermaye girişlerinin sürmesi durumunda sorunsuz çalışabilecektir. Bununla beraber, örneğin, özelleştirme sürecinin kesintiye uğraması gibi bir gelişme, ciddi anlamda sıkıntı yaratabilecektir.

Yilmazkuday (s. 119), sermaye girişlerinin, yurtiçi faiz oranlarını dünya seviyelerine yaklaştıran mekanizmayı çalıştırdığına işaret etmektedir. Sermaye girişleri aynı zamanda, istikrar programını takiben oluşan tüketim ve yatırım harcamalarındaki artışı finanse etmekte ve bir zaman sonra, Türk ekonomisi sermaye girişlerine bağımlı hale gelmektedir. Dolayısıyla, yabancı sermaye ekonomi içerisinde tutulduğu sürece, sistem mükemmel bir şekilde işlemektedir.

Alper, çalışmasında döviz kuruna dayalı istikrar programının riskleri nasıl arttırdığını aşağıdaki şekilde açıklamaktadır;[165]

1) Döviz kuru çıpasına dayalı dezenflasyon programı, mali politika tedbirleri ve yapısal reformlar anons edilmektedir.
2) Bu gelişme, sermaye girişlerine yol açmaktadır. Çünkü yabancı bir yatırımcı için, başlangıç denge noktasında, Türkiye'de yatırım yapmanın beklenen getirisi, kendi ülkesinde yatırım yapmanın beklenen getirisi artı risk primi şeklinde gösterilebilir. Risk priminin iki alt bileşeni bulunmaktadır; ülke riski (temerrüt riski) ve döviz kuru riski. İstikrar programı, döviz kuru riskini aşağı yukarı elemine etmektedir. Mali politika tedbirleri ve taahhüt edilen yapısal reformlar sayesinde, temerrüt riski de azalmaktadır.
3) Risk primindeki azalma, sermaye girişlerine, bu da likiditenin artmasına ve nominal ve reel faizlerin düşmesine yol açmaktadır. Çünkü istikrar programına göre TCMB, para kurulu benzeri gibi davranmak zorundadır.

[164] Çolak, Ömer F. (2001); a.g.m., s. 20
[165] Alper, Emre; a.g.m., s. 15,16,17

4) Faiz oranlarındaki azalma, devlet artık daha düşük maliyetle borçlanabildiği için, ülke riskini daha da azaltmaktadır. Gelecekteki faiz yükünün azalması ise, sermaye girişlerinin azalmasıyla sonuçlanmaktadır.
5) Bu, faiz oranlarının orta dönem denge değerinin altına düşmesine yol açmaktadır. Başka bir adım atılıncaya kadar, sermaye girişleri durmaktadır ve ülke riski daha da azalmaktadır.
6) Reel faiz oranlarındaki azalma, tüketim ve yatırım harcamalarının artmasına yol açarak, büyüme oranının yükselmesine yol açmaktadır.
7) Tüketim ve yatırımın artması, cari açığı olumsuz etkilemekte; çünkü ithal edilen mal ve ara malları tüketimi artmaktadır.
8) Döviz rezervleri, sermaye girişleri ile düzeltilmedikçe azalmakta ve bu da, spekülatif saldırılara yol açmaktadır.
9) Merkez Bankası, döviz kuru çıpasını terk etmek zorunda kalmaktadır.

Diğer bir aktarım kanalı da aşağıdaki şekilde işlemektedir (ilk 5 kanal yukarıdakiyle aynıdır.)

6) Dönemsel veya birtakım dışsal faktörler ve ertelenen reformlar nedeniyle, sermaye çıkışları başlamakta; sistemdeki likidite azalmakta ve Interbank faiz oranları yükselmektedir. Bu artış, ticari bankaların bilançolarındaki varlıkların değerinde bir azalmaya işaret etmektedir.
7) Gecelik faiz oranlarındaki artış, acil fon ihtiyacı içerisinde olan ancak, piyasadaki dalgalanma nedeniyle kredi limitleri düşürülen ve bu nedenle, Interbank piyasasından fon bulamayan bankaların kamu kağıtlarını satmalarına yol açmaktadır.
8) Kamu kağıtlarının fiyatları düşmekte ve para otoriteleri, Merkez Bankası'nın net iç varlıkları tavanı olmadığı için müdahale edememektedir. Bu durum, teminat tamamlama çağrılarına yol açarak, kısa vadeli fon ihtiyaçlarını arttırmaktadır. Tüm bankacılık sisteminin kırılganlığı artmakta, Interbank para piyasası işlevini kaybetmekte ve bir likidite krizi oluşmaktadır.
9) Finansal stres yaşayan bankalar, kamu bütçesinin bir yükümlülüğü olarak düşünüldüğü için ülke riski artmaktadır.

10) Sermaye çıkışları, uluslararası rezervlerde bir azalmaya yol açarak, döviz kuru riski üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmakta ve spekülatif bir saldırıyı harekete geçirmektedir.
11) Para otoritesi, döviz kuru çıpasını terk etmek zorunda kalmaktadır.

Dezenflasyon programı, aslında göreceli olarak daha dengeli bir dış ortamın başlangıç koşulları altında uygulanmaya başlanmıştır; ancak, 2000 yılı boyunca, Türkiye ekonomisinin dış dengelerinin büyük ölçüde bozulmasıyla sonuçlanmıştır. Yeldan çalışmasında, Türkiye finansal ve mali sisteminin kırılganlık indikatörlerinin, uygulanan programın, 2000-01 döneminde, istikrarın sağlanmasından ziyade, zaten 1990'larda oldukça sığ ve dengesiz bir zemine sahip olan Türkiye ekonomisinde, finansal kırılganlığın iyice artmasına neden olduğunu işaret etmektedir. İstikrar ve kredibilitenin sağlanmasına yönelik yapılan yapısal reformlar, büyük ölçüde yabancı finansal sermayenin menfaatlerine hizmet etmiş; bu doğrultuda, Türk arbitrajcılarının borç yükümlülüklerinin garanti edilmesi, temel öncelik haline gelmiştir.[166]

Dezenflasyon programının, belki de en kötü taraflarından biri, parasal genişlemeyi net döviz varlıklarındaki artışla sınırlandırarak, Merkez Bankası'nın, geleneksel tasarruf araçlarını kullanmasını kısıtlaması olmuştur. Programa göre, Merkez Bankası'na tanınan likidite yaratma mekanizması, uygulamada, parasal operasyonlarda, "yarı para kurulu" rejiminin uygulanması anlamına gelmekteydi. Bu mekanizmada, para politikası, yabancı sermaye akımlarının kontrolüyle sınırlandırılmıştır; bu şekilde, ekonominin likidite ihtiyaçlarının karşılanmasındaki en önemli öğe, uluslararası spekülatif finansal sermaye girişlerinin sürekliliği olmaktadır. Dolayısıyla, sermaye hesabının tam konvertibilitesinin geçerli olduğu bir ekonomide, yurtiçi faiz oranları tamamen yabancı sermayeye bağımlı hale gelmiş olup; yurt içi varlık piyasaları, finansal arbitrajcıların spekülatif saldırılarına karşı savunmasız kalmaktadır.[167]

Döviz kurunun dezenflasyon için bir çıpa olarak kullanılması, ekonomilerde karşılıklı olarak, rekabet gücüyle ilgili sorunlara neden olmaktadır. Burada,

[166] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 1 ve s. 6
[167] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 4

enflasyonun, para birimindeki değer kaybına göre daha az bir gerileme yaşaması da önemli rol oynamaktadır. Rekabet gücünü tesis edebilmek için, döviz kurunda yapılacak bir defaya mahsus ayarlama, hem hükümetin dezenflasyon taahhüdünün kredibilitesini, çünkü döviz kuru çıpası istikrar programının sembolü haline gelmiştir, hem de bankacılık sisteminin istikrarını tehdit eder hale gelmiştir.[168]

Sabit benzeri bir kur sisteminin uygulanması, bankacılık sektöründe riskleri arttıran birtakım yerleşik mekanizmaları beraberinde getirmiştir. Devalüasyon oranının sırasıyla yıllık %20 ve %15 olarak sabitlenmesi, bankaların dolar cinsinden borçlanarak lira cinsinden kamu kağıtlarını satın almalarına yol açmıştır. Çoğu hedge edilmemiş açık pozisyonlar tırmanmış ve döviz kuru riskinin aşırı yükselmesine neden olmuştur. Asya Krizi'nde olduğu gibi, bankaların bilançolarında büyük zararlar ortaya çıkmıştır. 2000 yılının ilk üç çeyreğinde, bankaların net açık pozisyonları neredeyse iki katına çıkmıştır.[169]

2.5.2.1 Dezenflasyon Programının Tasarlanması ve Uygulanması Sürecindeki Eksiklikler

Türkiye'nin kriz deneyimi, sermaye hesabının liberalizasyonunun sağlanmış olduğu bir ekonomide, döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanabilmesi için, birtakım önkoşulların sağlanmış olması gerektiğini ortaya koymaktadır. Oysa program, gerek tasarım gerek uygulama sürecinde birtakım zayıflıkları içermekteydi. 2000 programının başlıca zayıflıkları, bankacılık sektörünün finansal yapısını güçlendirmeden uygulamaya konulması, gerçekçi olmayan enflasyon öngörüsüne göre nominal kur artışlarının sabitlenmesi, para tabanının sermaye giriş ve çıkışlarına bağımlı bir konuma gelmesi ve uygulamada uzlaşmacı yaklaşımlarla ileriye yönelik fiyat ve ücret endekslemesine tam anlamıyla geçilememesidir. Kredibilite gereksinimi çok fazla olan bu tarz bir programın uygulanmasında, enflasyonu düşürme hedefi ön plana çıkarılmış ve kamu kesiminin borç sorunu ile bankacılık sektörünün kırılganlığı arasındaki etkileşimin kontrol altında tutulabileceği öngörülmüştür. Programın yapısal düzenleme taahhütleri ile aşırı yüklü olması ve

[168] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 5
[169] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 565

bunların yeterli ölçüde ve zamanında yerine getirilememesi, cari açığın patlamasıyla birlikte kredibilitenin aşınmasına neden olmuş; mali dengeler ve bilançolar krize karşı oldukça savunmasız bir pozisyona gelmiştir.[170]

Uygur (s. 10), programın daha uygulanmadan tasarımı sırasında ortaya çıkan ve kredibilitesini etkileyen bazı olumsuzluklara yer vermiştir. Buna göre, döviz kurunu çıpa yapan benzer programlar, 1990'da birçok ülkede başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Örneğin, Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland'da bu tür programlar, finansal krizlerle sonuçlanmıştır. Ayrıca, daha ilk etapta, programın kredibilitesini sarsan gelişmeler yaşanmıştır. Örneğin, 2000 yılında kamu fiyatlarının çıpa olarak kullanılması amacıyla, 1999 yılsonunda yüksek kamu zamları yapılmıştır. Buradaki yanlış olan varsayım, kamu kesimi enflasyonunun %2 civarında kalacağıydı. Bununla beraber, 2000 yılı Ocak ayında, kamu kesimi enflasyonunun bazı sektörlerde %30'u aştığı görülmüştür. Çelişkinin farkedilmesi ve zamların geri alınmasına rağmen, programa olan güven duygusu çoktan sarsılmıştır.[171]

Celasun (s. 25), programın zamanlaması konusunda da acele edildiğine işaret etmiştir. Buna göre, bilançolarında görev zararı stoklarını taşıyan ve bunların finansmanı için bütçeden ödenek alamayan kamu bankalarının kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını finansal piyasalardan sağlamaya çalışması, programın başlangıcından bir süre sonra sorun oluşturmaya başlamıştır. 2001 yılında kamu bankalarının kapitalizasyonu için yapılan operasyonlara benzer bir biçimde, program yürürlüğe konulmadan önce, sözkonusu bankaların mali yapıları güçlendirilip reel kur bir ölçüde düşürülebilseydi, enflasyonla mücadele için daha elverişli başlangıç koşulları yaratılabilirdi.[172]

Diğer gelişmekte olan ülkelerde de uygulanan kura dayalı istikrar programları, genellikle döviz kurunu, enflasyon beklentileri için güvenilir bir çıpa olarak kullanmaktadır. Bununla beraber, bu ülkeleri krizlere de açık hale getirmektedir. Reel kurda yaşanan aşırı değerlenme ile para krizleri arasında güçlü bir ilişki vardır. Uygulanan program, yerel para biriminin aşırı değerlenmesiyle,

[170] Celasun, Merih; a.g.m., s. 41
[171] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 10-11
[172] Celasun, Merih; a.g.m., s. 25-26

arbitraj olanaklarının sermaye girişlerini arttırmasıyla ve artan dış açıkların bu sermaye girişleriyle finanse edilmesiyle sonuçlanmaktadır. Dış finansal kırılganlığın artması, ülke parasının değer kaybedeceği ve hızlı sermaye çıkışlarının yaşanacağı beklentilerini beslemekte, döviz kurunun yükselmesine ve faiz oranlarında artışlara yol açmaktadır.[173]

Türkiye 2000-01 Krizleri'nde de karşımıza çıkan bu mekanizma, şu şekilde çalışmıştır. Dezenflasyon programı, para kuruluna benzer bir uygulamayı devreye sokmuştur. Buna göre, yabancı sermaye ülkeye girdiğinde, sırasıyla Merkez Bankası döviz rezervleri artmış, parasal taban genişlemiş, likidite artmış ve faiz oranları aşağı yönde bir hareket göstermiştir.[174] Programın uygulandığı ilk yedi aylık süreçte, olumlu konjonktür nedeniyle önemli miktarda yabancı sermaye girişi olmuş; bu durum, faiz oranlarının arzulanan seviyelerin altına gerilemesine yol açmıştır. Eylül sonrasında ise süreç tersine dönmüştür; hızlı ve yoğun sermaye çıkışları likidite sorunlarını ağırlaştırmıştır.[175] Ayrıca programa göre, para kurulu benzeri uygulamada ortaya çıkması muhtemel yüksek cari açığın yarattığı olumsuz etkileri giderebilmek için doğrudan sermaye girişleri gerekmesine rağmen, bunu sağlayacak mekanizmalar kurgulanamamıştır. Bu arada sistem, 2000 Kasım Krizi ile çökebileceği yönünde kuvvetli bir sinyal vermiş, ancak, programın uygulayıcıları bunu dikkate almamışlardır.[176]

Uygur (s. 10), programda, ileride sıkıntı yaratabilecek unsurların mevcut olduğunu belirtmiştir. İlk olarak, Merkez Bankası tarafından uygulanacak "sterilizasyon yok" kuralını benimseyen para politikasına göre, parasal tabandaki

[173] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 2

[174] Alper'e göre, faiz oranlarında yaşanan hızlı düşüşün nedenlerinden biri, bazı bankaların faiz oranlarının düşeceği beklentisiyle aldığı agresif pozisyonlardır. Bu beklentiyle bankalar, kamu borçlanma kağıtlarında aşırı alım yapmışlardır; DİBS ihale fiyatlarının hızlı bir şekilde yukarı gitmesiyle faiz oranlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Bu arada, büyük miktarda sabit oranlı tüketici kredisi veren bankalar, kısa dönemli finansman ihtiyaçları için, repo fonlamasına ve Interbank kredilerine başvurmuşlardır. Düşen faiz oranlarıyla birlikte böyle bir strateji, sermaye kazancı yaratmaktadır. Bununla beraber, kamu kağıtlarını satın alan ve kısa dönemli finansman ihtiyacını repo fonlamasıyla karşılayan bir banka, vade uyumsuzluğu riskine katlanmaktadır. Çünkü repo piyasasındaki işlemlerin %99'luk hacmi, gecelik repolardan oluşmaktadır. Bununla beraber, reponun dayanak varlığı olan kamu borçlanma kağıtlarının ortalama vadesi 15 ay civarındadır. Bu şekilde alınan agresif pozisyonlar, dezenflasyon programının ilk 12 ayında, tüketici kredileri ve kamu DİBS faiz oranlarında hızlı düşüşlere yol açmıştır (Alper; a.g.m., s. 7).

[175] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 15

[176] Çolak, Ö. Faruk (2012); a.g.m., s. 3

değişiklikler, para kurulu benzeri bir uygulamayla TCMB'nin net iç varlıkları sabitlenmiş olduğu için, direkt olarak, TCMB'nin bilançosunda net dış varlıklardaki değişimleri yansıtacaktı. Yüksek riskler barındıran bankacılık sektörü yurtdışından borçlanacak; ancak sterilizasyon olmayacaktı. Para-faiz politikasının olmadığı bu düzen, programın otomatik mekanizması gibi sunulsa da, aslında büyük endişelere yol açmaktaydı. Sermaye akımlarında yaşanacak olumsuz bir gelişme, ekonomide para-faiz intibakı yapılmasını imkansız hale getirmekteydi.[177]

2000 yılı boyunca Türkiye para piyasalarına giren büyük sermaye girişlerinin para otoriteleri tarafından sterilize edilmemesi, para arzında şiddetli bir artışı ve dolayısıyla, yurtiçi kredi hacminde bir genişlemeyi beraberinde getirmiştir. Kredilerin kalitesindeki bozulma, sabit kur sisteminin devam ettirilmesi amacıyla rezervlerde yaşanan kayıplarla birlikte, krizin ortaya çıkmasına katkı yapan önemli bir faktördür. Kredilerdeki artış, aynı zamanda, yurtiçi tüketim harcamalarının artmasına ve ticaret dengesinde bozulma yaşanmasına yol açarak, dezenflasyon programı üzerinde dolaylı ve negatif bir etkiye sahip olmuştur.[178]

Keyder (s. 31-32), uygulanan programa göre, Türkiye'nin, sadece Merkez Bankası'nın döviz satın alımlarıyla paralel şekilde TL yaratacağını ve para politikası araçlarını kullanarak sterilizasyon yapmayacağını taahhüt ettiğini belirtmektedir. Finansal krizlerin başlangıcına kadar, NİV (Net İç Varlıklar) ve para basılması konusundaki taahhüde çok sıkı uyulmuş; aynı zamanda NDV (Net Dış Varlıklar) ve PT (Parasal Taban) arasında neredeyse kusursuz bir paralellik gerçekleşmiştir. Yine finansal krizler yaşanana kadar, Repo/Ters Repo işlemleriyle birlikte APİ, sterilizasyon amaçlarıyla kullanılmamıştır. Bununla beraber, krizlerin yaşandığı periyodda, NİV (Net İç Varlıklar) koridoru ile birlikte APİ konusundaki taahhüde uyulmamış ve 22-30 Kasım periyodunda likidite darboğazına yakalanan finansal sisteme likidite enjekte edebilmek amacıyla, büyük ölçüde APİ'ye

[177] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 10
[178] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 17

başvurulmuştur.[179] Oysa, TCMB'nin faiz oranlarını etkileme kapasitesi NİV bandının genişliğiyle sınırlandırılmıştı. Buna göre band şu şekilde hesaplanmıştır;[180]

Önceki çeyreğin NİV (+, -) Önceki çeyrek sonu itibariyle Para Tabanı × 0,05

Örneğin, 2000 yılı ilk çeyrek için band değerleri aşağıdaki şekildedir;

-1200 (+,-) 3879,2 × 0,05 = -1.200 (+,-) 194 = (-1006) , (-1394)

Haziran 2001'i izleyen dönemde döviz kuruna uygulanan band genişledikçe, NİV koridoru da genişleyecektir. Böylece, para kurulu benzeri bir yaklaşımla, Merkez Bankası'nın net iç varlıklarına (NİV) limitler konulmuş ve faizlerin belirlenmesi piyasalara bırakılmıştır. Sermaye girişlerinin ve net dış varlıkların (NDV) arttığı dönemlerde para tabanının genişlemesi faizleri düşürürken, net dış varlıkların büyük ölçekte gerileyebileceği dönemlerde, TCMB'nin kullanabileceği araçların kısıtlı olması büyük risk oluşturmuştur.[181] Her çeyrekte, net iç varlıkların, bir önceki çeyreğin, toplam parasal tabanının %5'i oranında bir band içersinde dalgalanmasına izin verilmiştir ve programa göre, Merkez Bankası'nın yurt içi kredi yaratma kapasitesi, üç aylık dönemler itibariyle belirlenen NİV tavanı performans kriterleri ile sınırlandırılmıştır.

Sermaye girişlerinin sterilize edilmemesiyle birlikte, belirtilen hususlar, tamamen dışarıdan belirlenen bir para arzına yol açmıştır. Uygulanan yarı-para kurulu sisteminde, finansal sistemin günlük likidite gereksinimlerinin bir önemi olmayacaktı ve ekonomideki likidite temel olarak, uluslararası camiadan gelen destekle birlikte, diğer gelişmekte olan ülkelerdeki iyi atmosfer tarafından belirlenecekti. Alper'in (s. 18) belirttiği üzere, başlangıçtaki sermaye girişlerinin bir kısmı sterilize edilseydi, faiz oranlarında yaşanan düşüş daha yavaş olurdu ve faiz oranlarının aşırı düşüşünden kaynaklanan likidite krizi önlenebilirdi. Çünkü faiz oranlarındaki düşüş, cari açıktaki büyük artışın ve bankacılık sektöründeki kırılganlıkların başlıca nedenlerinden biridir.[182]

[179] Keyder, Nur; a.g.m., s. 31-32
[180] Keyder, Nur; a.g.m., s. 33-34
[181] Celasun, Merih; a.g.m., s. 26
[182] Alper, Emre; a.g.m., s. 4 ve s. 18

Yeldan (s. 11), programın Merkez Bankası'nın finansal istikrarı ve parasal kontrolü sağlamaya yönelik tüm araçlarını tasfiye ederek, ekonomiyi spekülatif saldırılara ve ani tıkanmalara karşı savunmasız hale getirdiğini belirtmiştir. Yeldan'a göre, bu modelde, stabilizasyon kavramıyla gerçekten ifade edilmek istenen şey, devalüasyon riskinden arındırılmış bir döviz kuru sistemi oluşturmak ve yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek için, ülke finansal piyasalarında, yüksek reel getiriler sağlamaktır. Döviz kurunun değer kaybına yönelik olarak önceden ilan edilen bir programın sınırları içerisinde kıstırılmış halde ve kısa vadeli arbitraj spekülasyonları tarafından etkin bir şekilde yönetilen parasal kural altında, Merkez Bankası'nın parasal etkinliği, "muhasebe yetkilisi" gibi işlevsiz bir role indirgenmiştir. Bu şekilde, Merkez Bankası, yıkıcı bir şok ve davranışlarında ani bir duraksamaya yol açacak şekilde yatırımcıların beklentilerinde bir değişiklik olması halinde, ekonomiye yön vermek konusundaki tüm gücünü kaybetmiştir. 2000 yılı dezenflasyon programı, Türk finansal ve varlık piyasalarının kırılganlıklarını tamamen göz ardı etmiş ve TCMB ve Hazine Müsteşarlığı gibi parasal ve mali otoritelerin geleneksel disiplin araçlarını kullanmalarını engellemiştir. Bu kurumların, piyasalardaki spekülatif güçlere karşı savunmasız kalmalarına yol açmış ve bunların hepsi, "iyi yönetim" adı altında yapılmıştır. Krizlerin ortaya çıkmasında, bu kırılgan ortamın arttırdığı baskılar da etkin bir rol oynamıştır.[183]

Program, enflasyon hedefinin belirlenmesi konusunda da pek gerçekçi görünmemektedir. Buna göre, 2000 yılı sonunda TEFE enflasyonu %20 olarak belirlenmiş ve döviz kuru çizelgesi bu hedefe göre düzenlenmiştir. Dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki fiyat katılıkları gözönüne alındığında, bu hedefe ulaşılamayacağı aşikardır. Evet, bu hedeflemenin sonucunda iç borçlanma faizlerinde hızlı bir düşüş yaşanmıştır. Ancak, enflasyon aynı hızla düşürülemediğinden, reel kur değerlenme sürecine girmiştir ve ithalatta büyük bir artış yaşanmıştır. Ayrıca, ücret ve fiyat belirlemelerinde ileriye yönelik endekslemeye geçiş, enflasyon için oldukça iddialı bir hedefi içeren programda önemli bir unsurdu. 2000 yılında kamu ve özel

[183] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 11

kesimlerin reel işgücü maliyetlerinde gözlenen artışlar, ücretlerin enflasyonun düşmesini destekleyici bir şekilde belirlenmediğine işaret etmektedir.[184]

İç talepte özellikle dayanıklı tüketim mallarının talebindeki genişleme ve bu talebin ithalata yönelmesi, programda öngörülenin çok üzerine çıkmıştır. Faiz oranlarının hızlı bir şekilde gerilemesi, talepteki artışın majör nedenlerindendir. Uygur tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda, beklenen ve gerçekleşen enflasyon ile DİBS bileşik faizleri yer almaktadır. DİBS bileşik faiz oranlarının hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyon oranlarının çok altında kalarak, negatif reel değerlerin ortaya çıktığı görülmektedir.[185]

Tablo 2.16: Ortalama Hazine Bileşik Faizleri ve 12 Aylık Enflasyon Oranları

Ay	Hazine Bileşik Faizi Ortalama	TÜFE Enflasyonu 12 Aylık	TEFE Enflasyonu 12 Aylık	Beklenen TEFE Enflasyonu 12Ay Sonra	Beklenen TEFE Enflasyonu Yıl Sonu
1999 7	101,4	65,0	52,4	58,3	59,8
8	116,5	65,4	53,7	60,2	61,3
9	113,2	64,3	54,4	60,5	62,1
10	109,3	64,7	55,2	57,1	61,3
11	96,4	64,6	56,3	53,4	60,5
12	- (*)	68,8	62,9	44,1	56,8
2000 1	38,3	68,9	66,4	37,5	38,9
2	42,1	69,7	67,5	38,6	39,9
3	39,9	67,9	66,1	38,0	40,7
4	34,5	63,8	61,5	36,3	39,4
5	39,4	62,7	59,2	35,3	38,9
6	41,9	58,6	56,8	34,9	39,1
7	34,5	56,2	52,3	33,0	37,8
8	33,2	53,2	48,9	34,0	38,7
9	33,6	49,0	43,9	32,2	37,9
10	38,0	44,4	41,4	30,5	37,2
11	41,0	43,8	39,1	29,9	37,8
12	- (*)	39,0	32,7	29,9	37,0
2001 1	65,0	35,9	28,3	27,1	28,2

Kaynak: Hazine, DPT

Ayrıca, kısa vadeli dış borç/merkez bankası uluslararası rezervleri indikatörü de, dezenflasyon programının krizi şiddetlendirdiğini göstermektedir. Dezenflasyonu ve istikrarı hedefleyen 2000 programı, bu indikatörün Haziran'da %112, Aralık'ta

[184] Celasun, Merih; a.g.m., s. 26-27
[185] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 10

%145'e çıkması sonucu, dışsal kırılganlığın artmasına neden olmuştur. Bu seviye, 1993 yılından beri, 1994 Krizi yaşanmasına rağmen, en yüksek değerdir. Oysa Niyet Mektubu, Merkez Bankası rezervlerindeki olası artışların, vadesi dolmayan kısa vadeli yabancı borçlardaki artışla uyumlu olacağını ve Türkiye'nin dışa karşı güçlü olacağını öngörmekteydi. Bununla beraber, Kasım Krizi'ni takiben, IMF'ten gelen 4 milyar USD miktarında rezerv desteğine rağmen, dış hesaplarda bahsedilen bozulma yaşanmıştır. Büyük miktardaki bu dış destek, yurtiçi makro istikrarı sağlayabilmek için yeterli olmamış; Türkiye varlık piyasaları, Şubat 2001'de, tarihindeki en kötü ekonomik krizi yaşamıştır.[186]

Programda, 18 aylık bir dönemin sonunda, sabit kur sisteminin sonlandırılacağı belirtilmiştir. Sabit kur sisteminden kademeli olarak çıkışı içeren bu uygulama, Türkiye'de uygulanan kura dayalı istikrar programını diğer benzer programlardan ayırmaktadır. Bu farklılıkla yapılmak istenen şey, aslında, sabit kur sistemlerinin, gelişmekte olan ülkelerde yaratabileceği yapısal katılıklardan kaçınmak isteğidir. Serdengeçti (s. 2), içeriğinde uygulamanın başlangıcından 18 ay sonra genişleyecek bir döviz kuru bandına geçişin yer alması nedeniyle, programın bir çıkış stratejisinden yoksun değilmiş izlenimi vermekte olduğuna işaret etmiştir. Bununla beraber, döviz kuru çıpasından yumuşak bir çıkış, hem yurtiçi hem de dış koşulların olumlu olmasıyla mümkün görünmektedir. Bu koşulların mevcut olmayışı ve diğer faktörlerdeki olumsuzluklar, döviz kuruna dayalı istikrar programının başarısını kısıtlayan gelişmeler olarak karşımıza çıkmaktadır.[187]

Ayrıca, para ve maliye politikalarının eksiksiz bir şekilde uygulanmasına rağmen, enflasyon hedefini gerçekleştirmek konusunda başarısız olunmuştur; enflasyon hedeflenen orana indirilememiştir. Akyüz ve Boratav (s. 2), programın uygulanmasından ziyade, oluşturulmasındaki eksikliklerin, sermaye girişlerindeki artışın, Türkiye'de, diğer benzer programları uygulayan ülkelere göre, çok daha kısa vadeli olmasındaki başlıca sebep olduğunu vurgulamıştır. Bu, aynı zamanda, enflasyonun kontrol altına alınmadan, krizin patlak vermesini de açıklamaktadır.[188]

[186] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 6
[187] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 2
[188] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 2

Programda öngörülen ve büyük ölçüde takvime bağlanan yapısal düzenlemelerin çokluğu ve bunların öncelik sırasının iyi belirlenmemesi, önemli bir sorun kaynağı olmuştur. Finansal yatırımcılar tarafından oldukça önemsenen yapısal düzenlemelerin hayata geçirilememesi, bütçenin kısa dönemli faiz dışı dengesinde sağlanan iyileşmeye rağmen, programın kredibilitesini olumsuz yönde etkilemiştir. 2000 yılı için özelleştirme hedefinin 7,6 milyar USD gibi oldukça zor bir hedef olarak belirlenmesi ve doğal olarak bu hedefin gerçekleşmemesi, programın kredibilitesini zedelemiştir. Kredibilite gereksinimi oldukça yüksek bir istikrar programına, gerçekleşme olasılığı yüksek olmayan çok sayıda hedefin dahil edilmesi, programın kırılganlığını arttırmıştır.[189]

Dezenflasyon programı, makroekonomik dengesizlikler üzerine odaklandığı için, bankacılık sektöründeki şiddetli kırılganlıklar ihmal edilmiştir. Ayrıca, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması sürecinde yaşanan gelişmeler, kamu bankaları da dahil olmak üzere yapılan girişimler, ne yazık ki, batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin düşünüldüğünden çok daha kötü bir durumda olduğu izlenimini yaratmıştır. 2000 yılının henüz ilk çeyreği bitmeden, portföy yatırımları şeklinde, özellikle hisse senedi piyasasına giren yabancı sermaye akımlarının bir bölümünün ülkeden ayrıldığı görülmüştür. 18 Ocak'ta 18.548 olan borsa endeksi, 18 Şubat'ta 14.539'a düşerek, yaklaşık %22 oranında bir düşüş gerçekleştirmiştir. Programa olan güvenin kaybolmasında etkili olan bir faktör de, borsada yaşanan bu olumsuz gelişme olmuştur. Ayrıca, program, enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası öngörmüştür. Kira ve ücret artışları için TÜFE enflasyon hedefi ile paralel sınırlamalar getirilmesine rağmen, gerek kira artışlarının yıllık bazda, 1999 Aralık-2000 Aralık dönemi için, %50'ye yaklaşması, gerek ücret artışlarının %60'ları bulması sonucunda, yine programdan büyük bir sapma gerçekleştiği görülmüştür.[190]

[189] Celasun, Merih; a.g.m., s. 26-27
[190] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 12-13

2.5.2.2 Çıkış Stratejisi Ahlaki Risk Problemini Arttıran Bir Faktör Olmuştur.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında, enflasyon hedeflenen orana indirilememesine rağmen, döviz kurunun hedeflenen enflasyona göre ayarlanmış olması, arada fark oluşmasına ve yerli paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Kredibilite kaybından korkulduğu için, devalüasyona başvurulmamaktadır. 1999 istikrar programı bu konuda önlem olarak, 18 aylık periyodu izleyen dönemde, sabit kur sisteminden çıkışı tasarlamıştır.[191] Çıkış stratejisi ve bu çıkışın tarihinin programın başında kamuoyuyla paylaşılıyor olması, Aralık 1999'da başlayan döviz kuru rejiminin ilgi çekici ve yenilik yaratan özelliğidir. Programın başlamasından 18 ay sonra, kurun giderek genişleyen bir band içerisinde dalgalanmaya bırakılacağı anons edilmiştir.[192]

Bununla beraber, 2000-02 istikrar programı, bilinen risklerine ve finansal sistemdeki kırılganlıkların varlığına rağmen, döviz kuruna dayalı bir enflasyonu düşürme biçimini benimsemesi ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede ahlaki risk yaratarak, bankalarca alınan döviz kuru riskini arttıran 18 aylık bir geçiş stratejisi içermesi nedeniyle, eleştiri konusu olmuştur. Stratejinin başarısızlığa uğraması, hem bankalar hem de hükümet için ahlaki risk problemlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Hükümetin taahhüdü nedeniyle, döviz kurunun serbest hareket etmesini önleyerek ve politikanın başarısızlığa uğraması durumunda, bankaların kayıplarını önleyeceği düşüncesini yaratmasıyla, döviz kuru kamulaştığı için, gerek bilançoların gerek denetimin güçlendirilmesi motivi azalmıştır. Türk bankaları, hedge edilmemiş dış borçlanma ile yüksek getirili kamu kağıtlarının finansmanının sağlanması ve bu kağıtların yurtiçinde işlem görmesi yoluyla kolay karlara alışmıştır. Bu faaliyetler, açık pozisyon ve repo şeklinde bütçe dışı pozisyonların büyük ölçüde artmasına yol açmış; yüksek döviz kuru ve faiz oranı risklerinin oluşmasına zemin hazırlamıştır.[193] Bankaların döviz cinsinden borç al, yüksek getiri sağlayan DİBS'lere yatırım yap stratejilerinin sonucunda, TL aşırı

[191] Özatay, Fatih (2000); 2000-2002 yıllarında Türkiye Ekonomisi: Sorunlar, Makroekonomik Politikalar ve Beklentiler, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Ocak 2000, s. 17-23
[192] Yilmazkuday, Hakan; a.g.m., s. 118-119
[193] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 16

değer kaybettiğinde, bankaların hedge edilmemiş borçlarının değeri 10 milyar USD'ye tırmanmıştır.

2.5.3 Programın Başarısını Etkileyen İç ve Dış Gelişmeler

Krize etki eden faktörler incelendiğinde, uluslararası makroekonomik şoklar da göze çarpmaktadır. Uluslararası faktörler, Türkiye'nin finansal sistemindeki artan zayıflıklarla birleşerek krizi provoke etmiştir. 2000 yılında, istikrar programının başarısını etkileyen iç ve dış kaynaklı gelişmelerden en önemlilerinden biri, Amerikan Merkez Bankası, FED'in, ekonomiyi soğutabilmek amacıyla yaptığı %5,5'ten %6,5'a şeklinde ki 100 baz puanlık faiz artırımıdır. Nitekim, Eichengreen ve Rose tarafından, 1998 yılında, 1975-1992 dönemi alınarak, yüz gelişmekte olan ülke için yapılan bir çalışmada, gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki değişiklikler ile gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri arasında önemli bir korelasyon olduğu; bankacılık krizlerinden hemen önceki yıllarda, faiz oranlarının büyük ölçüde artmış olduğu belirtilmektedir.[194]

Ekonominin geriye dönük birkaç seneden beri zaten, dış koşullara karşı oldukça hassas olduğu görülmektedir. 1997 Doğu Asya Krizi ve izleyen yılda Rusya'nın önlemlerini yerine getiremeyerek temerrüde düşmesi, kötüleşmeye işaret etmektedir; Türkiye'nin uluslararası tahvil piyasalarında derecesi düşerken, başlangıç spreadleri artmıştır. Yurtiçinde Marmara ve Düzce depremleri, Türkiye için olumsuz şoklar olmuştur. Ayrıca, 2000 yılında, enerji, özellikle petrol fiyatlarındaki artışlar, doların euro'ya karşı değer kazanması, etkisi önemsiz görünse de NASDAQ'da yaşanan büyük değer kayıpları, global bir yavaşlamanın kanıtı olmuştur.[195] Yapısal reformlardaki gecikmeler ve ek mali önlemlerin alınması konusundaki isteksizlik, IMF tarafından Ekim ayında serbest bırakılması gereken 3. kredi diliminin ertelenmesine yol açarak, uluslararası piyasalarda beklentileri olumsuz yönde etkilemiştir.[196] Arjantin ekonomisinde yaşananlar, yatırımcıların, farklı özellikler

[194] Alper, Emre; a.g.m., s. 14
[195] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 6
[196] TCMB (2001); "Para Politikası Raporu", Kasım 2001, 1-82, s. 1

taşımalarına rağmen, iki ülke ekonomisini aynı kefeye koymaları nedeniyle, sermaye çıkışlarına yol açmış ve programın sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürmüştür.[197]

Bununla beraber, Alper (s. 15), olumsuz dış faktörlerin, Türkiye'de yaşanan likidite krizinin kritik kaynakları arasında yer almadığını; istikrar programının içeriğinin, finansal sistemin kırılganlığını arttırarak ve olası negatif dışsal faktörlerle birleşerek, bir likidite krizine yol açtığını vurgulamaktadır.[198]

2.6 Makroekonomik Görünümdeki Bozulma ve Aşırı Makro Dengesizlikler

Gelişmekte olan ülkelerde kronik hale gelen enflasyon, yüksek işsizlik ve düşük büyüme oranları, yüksek kamu borcu ve bütçe açıkları ile bütçe disiplinindeki yetersizlikler, makroekonomik görünümü bozmakta; krizlerin oluşumu ve kriz sürecini şiddetlendirmektedir. Bu ekonomiler, sağlam bir kurumsal yapıdan yoksun olup; etkin düzenleyici ve denetleyici mekanizmalara sahip değildir ve izlenen para ve maliye politikaları tutarlı değildir. Diğer yandan gelişmiş ülkeler, kurumsal yapılarının sağlamlığı ve mali ve parasal kurumlarının düzgün çalışması sonucu, kriz dönemlerini daha başarılı bir şekilde yönetmekte ve asimetrik enformasyon problemlerinin büyük ölçüde üstesinden gelerek, etkin bir şekilde tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağlamaktadır. Uygulanan para ve maliye politikaları, gelişmekte olan ülkelerin aksine uyumlu ve dengelidir. Bu ülkeler, finansal gelişimi destekleyen kurumsal demokrasiyi ve mülkiyet haklarını korumak için gerekli yasal sistemi inşa etmişlerdir.[199]

Türkiye 2000-01 Krizleri'ni incelediğimizde, şiddetli mali dengesizliklerin krize giden süreçte önemli bir rolünün olduğunu görmekteyiz. Bununla beraber, Meksika ve Doğu Asya Krizi gibi, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan diğer krizlere bakıldığında, ekonomik görünümün kriz öncesinde güçlü olduğu ve makroekonomik dengesizliklerin finansal krizin oluşumunda etkin role sahip olmadığı anlaşılmaktadır. Bu anlamda, Türkiye 2000-01 Krizleri, asimetrik enformasyon

[197] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 3
[198] Alper, Emre; a.g.m., s. 15
[199] Bordo, M. and Peter L. Rousseau (2006); "Legal-Political Factors and the Historical Evolution of the Finance-Growth Link", European Review of Economic History, Vol. 3, December 2006, 421-444

analiziyle tam anlamıyla değil, ancak kısmen tutarsız gibi görünebilmektedir. Çünkü asimetrik enformasyon analizi, makroekonomik dengesizliklerin, finansal krizlerin temel tetikleyicisi olmadığını ileri sürmektedir. Makroekonomik dengesizlikler, Türkiye 2000-01 Krizleri'nde önemli bir role sahip olmakla birlikte temel tetikleyici unsurlardan değildir. Aksi takdirde, makroekonomik görünümün çok daha kötü olduğu 1998 ve 99 yıllarında krizlerin patlak vermesi beklenirdi.

Krizlerin öncesindeki dönemde, Türkiye ekonomisi son derece istikrarsızdır ve kısa vadeli sermaye hareketlerine oldukça bağımlıdır. Ekonomik büyüme, geçmiş 10 yıllık periyodda -%5,5 ile %9,5 aralığında dalgalanmaktadır. 1999'a kadar pek sorun teşkil etmeyen cari açık, kısa vadeli sermaye hareketleriyle finanse edilmektedir. Enflasyon, %80'lerin üzerinde yerleşmiş görünmektedir. GSYİH'nın %7'sine varan bütçe açıkları mevcuttur ve kamu kesimi borçlanma faiz oranları yüksek olmasına rağmen, ekonomide negatif reel faizler sözkonusudur. Finansal piyasalar, faiz oranları ve döviz kurları aşırı dalgalıdır. 1997-98 döneminde ise, Asya ve Rusya Krizleri, yabancı yatırımcıların ülkeye olan güvenlerinin ciddi anlamda sarsılmasına yol açmıştır. Yoğun sermaye çıkışları yaşanmış ve ekonomik büyüme 1997 yılındaki %7,5'luk değerinden, 1998 yılında %2,5'a gerilemiştir. 1999 yılında yaşanan depremler, ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Sermaye hareketlerindeki şiddetli geri çekilme ve depremler, resesyonu beraberinde getirmiştir. 1999 yılında ekonomi %3,6 daralmıştır. Bütçe açığının GSYİH'ya oranı %12'ye ulaşmış ve kamu borcu/GSYİH oranı da %40'a yükselmiştir. Piyasaların yüksek bütçe açıklarını bir dengesizlik olarak görmelerinin arkasında yatan neden, sözkonusu açıkların yurtiçi tasarruflarda azalmaya, enflasyon ve faiz oranlarında artışa yol açmasıdır.

İç borçlanma faiz ödemelerinin aşırı yüksek olması sonucunda zayıflayan mali görünümün, Türkiye ekonomisindeki kırılganlıkların artmasında büyük bir rolü bulunmaktadır. Mevcut borcun vade yapısındaki sıkıntılarla birleştiğinde bu durum, kamu finansmanı üzerinde ciddi bir yük oluşturmakta ve aynı zamanda, zaten kırılgan bir görünüme sahip olan bankacılık sektörünün işleyişi açısından da, olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

2000 yılı makroekonomik görünümü incelendiğinde ise, dezenflasyon programının uygulanmasıyla net sermaye girişlerinde büyük bir artış, reel kurda değerlenme, iç borç faiz oranlarında hızlı bir düşüş, yurtiçi kredi stokunda belirgin artışla birlikte milli gelirde yüksek bir büyüme, enflasyon oranında iyileşme ve yatırım/milli gelir oranında yükselme görülmektedir. 1999 yılına kıyasla, 2000 yılında, kamu kesimi faiz dışı dengesinde iyileşme sağlanması ve ve kamunun dış borçlanma olanaklarının artması sonucunda, iç borç/milli gelir oranı stabil hale gelmiş ve IMF tanımlı net kamu dış borç stoku/milli gelir oranı azalmıştır. Ancak, olumlu görünen bu gelişmelere karşın, cari işlemler açığının 10 milyar USD'ye yaklaşması, tabloyu karamsar hale getiren indikatörlerden birisidir.[200]

Aşağıdaki tabloda, makroekonomik görünümdeki değişimi gösteren enflasyon, büyüme, bütçe disiplini gibi kalemlerdeki değişiklikler ele alınmaktadır. Tablodan farkedileceği üzere, 2000 yılında, cari açık dışındaki neredeyse tüm indikatörler, 1999 yılına göre çok daha pozitiftir. Pozitif tutum, IMF destekli istikrar programına bağlanmaktadır.[201] Programın başlatılmasını takiben, 2000 yılında, kamu kesimi mali hedeflerine ulaşılmasında oldukça başarılı olunmuş ve faiz dışı fazla, 2000 yılında GSMH'nın %3,8'ine, 2001 yılında ise %6,7'sine yükseltilmiştir. Yeldan (s. 3), mali dengelerde sağlanan bu başarının, kamu yatırımlarında ve diğer sosyal harcamalarda yapılan kesintilerin ve 2000 yılı boyunca toplanan deprem vergilerinin bir sonucu olduğuna işaret etmiştir. Benzer şekilde Keyder de (s. 26), 1999 yılında yaşanan iki büyük depremin arkasından vergilerde yapılan iki katı vergi uygulaması şeklindeki geçici artışın 2000 yılı bütçesine dahil edilmesinin ve özel iletişim vergisi gibi bazı uygulamaların devreye sokulmasının, vergi gelirlerini arttırdığından bahsetmiştir.[202]

[200] Celasun, Merih; a.g.m., s. 18
[201] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 10
[202] Keyder, Nur; a.g.m., s. 26

Tablo 2.17: Mali ve Ekonomik Göstergeler, 1995-2001

(GSMH'nın %'si olarak)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi	5,2	8,6	7,7	9,0	15,6	12,5	15,9
Kamu Bankalarının Görev Zararları	2,2	4,2	5,2	7,5	13,3	12	0
KKBG+Görev Zararları	7,2	12,8	12,9	16,9	28,9	24,5	15,9
Faiz Dışı Fazla	2,1	1,3	0	2,1	-1,9	3,8	6,7
Konsolide Bütçe açığı	3,7	8,5	7,6	7,1	11,6	10,2	17,9
Konsolide Bütçe Faiz Ödemeleri	7,4	10	7,7	11,5	13,7	16,3	22,9
Yerli	6,1	8,9	6,7	10,5	12,6	15	20,9
Yabancı	1,3	1,1	1,0	1,0	1,1	1,3	2,0
Kamu Borcu	37,6	40,3	40,5	41,3	51,8	53,4	99,6
Yerli	14,6	18,5	20,2	21,7	29,3	29	68,1
Yabancı	23	21,8	20,3	19,6	22,5	24,4	66,0
Kısa Vadeli Kamu Borcu	8,0	10,2	8,1	10,9	4,1	2,1	11,1
Toplam Yatırımlar	23,6	24,6	25,2	23,7	23,7	24,7	16,4
Yurtiçi Tasarruflar	22,1	19,8	21,4	22,7	21,2	18,2	15,7
Toplam Dış Borç/GSMH	43,1	43,2	43,8	46,7	55,6	59,3	78,0
(Yıllık Artış (%) olarak)							
Büyüme Oranı, GSMH	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,1	-8,5
Büyüme Oranı, GSYİH	7,2	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5
Tüketici enflasyonu							
Ortalama	89,1	80,4	85,7	84,6	64,9	54,9	54,4
Yılsonu	76	79,8	99,1	69,7	68,8	39,0	68,5
Reel Kurda Değerlenme (1995=100)	100	101,8	115,9	120,9	127,3	147,6	116,2
Rezerv Para Artış Oranı	0,85	80,0	84,7	78,7	92,7	51,3	33,3
Para Arzı (M2Y)	118	109,7	84	79,4	101,5	42,5	80,1
Yurtiçi Krediler Net Artış Oranı	%125	110,7	113,5	55,8	52,7	62,6	24,8
(Milyar USD)							
Dış Ticaret Dengesi	-14,0	-20,4	-22,2	-18,9	-14,0	-26,8	-10,0
Cari Denge	-2,3	-2,4	-2,6	2	-1,4	-9,8	3,3
Net Hata-Noksan	2,3	1,4	-1	-0,7	1,6	-2,8	-2,3
Net Sermaye Girişi	4,5	5,6	7	-0,8	4,9	9,6	-13,9
Dış Borç Stoku	73,3	79,6	84,9	96,9	103,4	117,8	118,1
Kısa Vadeli	15,7	17,3	17,7	20,8	22,9	28,3	20,1
Orta ve Uzun Vadeli	57,6	62,3	66,9	74	79,7	90,7	98
Uluslararası Kuruluşlara Olan	2,1	8,9	8,1	8	7,8	11,4	20,9
Döviz Rezervleri, Brüt							
TCMB	12,4	16,5	18,7	19,7	23,3	22,2	18,8
Bankacılık Sektörü	8,5	7,4	7,6	8,8	9,6	11	10,3
İhracat/İthalat	60,6	53,2	54,1	58,7	65,4	51,0	75,7
Cari Açık/GSYİH	-1,5	-1,3	-1,3	1,1	-0,9	-4,9	2,3
FX Mevduatlar/Toplam Mevduatlar	47,6	44,5	42,1	42,1	41,7	43,5	38,4
Hazine İhaleleri Ortalama Borçlanma Oranı	124,2	132,2	107,4	115,5	104,6	38,2	99,6
İhalelerde Ortalama Borçlanma Vadesi (Gün)	188	186,6	393,5	235,1	502,3	426,8	146,3

Kaynak: TCMB, H.M, DPT, BDDK, TBB, MB

Bu arada, s. 141'de değindiğim bir noktayı tekrar vurgulamak istiyorum. Asimetrik enformasyon analizi, finansal krizleri hızlandıran faktörleri incelerken, makroekonomik dengesizliklerden ziyade bilançolardaki bozulmalara odaklanmaktadır. Özatay ve Sak (s. 8-9), makroekonomik dengesizliklerin krizde etkili olan asli faktör olması durumunda, yukarıdaki tabloda yer alan verilere göre krizin, 2000 yılı yerine 1999'da patlak vermesinin beklenmesi gerektiğine değinmiştir. Çünkü hemen hemen tüm ekonomik boyutlarından anlaşılacağı üzere, 1999 yılı mali performansı 1995-2001 periyodunun en kötü performansıdır. Açıkça, mali göstergelerin analizi, krizin zamanlamasıyla ilgili cevapları sağlamamaktadır. Mali gevşemenin muhakkak bir döviz kriziyle sonuçlanması gerekmediği için, bu durum sürpriz olmamalıdır.

2.6.1 Ekonomik Büyüme, GSYİH'daki ve Yatırımlardaki Değişim

Reel GSYİH'da yaşanan değişimler bize, kriz dönemlerini incelerken önemli bir yol gösterici olmaktadır. Ekonomik aktivitede durma noktaları ve kriz durumları ile reel GSYİH'da yaşanan büyük düşüşler arasında, yakın bir ilişki bulunmaktadır. Krizler ve ekonomik aktivitenin daralması nedeniyle, üretimde önemli kayıplar yaşanmaktadır. GSYİH'da 1994 Krizi'nde yaşanan %5,5 gerileme ve 1999 yılında yaşanan %4,7 gerileme bu duruma örnektir.

Tablo 2.18: GSYİH'daki değişim (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GSYİH'daki değişim	9,3	0,9	6	8	-5,5	7,2	7	7,5	3,1	-4,7	7,4

Kaynak: TCMB

Tablodan anlaşılacağı üzere, ekonomik aktivitede meydana gelen artış ve düşüşler, finansal kırılganlığa yansımıştır. 1990'dan 2001 yılına kadar, GSYİH büyüme oranı ortalama %3 civarında gerçekleşirken, standart sapmanın, %6 civarında gerçekleşmesi oynaklığı yansıtmaktadır.[203] 1999 yılında %4,7 daralan ekonomi 2000 yılında, %7,4 büyüme gerçekleştirmiştir. Ekonomik aktivitedeki dalgalanmalarla birlikte, yatırımlarda, yani sabit sermaye oluşumunda da, giderek artan bir istikrarsızlık meydana gelmiştir. Örneğin, 1999 yılında, sabit yatırımlar,

[203] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 3

%16 düşerken, 2000 yılında %17 civarında bir artış, 2001 yılında ise %32 civarında bir azalma gerçekleşmiştir.[204]

2000 yılında yaşanan büyümede, tüketici talebinin artmasının payı büyüktür. Faiz oranlarında dünya seviyelerine doğru bir yakınlaşmanın iç talebi uyarmasıyla, özellikle, dayanıklı ve yarı-dayanıklı mal ile özel yatırım harcamaları artmış, istikrar programını takiben, ihracatta yaşanan artışın etkisiyle, 2000 yılında %7'yi aşan bir büyüme oranı ile geçici bir büyüme görülmüştür. Ayrıca, iki büyük depremin yaşandığı bir önceki yıldan gelen atıl kapasitenin büyümeye olumlu katkısı olmuştur. 2000 yılı Ekim ayında, kapasite kullanım oranı bir önceki yılın değeri olan %72'ye göre artış kaydederek, %81'e yükselmiştir.[205] Eichengreen (s. 3), burada önemli olan noktanın, ihracattaki büyümenin ithalattaki aşırı talebi finanse etmek için yeterli olmaması ve bunun da ülkeyi sermaye girişlerine bağımlı hale getirmesi olduğunu belirtmektedir.[206]

2.6.2 Yüksek Enflasyon

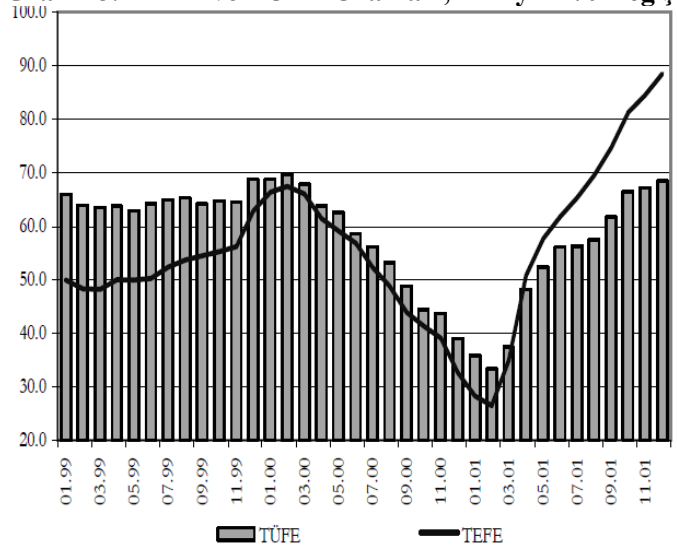
Enflasyon, Türkiye'nin uzun yıllardır mücadele ettiği önemli bir sorundur; yüksek enflasyon, finansal ve reel sektör açısından olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Örneğin, yüksek enflasyon, vadeli mevduatların ve özel kesime açılan kredilerin ortalama vadelerini kısaltmaktadır. Türkiye'de, 1981'de, her iki grubun ortalama vadesi 1 yıla yakın iken, 2000 yılında, ortalama vadenin 2,5 aya gerilediği görülmektedir. Vadelerdeki bu azalma, finansal sektörün üretimi, özellikle, yatırımları finanse etmesini güç hale getirmektedir.[207] Yüksek enflasyonun yaratmış olduğu olumsuzluklardan bir diğeri, bankaların geleneksel bankacılık faaliyetleriyle uğraşmak yerine, kamu borçlanma kağıtlarına yönelmiş olmalarıdır. Özellikle, 1980 ortalarından itibaren, kamu kesimi açıklarının borçlanmayla finanse edilmesi, reel faiz oranlarının sürekli artmasına neden olmuştur. DİBS'lerin sağladığı getirilerin yüksekliği ve düşük riskleri, bankaların kredilerini kısarak, fonlarını kamu sektörünün finansal ihtiyaçlarının karşılanmasına yöneltmelerine ve DİBS'lerin

[204] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 7
[205] Keyder, Nur; a.g.m., s. 35
[206] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 3
[207] Uygur, Ercan (2003); a.g.m., s. 60

bankaların portföylerindeki payının belirgin biçimde artmasına yol açmıştır.[208] Ayrıca, kredi arzında meydana gelen azalmanın yanı sıra, ekonomik istikrarsızlıklar ve yüksek faiz getirileri nedeniyle, reel kesimin sermayesini, yatırım yapmak yerine, repo, hazine bonosu ve mevduat gibi finansal enstrümanlara plase etmesinin bir sonucu olarak, kredi talebinde de bir daralma yaşanmıştır.[209]

1999 İstikrar Programı'nın en önemli amacı, enflasyonu makul seviyelere indirebilmektir. Bu konuda aslında kısmi başarı elde edilmiştir; programın başlangıç tarihinde enflasyon oranı %69 iken, Ocak 2001'de %36 seviyesine gerilemiştir. Bu oran, geçmiş ondört yıllık dönemin en düşük değeridir. Bununla beraber, ticarete konu olmayan mallar, enflasyona karşı güçlü bir direnç göstermiştir. Özellikle, tüketici enflasyonu içerisindeki ağırlığı %25,8 olan ve Ocak-Kasım 2000 döneminde %40,4 artış gösteren kira kalemi ve sağlık gibi diğer ticarete konu olmayan, tüketici enflasyonu içindeki payı %2,8 olan ve %49,7 artış gösteren grup, tüketici enflasyonu ve çekirdek enflasyon arasındaki farkın oluşmasında etkili olmuştur. 2000 yılındaki fiyat artışları analiz edildiğinde, ticarete konu olmayan gruptan gelen 7-7,5 puanlık ve enerji fiyatlarından gelen 4,5 puanlık bir etki görülmektedir. Keyder (s. 37-38), bu kalemler için gerekli ayarlamaların yapılması durumunda, fiyat artışlarının hedeflenen orana daha yakın bir seviyede gerçekleşebileceğine işaret etmiştir.[210]

Grafik 8: TEFE ve TÜFE Oranları, 12 Aylık % Değişim



[208] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 13
[209] Uyar, Seçil; a.g.e., s. 46
[210] Keyder, Nur; a.g.m., s. 37-38

BDDK 2001 Yıllık Raporu'ndan alınan yukarıdaki grafiğe göre, hem TEFE hem TÜFE için, sırasıyla 2000 yılsonu hedefleri olan %20 ve %25'e ulaşılamadığı görülmektedir. Uygulanan sabit kur politikasıyla birlikte sermaye girişleriyle beslenen likidite, tüketim ve yatırım harcamalarının artmasına yol açmış; bu durum, enflasyonun düşürülmesine önemli bir engel teşkil etmiştir. 2000 yılı içerisinde, 1 USD + 0,77 €'dan oluşan kur sepetinin, yılsonu hedef değeri %20 olarak belirlenen TEFE ile aynı oranda artmasının beklenmesine rağmen, fiyatlardaki katılık nedeniyle enflasyon artışı, döviz kuru artış oranın üzerinde gerçekleşmiştir; bu da, Türk lirasını diğer para birimleri karşısında değerli hale getirmiş, ithalatın artması sonucunda, ithal enflasyonunun etkisiyle, enflasyon oranının daha da yükselmesine yol açmıştır.

2.6.3 Bütçe Disiplinsizliği ve Yüksek Kamu Borçluluğu

1990-2001 periyodu incelendiğinde, yüksek kamu borçluluğu dikkati çekmektedir ve yüksek bütçe açıklarının, büyük ölçüde yurtiçi finansal piyasalarda finanse edildiği görülmektedir. Net yeni ulusal borçlanmanın iç borç stoğuna olan oranında, özellikle 1995 yılı sonrasında, dikkat çekici bir artış yaşanmıştır. 1995-2000 döneminde, Türk Hazinesi tarafından, hali hazırda varolan borç stoğunun neredeyse yarısına ulaşan net yeni borçlanma yapılmış olup; 2001 yılında yapılan net yeni borçlanma ise, varolan borç stoğunu %70 oranında arttırmıştır. Dolayısıyla, "borç yenileme" amacının reel anlamı çok açıktır; merkezi bütçe, yurtiçi tasarrufların ve yatırım amaçlarının düzenlenmesinden ziyade, büyük ölçüde reel gelirin rant sınıflarına transfer edilmesi için kullanılan bir araç haline gelmiştir. Başka bir deyişle, Türkiye'de bütçe, reel kaynakların finansal sektöre transfer edilmesinde kullanılan bir araç haline dönüşmüş olup; sosyal altyapıyı ve ekonomik büyümeyi finanse etme işlevini kaybetmiştir.[211]

İki faktör, kamu borçlanma faiz yükünün artmasında önemli bir rol oynamıştır. İlk olarak, dolarizasyon döviz cinsinden varlıklara giriş ve çıkış işlem maliyetlerini azaltarak, bu varlıkların net getirilerini arttırmıştır. Ayrıca, enflasyon oranının istikrarsız oluşu, diğer tarafta, lira cinsinden varlıkların riskini arttırmış; dolayısıyla, döviz cinsinden varlıklar ile lira cinsinden varlıkların getirileri arasındaki

[211] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 7

marjlar yükselmiştir. 10 yıllık sürece bakıldığında, yıllık ortalama enflasyon oranının standart sapması %15 civarında gerçekleşmiştir. Bu faktörler para ikamesini hızlandırmış; ülke vatandaşlarının toplam banka mevduatları içerisindeki döviz cinsinden mevduatlarının, 1990 yılında gerçekleşen %25 seviyelerinden, 1999 yılında %43 seviyelerine yükselmesine, aynı zamanda mevduat getirilerinin de 1997 yılından sonra çift haneli rakamlara ulaşmasına yol açmıştır.[212]

Başlangıçta, kamu açıklarının finansmanı amacıyla iç borçlanmaya başvurulması, monetizasyon dışında mucizevi ve enflasyon yaratmayacak bir yol gibi görünse de, politik ve ekonomik belirsizliklerin artışıyla, giderek daha kısa vadeli ve daha yüksek faiz oranları sunan bir iç borçlanma şekline dönüşen süreç, aslında enflasyonu ciddi anlamda beslemiştir.[213] Özatay ve Sak da (s. 11), yüksek kamu kesimi borçlanma gereksiniminin büyük ölçüde iç borç ihracıyla finanse edilmesine dayanan mekanizmanın, para arzındaki genişlemeyi sınırlandırarak, hem enflasyon oranında aşırı bir yükselmeyi, hem de uluslararası rezervlerde sürekli bir azalmayı önleyebileceğini belirtmiştir. Burada, sözü geçen finansman mekanizmasının sürdürülebilirliği, ancak kamu kağıtlarına olan talebin devam etmesiyle mümkündür. Borçlanma gereksinimini azaltacak bir programın yokluğunda, talepteki bir duraklama yetkilileri para basmaya zorlayarak, hem döviz kurunda, hem de enflasyon oranında bir sıçramaya yol açacaktır. Bu, ekonomi yönetiminde söz sahibi olan politika yapıcılarını, kamu borçlanma kağıtlarına olan talebin düşmesini önlemek yönünde çalışmaya sevketmiştir. Bankaların DİBS portföylerini arttırmalarıyla birlikte, uygulanan bu politikalar, bankacılık sektörünün hassasiyetinin iyice artmasına yol açmıştır.[214]

İç borçlanma, döviz kayıplarını maskeler gibi görünmesine rağmen, reel faiz oranlarının ekonominin reel büyüme oranını aşması ve dengeleyici bir faiz dışı fazlanın olmaması durumunda, iç borçla finansman istikrarlı olmayacaktır. Er ya da geç bu mekanizmanın sona ermesiyle, ekonomi saldırılara açık hale gelecek ve kriz meydana gelecektir. Yüksek kamu borçluluğunun yanısıra, faiz harcamalarının kamu

[212] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 5
[213] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 13
[214] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 11 ve s. 29

gelirlerinin üzerindeki yükünün oldukça ağır olduğu görülmektedir. Bu noktada, faiz harcamaları/vergi gelirleri oranlarına bakmakta fayda vardır. Programda belirlenen hedeflere göre, 2000 yılında, faiz harcamaları vergi gelirlerinin %88,1'i, 2001 yılında ise, %109'u olarak sabitlenmiş olup; 2002 yılında faiz harcamaları/vergi gelirleri oranının %73,9 olarak gerçekleşmesi beklenmiştir. 2000-01 kamu harcama programında hedeflenen değerlere ulaşılmasına rağmen, faiz harcamalarının, ulusal finansal piyasalar üzerindeki yükü artmaya devam etmiştir. Faiz harcamalarının vergi gelirlerine oranı, 2000 yılında %77,1'e, 2001 yılında ise, %103,3'e yükselmiştir. Son niyet mektubunda belirtilen kamu kesimi konsolide bütçesinde, "kamu iç borcunun kolay bir şekilde yenilenmesinin sağlanması" politikasında hedeflenen bir faiz dışı fazla ile ısrarcı davranılırken, ne yazık ki, faiz harcamalarının kamu gelirleri üzerindeki yükünün azaltılması için gerçekçi bir çözüm önerilememiştir.[215]

Krizlerin oluşumunda etkin rol oynayan makroekonomik dengesizliklerden biri, bütçe disiplininin sağlanamamış olmasıdır. 1999 yılı için, merkezi hükümet konsolide bütçe açığı ve kamu bankalarının görev zararlarını da içeren tüm kamu sektörü açığının GSMH'ya oranları sırasıyla, %12 ve %23 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, Eichengreen'in (s. 5) vurguladığı üzere, mali konsolidasyon eksiktir ve kamu harcamalarının azaltılması için gösterilen siyasi destek, kırılgan ve bölünmüştür. Özelleştirme gelirleri kamu açıklarını kapattığı sürece, nefes alacak yer var gibi görünmektedir; ancak, zor kararlar da belirsiz bir şekilde alınamamaktadır. Özelleştirme duyurularındaki gecikmeler, başlangıçtaki iyimserliğin[216] kaybolmasına yol açmıştır. 22 Haziran 2000 tarihli Ek Niyet Mektubu'nda belirtildiği üzere, Telekom'un %33'ünün özelleştirilmesi, Petrol Ofisi'nin %51'inin ve Tüpraş'ın %31,5'inin halka açılması, Türk Hava Yolları, Çaykur ve Tekel'in özelleştirilmesinin planlanmasına rağmen, özelleştirme çalışmaları başarılı olamamış; örneğin, THY ve Türk Telekom'un özelleştirilmesi ertelenmiştir. 2000 yılında, özelleştirme gelirleri, hedef değerin çok altında gerçekleşmiştir. Özelleştirme

[215] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 7

[216] Bu iyimserliğin birkaç nedeni vardır. Kasım 1999 başlarında, Moody's Türkiye'nin görünümünü pozitif olarak değiştirmiştir. İstikrar programı beklentisi ve ikincisi, Türkiye-Avrupa Birliği ilişkilerindeki iyileşme beklentisi, iyimserliğin artmasına büyük katkı yapmıştır. Aralık'ın ilk haftası yaşananlar bu olayları teyit etmiştir; Türkiye IMF'le niyet mektubunu imzalamış, 10-11 Aralık Helsinki Zirvesi'nde, Avrupa Birliği için resmi aday olarak gösterilmiştir. Net sermaye girişlerindeki artış, bu iyimserliği desteklemektedir (Alper; a.g.m., s. 4).

hedefi ile ilgili Alper (s. 11) ve Keyder (s. 26), 2000 yılında konulan 7,5 milyar USD'lik hedefin sadece 3,5 milyar USD'lik kısmının gerçekleştiğine işaret etmiştir.

Tablo 2.19: Konsolide Bütçe Açığının Finansmanı, 1995-2001 (GSMH'ya olan %'si)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Sektörü Borçlanma Gereği	5	8,6	7,7	9,4	15,6	12,5	15,9
Konsolide Bütçe Borçlanma Gereği	3,7	8,5	7,6	7,1	11,6	10,2	17,9
- Net İç Borçlanma	3,6	7,1	8,5	8,6	12,4	7,4	12,9
- Net Dış Borçlanma	-1	-0,9	-1,5	-1,9	0,6	2,1	-2,5
- Merkez Bankası Avansları	1,2	1,5	0	0	0	0	0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Bütçe finansmanında 1998 ve 1999 yıllarında, Türkiye dış borçlanmada net ödeyen konumundayken, 2000 yılında, net borç alan pozisyonuna geçmiştir. Temmuz 2000 itibariyle, bütçe finansman gereksiniminin %23,6'sı dış borçlanmayla finanse edilmiştir. 1999 yılında, toplam kamu sektörü borçlanmasında, dış borçlanmanın payı sadece %5 iken, 2000 yılına gelindiğinde bu oran, %17'ye yükselmiştir. Tabi ki, Türkiye'nin artan kredibilitesinin bunda payı büyüktür. Ekim 2000 itibariyle, Hazine, 7,5 milyar USD borç almıştır. Bunun %50'si USD cinsindeyken (ortalama vade 10 yıldır), %33'ü Euro cinsindendir (ortalama vade 5,4 yıldır). Brüt dış borcun kamu sektörü toplam borcuna oranı, %40'lar civarındadır. İç borçlanmaya gelince; programın uygulanmasını takip eden dönemde, iç borçlanma faiz oranları çok hızlı bir şekilde düşmüştür; 1999 yılsonu itibariyle üç aylık hazine bonosu bileşik faiz oranı %93 iken, finansal krizlerin ortaya çıkışına kadar olan süreçte, %30-35 aralığına gerilemiştir ve faiz oranlarındaki düşüş büyük öneme sahiptir. Örneğin, Kasım 2000 itibariyle, konsolide bütçe içerisindeki vergi gelirlerinin neredeyse %81'i borç servisinin finansmanında kullanılmıştır. Bütçedeki faiz dışı fazla arttıkça ve faiz oranları düştükçe, Hazine'nin yeni borçlanma ihtiyacı da azalmıştır.[217]

[217] Keyder, Nur; a.g.m., s. 28-29

2.6.4 Reel Döviz Kurundaki Değerlenme

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerde, spekülatif saldırıları takiben, ülke parasında hızlı değer kayıpları yaşandığını görmekteyiz. Ancak, kriz öncesi süreçte, sermaye girişlerinin de etkisiyle yaşanan değerlenme süreci göze çarpmaktadır ve ülke parasının aşırı değer kazanması aynı zamanda, reel anlamda bir kötüleşmeyi göstermektedir.

Tablo 2.20: Net Sermaye Girişleri/GSMH ve Reel Kurda Değerlenme

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Net Sermaye Girişleri/GSMH	2,7	3,0	3,7	-0,4	2,5	4,7	-9,8
Reel Kurda Değerlenme	96,9	100,0	110,5	107,8	108,7	118,2	107,0

Kaynak: TCMB

[1] Yılsonu değerleri, 1995 ortalaması 100'e eşittir. Artış, reel değerlenmeyi göstermektedir.

Dornbusch, paranın hızlı bir şekilde %25 oranında değerlenmesi ve cari açık/GSYİH oranının %4'ü bulmasının, bir ülkeyi tehlikeyi bölgeye taşıyacağını belirtmiştir. Cari açığa yukarıda değinmiştim; hali hazırda kritik eşiğin üzerinde seyretmekteydi. Özatay ve Sak tarafından TCMB'den alınan verilerle hazırlanan yukarıdaki tabloda, 1995'den bu yana bakıldığında, Türk lirasının, Türkiye'nin dış ticaretinde payı olan ülke para birimlerinden oluşan döviz kuru sepetine göre aşırı değerlenme içerisinde olduğu görülmektedir. Eylül 2000 sonu itibariyle, 1995 yılına göre gerçekleşen reel değerlenme %14, Kasım Krizi'nin yaşandığı 2000 yılı sonu itibariyle ise %18'dir.[218] Kriz yaşayan ülkelerle karşılaştırma yapıldığında, bu oranın büyüklüğü anlaşılacaktır. Örneğin, reel değerlenme, Meksika pesosunda 1994 Krizi'nden önceki iki yıllık periyodda %13,1, 1997 Krizi'nden önceki iki yıllık periyodda Tayland bahtında %15,5, Filipinler'de %17,7, Malezya'da %12,8 ve Endonezya'da %12,1 olarak gerçekleşmiştir.[219]

İşin kötüsü, kriz öncesinde, dezenflasyon programı ve sabit döviz kuru rejiminin uygulanacağına dair hükümetin kesin taahhüt vermesi sonucunda döviz kuru riskinin elemine edilmiş gibi görünmesi, hem bankaların hem de dış ticaret yapan birçok şirketin, bu taahhüde güvenerek, açık pozisyonlarını arttırmalarına ve bankacılık sektörünün bilançolarının zayıflamasına yol açmıştır.

[218] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 9
[219] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 22

Tablo 2.21:Bankacılık Sektörü Açık Pozisyon (Milyar USD)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Açık Pozisyon	3,1	2,5	5	8,4	13,2	17,7	12,3

Kaynak: TCMB, TBB

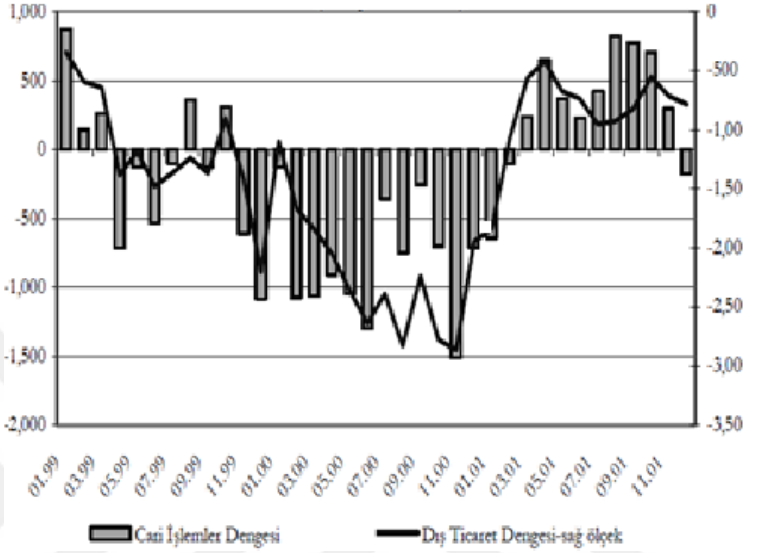
2.6.5 Yüksek Cari Açık, Kırılgan Dış Pozisyonun Açık Bir Göstergesi…

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal krizlerin çoğunda, krizden önce, sabit kur sistemlerinin uygulandığını görmekteyiz ve neticesinde, ülke parasının aşırı değerlenmesiyle oluşan sürdürülemez cari açık sorunlarıyla karşılaşmaktayız. Bir ülke, yüksek ve kalıcı hale gelen cari açığının finansmanında sermaye girişlerine bağımlı hale gelmektedir. Sermaye girişlerinin sürekliliği ise ancak, yatırımcıların ülkeye olan güvenlerinin sürmesiyle mümkün olmaktadır. Yatırımcıların cari açığın sürdürülebilirliği konusunda olumsuz beklentilerinin artması, bir ülkede finansal kriz olasılığını arttırmaktadır.

Sermaye akımlarındaki olumlu hareketlerin, cari açığın artmasında önemli bir rolü olduğu görülmektedir. Yüksek ve sürdürülemez hale gelen cari açık, finansal krizlere olan hassasiyeti arttırmaktadır; cari açığın milli gelire olan oranının artması, kısa vadeli borçların ülke rezervlerine olan oranına benzer şekilde, ülkede finansal istikrarsızlığın arttığını gösteren önemli kriterlerden birisidir. Uygulanan sabit veya sabit kur sistemleri ile birlikte yurtdışından sağlanan krediler ve portföy yatırımları şeklinde artan sermaye girişleri, reel faizlerde aşağı yönlü hareketlere neden olmakta, reel kurda yaşanan değerlenme süreciyle birlikte, tüketim ve yatırım harcamalarında bir artış meydana gelmekte, özellikle ithalata yönelik iç talepte yaşanan artış, cari açığı arttırmaktadır.

BDDK 2001 Yıllık Raporu'ndan alınan aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere, Türkiye'de, dış ticaret ve cari işlemler dengesinde 1999 yılı ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir bozulma görülmektedir.

Grafik 9: Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi, Milyon USD



Türkiye'de 2000 yılında cari işlemler açığının hızlı ve beklenmedik şekilde artması, Kasım 2000 Krizi'nin yaşanması ile birlikte, uygulanan dezenflasyon programının kredibilitesini büyük ölçüde sarsmıştır. Uzun dönemli denge analizlerine göre, cari açık/milli gelir oranının %4 düzeylerine ulaşması, ekonomiyi tehlikeli bir bölgeye taşımaktadır.[220] Hükümetin 2001 bütçesini sıkılaştıracağını anons etmesine rağmen, liranın aşırı değerlenmesi, petrol fiyatlarındaki artış ve doların euroya karşı aşırı değer kazanması gibi faktörler, cari açığın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve hızlı yükseliş, yaşanan krizlerde etkili olmuştur. Bu düşünce, şüphesiz, sayısal göstergeler dikkate alındığında, doğru görünmektedir. 1999 yılında 1,3 milyar USD olan cari açık, 2000 yılında 9,8 milyar USD'ye yükselmiştir. Cari açığın milli gelire oranının 1999 yılında %0,7 seviyelerindeki ılımlı halinden %4,8'e ulaşması, krizin en açık indikatörlerindendir.[221]

[220] Celasun, Merih; a.g.m., s. 21
[221] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 3

Tablo 2.22: Dış Ticaret Açığı, Cari Açık ve Cari Açık/GSYİH Değerleri (Milyar USD, %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dış Ticaret Açığı	-14,0	-20,4	-22,2	-18,9	-14,0	-26,8	-10,0
Cari Açık	-2,3	-2,4	-2,6	2,0	-1,4	-9,8	3,3
Cari Açık/GSYİH	-1,5	-1,3	-1,3	1,1	-0,9	-4,9	2,3

Kaynak: TCMB, Hazine

Cari açık/GSYİH oranındaki %3,5'luk değer, Türkiye için kritik bir eşik oluşturmaktadır. Bu eşiğin geçilmesiyle, Türkiye zaten çoktan tehlikeli bölgeye girmiştir. Uygur, çalışmasında (s. 25), Goldman Sachs tarafından yapılan bir araştırmanın sonucuna yer vermiştir. Gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarının sürdürülebilirliğini GS-SCAD adı verilen bir model ile saptamaya yönelik yapılan çalışmada, cari açık/GSYİH oranı için Türkiye'nin kritik eşiği %2,1 olarak bulunmuştur. Ülkenin 2000 yılında %4,9 seviyesindeki cari açık/GSYİH oranı, yurtdışında kriz beklentilerini arttırmıştır. Enteresan olan, Merrill Lynch tarafından 2001 yılı Ocak ayında hazırlanan raporda, yabancı yatırımcılara TR tahvillerini azaltmaları konusunda tavsiyeler verilmesidir. Aslında, yurtdışındaki yatırımcılar ve IMF için, Şubat krizi hiç de sürpriz olmamıştır.[222]

Faiz oranlarındaki gerileme ve kredi alımındaki artış, tüketim ve yatırımın artmasına yol açarak ekonomik büyümenin artmasına katkıda bulunmuştur. Beklenenden daha yüksek bir büyüme oranı vergi gelirlerini pozitif şekilde etkilemesine rağmen, cari işlemler dengesindeki etkileri açısından, net uluslararası rezervler performans kriterine olumlu katkıda bulunmamıştır. Programa göre, cari açık 3-4 milyar USD ve GSMH'nın %1,5-2'si aralığında öngörülmesine rağmen, GSMH'nın %4,5-5'i ve 9,8 milyar USD olarak gerçekleşen rakam, programda büyük olasılıkla, ithalatın fiyat ve gelir esnekliklerinin düşük varsayıldığının bir göstergesidir.[223]

Sabit kur sistemi uygulandığı için, yurtiçi enflasyon TL'nin rekabet gücünü belirleyen önemli bir faktör haline gelmiştir. Yurtiçi enflasyon oranının yurtdışı enflasyon oranından daha hızlı artması, TL'nin rekabet gücünü zayıflatmıştır.

[222] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 21 ve s. 25
[223] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 14

Enflasyon oranında bir düşüş yaşanmasına rağmen, sözkonusu oran, hem yurtdışı enflasyonun hem de faiz oranlarının çok üzerinde kalmıştır. TL'nin rekabet gücünün zayıflaması, ihracatın azalmasına dolayısıyla dış ticaret açığının artmasına yol açmıştır.[224]

Cari açığın artmasında, enerji özellikle petrol fiyatlarındaki artış, USD'nin Euro'ya karşı değer kazanması gibi faktörler etkili olmuştur. Petrolün, üretim ve tüketimde kullanılan en önemli ithal girdi niteliğine sahip olması nedeniyle, fiyatındaki artışlar, istikrar programının enflasyon hedeflerini de olumsuz etkilemektedir. Ocak 2000'de varil başına 17,8 USD olan petrol fiyatları, 35 USD'ye kadar çıkıp, Aralık sonunda 28,5 USD'ye inmiştir. Bu durum, yıl boyunca cari açığa olumsuz etkide bulunmuştur. Alper (s. 15), yılın başında 1.01 olan USD/€ paritesinin, USD'nin lehine, 0,84'e düştüğü ve yılı 0,94 değeriyle tamamladığını belirtmektedir. Türkiye'de hammadde ve ara mal ithalatı USD cinsinden yapılmaktayken, Avrupa Bölgesi'ne yapılan ihracat, Euro cinsinden gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, USD/€ paritesindeki bu hareketler, cari açığın kötüleşmesine neden olmaktadır.[225]

Faiz oranlarında beklenmeyen hızlı düşüşün, tüketici kredilerinde artışa yol açmasıyla güçlenen yurtiçi talep, özellikle aramalı ve sermaye malları ithalatının artmasında etkili olan bir faktördür. Keyder tarafndan hazırlanan aşağıdaki tablolarda, 2000 yılı Ağustos ayı itibariyle, Türkiye'nin ithalatının %64,2'sinin ara malı, %21,2'sinin sermaye malı ve %14,2'sinin tüketici mallarından oluştuğu görülmektedir. Yine, 2000 yılının ilk 10 ayına baklıdığında, bir önceki yılın aynı periyoduna göre, ihracat sadece % 0,8 artarken, ithalat %35,4 artmıştır. Aynı dönem için, ihracatın ithalatı karşılama oranı, %50,3'e düşmüştür.[226] Bu gelişmeler dış ticaret açığının, ilk on aylık periyod için, 1999'daki 14 milyar USD'lik değerinden, 2000 yılında, 26,8 milyar USD'ye yükselmesine ve cari açığın %4,5-5 aralığına gelmesine yol açmıştır.

[224] Özkan, F. Gülçin; a.g.m.
[225] Alper, Emre; a.g.m., s. 15
[226] Keyder, Nur; a.g.m., s. 35-36

Tablo 2.23: İthalat ve İhracatın Kompozisyonu, Ağustos 2000 (%)

	İthalat	İhracat
Ara Malı	64,2	39,7
Sermaye Malı	21,2	7,2
Tüketim Malı	14,2	53

Tablo 2.24: İhracat-İthalat Oranı (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000[1]
Oran	77,8	60,6	53,3	54	58,7	68	50,3

[1] Ocak-Ekim 2000 değeri

İhracattaki ve ithalattaki artış karşılaştırıldığında, ihracatın ithalatın çok altında bir oranda artmakta olduğu görülmektedir. Ülke parasında yaşanan aşırı değerlendirme süreci ve reel faizlerde meydana gelen aşağı yönlü hareketlerin sonucunda, iç talepte büyük bir artış olması ve bu artışın ithalata yönelimi, ihracatın ithalatı karşılama oranının giderek düşmesine yol açmıştır. Nominal kur değişiminin enflasyonun altında kalmasıyla reel kurda yaşanan aşırı değerlenme sonucunda, dış ticarete konu malların göreceli fiyatının düşmesiyle dış ticaret açığının artması, cari açığı arttıran önemli bir nedendir. İthalatın yerli ürünlere göre ucuzlaması, iç talebin karşılanmasında ters ikame ile ithalatın payını arttırmaktadır. 2000 yılında reel kurda değerlenme ile eşzamanlı bir şekilde %33 seviyesinde gerçekleşen TEFE enflasyonunun %39 seviyesinde gerçekleşen dış ticarete konu olmayan malları da kapsayan TÜFE enflasyonunun altında kalması, bu argümanlara destek vermektedir.[227]

2000 yılında GSMH'nın %5'ine ulaşan cari açığın döviz rezervlerine oranı ise, 2000 yılı sonunda %50'ye yaklaşmıştır ve bu da kırılganlığın arttığına dair başka bir işaret olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı oran, 1999 yılı sonunda, çok daha düşük görünen %5,9 seviyelerindeyken, 2000 yılı Haziran ayında %27,7'ye, yine aynı yılın Aralık ayında %50'ye yükselerek, sadece altı ay içinde %100'e yakın bir artış gerçekleştirmiştir.[228] Orandaki bu sıçrama, aslında Şubat 2001 Krizi'nin güçlü bir sinyali olarak görünmektedir.

[227] Celasun, Merih; a.g.m., s. 21
[228] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 6 ve Uygur; a.g.m., s. 21

Tablo 2.25: Aylar İtibariyle Cari Açık/Döviz Rezervleri Oranı (%)

	1999	2000											
	Aralık	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Oran	6	10	15	22	23	27	28	29	33	34	39	47	50

Kaynak: TCMB

Cari açık, toplam yatırımlar ile iç tasarruflar veya yurtiçi harcamalar ile milli gelir arasındaki farka eşit olduğundan, bu açıdan da bir irdeleme yapılabilir. 2000 yılında, yurtiçi kredi hacminde meydana gelen %17 oranındaki reel büyüme ve toplam krediler içinde tüketici kredilerinin payının yükselmesi, toplam harcamaların milli gelirden daha hızlı büyümesine neden olan ek bir faktördür. Dış finansman olanaklarının artması ve reel kurda yaşanan değerlenme sonucunda ithal yatırım mallarının ucuzlaması, şirketler kesiminin sabit sermaye yatırımlarını özendiren faktörlerdir. Özel sektör makine-teçhizat yatırım harcamaları, 2000 yılında sabit fiyatlarla %37,2 oranında artmıştır. 1999'da ekonominin daralmasıyla ertelenen yurtiçi harcamaların 2000 yılında reel artış hızı %9,8 olarak ve GSYİH büyüme hızı ise %7,4 olarak gerçekleşmiş olup; cari açık belirgin şekilde artmıştır.[229]

Cari açıktaki tırmanışı önleyecek tedbirler, örneğin, tüketici kredilerinin vergilendirilmesi veya ek tüketim vergisi konulması gibi önlemler alınmamıştır. Ayrıca, cari açıktaki büyümenin frenlenememesi, ekonomik açıdan çok önemli bir zayıflık oluşturmuştur. Hızla büyüyen cari açığı finanse eden sermaye girişlerinin ve ödemeler dengesinin "net hata/noksan" kalemine yansıyan sermaye çıkışlarının tümüyle kontrol dışı bırakılması, riskleri belirgin biçimde arttırmıştır.[230]

Özkan (s. 551), uzun süredir cari işlemler dengesizliklerinin mevcut olduğu ülkelerde genellikle, dış borçlanmanın da sorun teşkil ettiğini; böyle bir durumda, dış borç faiz ödemelerinin miktarında meydana gelen hızlı bir artışın, ülkenin dış borç servisini sürdürebilmesi için, ekonominin transfer etmek zorunda kalacağı kaynakları hızlı bir şekilde arttıracağını belirtmiştir. Dış borcun büyük bir kısmı dolar cinsinden olduğu için, doların aşırı değer kazanması, ülkenin reel borç servisi yükünü büyük

[229] Celasun, Merih; a.g.m., s. 22
[230] Celasun, Merih; a.g.m., s. 27

ölçüde arttırmıştır. Bu, krizin derinliğini, şiddetini ve süresini arttıran faktörlerden birisidir. Türkiye'nin toplam dış borcu, 1971 yılında 3 milyar USD, 1991 yılında 50 milyar USD, 2000 yılında 100 milyar USD ve 2001 yılında 114 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Hükümet, geçmişte aldığı kredilerin anapara ve faiz ödemelerini yerine getirebilmek için sürekli yurtdışından borç almak durumunda kalmıştır. Bununla beraber, bu durum, ülke ekonomisini, olası bir kriz halinde, dış ülkelere daha bağımlı ve daha kırılgan hale getirmiştir.[231]

Borç servisi/GSMH ve borç servisi/ihracat oranları, bir ülkenin borç ödeme gücünün belirlenmesinde kullanılan oranlardır. İlk oran borcun tamamının ödenebilirliğini, ikinci oran ise bir ekonominin borçlarını ödeyebilmek için gelir yaratma kapasitesini ölçmektedir. Aşağıdaki tabloda dış borçla ilgili bazı kırılganlık indikatörlerine yer veren Özkan, Türkiye'nin borç ödeme gücünün sürekli azaldığına ve dış borç faiz ödemeleri ile ihracat arasındaki oranın sürekli arttığına işaret etmiştir. Bu durum, özellikle 1999 ve 2000 yılında döviz cinsinden kazançların üzerine ağır bir yük getirmektedir.[232]

Tablo 2.26: Dış Borçla İlgili Kırılganlık İndikatörleri, 1996-2000 (%)

Yıllar	Borç Servisi/GSYİH	Borç Servisi/İhracat	Dış Borç Faiz Ödemeleri/İhracat
1996	6,22	49,16	18,08
1997	6,46	47,29	17,47
1998	7,99	61,22	17,88
1999	9,89	68,89	20,50
2000	10,9	78,98	22,68

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Tablo 2.27: Dış Borç Servis Maliyeti, 2000-01 (%)

	2000	2001
Dış Borç Servis Oranı (%)	37,2	43,3
Toplam Dış Borç/GSMH (%)	59,3	77,9
Dış Borç Servisi/GSMH (%)	11,0	16,8
Dış Borç Servisi/İhracat (%)	79,0	78,6
Merkez Bankası Brüt Rezervleri/Toplam Dış Borç	18,7	16,3

Kaynak: TCMB[233]

[231] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 551
[232] Özkan F. Gülçin; a.g.m., s. 554
[233] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 11

Keyder (s. 31), 2000 yılı üçüncü çeyrek sonu itibariyle, Türkiye'nin dış borcunun 106,9 milyar USD olduğuna ve bu tutarın, GSMH'nın yaklaşık %55'ine denk geldiğine işaret etmektedir. Diğer yandan, Kasım 2000 itibariyle iç borç, 32,5 katrilyon olup; GSMH'nın %25'i dolaylarındadır ki bu borç 1999 yılında, GSMH'nın %29'u kadardı. Böylece, iç ve dış borç toplamı, GSMH'nın %80-83'ünü oluşturmaktadır.[234]

2.7 Ahlaki Risk Problemi Şiddetini Arttırmaktadır.

Asimetrik enformasyon teorisine göre, borçlular ve kreditörler arasındaki bilgi asimetrileri, aynı zamanda, finansal piyasaların etkinliğini olumsuz yönde etkileyen, başka bir probleme, ahlaki risk olgusuna yol açmaktadır. Kreditörler, kredi alan kişilerin üstlenecekleri yatırım projelerinin kalitesini saptamakta sorun yaşadıkları için, kredi alan kişiler, kişisel anlamda kendilerine yarar sağlayacak, diğer yandan, temerrüt riskini arttırarak, kreditörlere zarar verecek faaliyetlerle uğraşmaktadır.[235] Asimetrik enformasyon teorisi, ahlaki risk problemlerinin finansal krizleri nasıl tetiklediğini açıklarken, mevduat sigortası ve devlet garantilerinden yola çıkmaktadır. Mevduat sigortası, önemli bir ahlaki risk kaynağıdır. Yurtiçi bankaların yükümlülüklerinin devlet garantisi altına alınmış olmasının sonucunda, bir bankacılık paniğinin yaşanması durumunda, mevduatların nasıl olsa devlet tarafından kurtarılacağını bildikleri için, gerek mudiler, gerek bankalar açısından ahlaki risk problemi ortaya çıkmaktadır. Mevduat sigortasının varlığı, bankacılık krizlerinin oluşumunun açıklanmasında önemli bir yer teşkil etmektedir ve ahlaki risk probleminin ortaya çıkmasına neden olduğuna ilişkin güçlü deliller bulunmaktadır.[236]

Yurtiçi finansal piyasaların sağlamlığı, hem yurtiçindeki mevduat sahipleri hem de yabancı kreditörler için oldukça önemlidir. Mudilerin, kötü krediler ve yatırımlardaki artışın, bankaların yükümlülüklerinin varlıklarını aşmasına neden olacağına inanmaları durumunda, bu kişiler fonlarını sistemden çekerek, bir

[234] Keyder, Nur; a.g.m., s. 31
[235] Mishkin, F. (1990); a.g.m., s. 4
[236] Demirgüç-Kunt, A. and E. Detragiache (1998); "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Contries", IMF Staff Papers, Volume: 45-1, 81-110

bankacılık krizini hızlandıracaklardır. Buradaki risk, aslında, hükümetlerin kapsamlı bir mevduat sigortasını yürürlüğe koymasıyla azaltılabilmektedir. Ancak diğer yandan, mevduat sigortası uygulaması, bankaların aşırı risk alımını teşvik ederek, kredilerin kalitesinin bozulmasına; ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin artmasına yol açmaktadır.[237]

Büyük finansal kurumların iflası, hükümetler ve merkez bankaları açısından tehlike arzetmektedir. Dolayısıyla, bu tür iflasları önlemek için gerekli adımları atma eğilimindedirler. Çoğu zaman, büyük finansal kurumlar için kapalı veya bazı durumlarda açık garantiler sözkonusu olabilmektedir. Özellikle büyük kurumların iflaslarının ekonominin geneli için çok yıkıcı sonuçlar doğurabileceği endişesiyle, bu kurumların iflasına izin verilmemekte; kurtarma operasyonları gerçekleştirilmektedir. Literatürde "too big to fail" olarak adlandırılan bu uygulama, özellikle henüz olgunlaşmamış ve eksik rekabet koşullarının geçerli olduğu bir finansal sisteme sahip çoğu gelişmekte olan piyasa ekonomisinde, sakıncalı sonuçlar doğurabilmektedir.

Açık/kapalı garantiler ve mevduat sigortası uygulamaları, mudiler ve banka yöneticileri tarafında, kurtarılacakları yönünde bir algı oluşturarak, aşırı risk almalarına yol açmaktadır. İyi senaryonun gerçekleşmesi halinde hali hazırda yüksek getiriler elde edecekler; kötü senaryonun gerçekleşmesi halinde ise, hali hazırda kurtarılacakları için, her iki tarafta da, aşırı borç verme eğilimi oluşmaktadır. Banka yöneticileri, optimal seviyelerin altında likit varlıklar tutarak, daha düşük sermaye yeterlilik rasyolarıyla çalışacaklar; mudiler ise, mevduatlarını yatıracakları bankaları seçerken, ihtiyatlı davranmayacaklardır.[238]

Herhangi bir garanti veya mevduat sigortası uygulaması olmamasına rağmen, bankalar ve mudiler arasında, garanti sağlanacağına dair bir algının oluşması durumunda da, ahlaki risk problemi oluşabilmektedir. Türkiye'de 2000-01 Krizleri öncesi dönemde, yabancı kreditörler, bir kriz oluşması durumunda, iflasların önlenebilmesi amacıyla, Merkez Bankası veya IMF tarafından bankacılık sektörüne fon sağlanacağı beklentisi ve algısıyla hareket ederek, aşırı krediler vermişler, kriz

[237] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 11
[238] Frankel, J. and N. Roubini (2001); "The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises", NBER Working Paper 8634, December 2001, 1-110

oluştuğunda ise kurtarılmayı beklemişlerdir. Krizden önce oluşan portföy yatırımları şeklindeki yoğun sermaye girişleri incelendiğinde, aslında bu tür yatırımların kesinlikle hiçbir garantiye sahip olmadığını görülmektedir; yani devlet garantisi bu sermaye girişlerine yol açmamıştır. Bu girişlere yol açan en önemli faktör, yabancı yatırımcıların, finansal açıdan ülkeyi sağlıklı bularak aşırı iyimser davranmalarının yanısıra, yatırımcılarda garanti sağlanacağına dair bir algının oluşmasıdır. Ahlaki risk probleminin tam kalbinde, finansal kurumların bu sermaye akımlarına aracılık etmeleri şeklinde ekonomide üstlendikleri rol yer almaktadır.

Radelet ve Sachs'a (s. 29) göre, garanti sağlanacağına dair bir algının oluşması sonucu kredilerde artış yaşanması durumunda aslında, bankalara sağlanan yabancı krediler, beklenilen kurtarmanın miktarıyla güvence altına alınmaktadır ve bu miktar da, kabaca, Merkez Bankası'nın döviz rezervlerine ve IMF'ten gelecek fon desteğine eşit olmaktadır. Böyle bir kurtarma kesin bekleniyorsa, borçlu finansal kurumların geri ödemeleri bir anlamda garanti altına alınmış olduğu için, yabancı kreditörler çok daha rahat ve büyük miktarlarda kredi vermek yönünde hareket edebilmektedir.[239]

Celasun (s. 24) tarafından, Meksika, Doğu Asya ve Türkiye Krizleri incelendiğinde, yapısal temeller açısından, mali denetimin yetersiz ve ahlaki riskin yüksek olması ile bankacılık sektörü ve şirketler kesiminin, bilançolarında aşırı risklere sahip olmasının; her üç kriz öncesinde görülen ortak özellikler olduğuna işaret edilmiştir. Mali sektörde karar alıcıların üstlendikleri riskler realize edildiğinde, bunun külfetini yüklenmelerinin sözkonusu olmadığı koşullar, "ahlaki risk" taşıyan durum olarak tanımlanmaktadır. Kriz şoklarından sonra, topyekün çöküşü önlemek için, bankaların ve şirketlerin rekapitilizasyonu gereği, devletin yeni yükler altına girmesine yol açmıştır. Devletin iç borçlanmasını sürdürebilme kaygısının ön plana çıktığı 1995 sonrası dönemde, banka mevduatlarına getirilen devlet güvencesinin etkisiyle, bankacılık sektöründe risk birikimi hızlanmıştır.[240]

[239] Radelet, S. ve J. Sachs; a.g.m., s. 29
[240] Celasun, Merih; a.g.m., s. 25 ve s. 41

2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizi, kriz dönemlerinde bankaların ne kadar hassas bir rol oynadığını bir kez daha göstermiştir. Yapılan kurtarma operasyonları nedeniyle, bankacılık sektörünün borçları, büyük ölçüde kesinleşmemiş kamu borçları haline gelmektedir. İflas eden bankalara verilen zımni kurtarma garantileri, büyük kamu açıklarına yol açabilecektir. Piyasa katılımcılarının, gelecekte oluşacak açıkların bir kısmının daha yüksek senyoraj gelirleri yoluyla finanse edileceği beklentisine sahip olması durumunda, uygulanacak para politikası sabit kur sistemiyle tutarsızmış gibi algılanacaktır. Böyle bir durum, açıklar henüz parasallaşmadan, bir para krizinin ortaya çıkmasına katkıda bulunacaktır. Bu açıdan devlet garantileri, reel şokların bir bankacılık krizini bir para krizine dönüştürmesine neden olan önemli bir faktördür.[241]

2.7.1 Türkiye'de Mevduat Sigortası Uygulaması

Özellikle gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, devlet tarafından farklı şekillerde ve derecelerde sağlanan garantiler, sistemde ahlaki riske yol açmaktadır. Etkin olmayan düzenleme-denetleme mekanizmalarının varlığı ve şeffaflık ilkesinin gözardı edilmesiyle birlikte, hem bankacılık sektörü hem de şirketler kesimi aşırı borç kullanmakta ve bilançolarda bozulma yaşanmaktadır. Mevduat sigortasının sağlanmasıyla, tasarruf sahipleri, nasıl olsa devlet kurtaracak mantığıyla gerekli analizleri yapmadan, salt yüksek faiz getirilerini gözönünde bulundurarak fonlarını riskli bankalara yönlendirmekte, bankalar da aynı mantıkla hareket ederek, mudilerin fonlarını aşırı riskli yatırım faaliyetlerinde kullanmaktadır.

1990-93 yıllarında uygulanan borçlanma politikası, Türkiye'de bankacılık sektörünün bünyesinde erezyona neden olmuştur. Devlet, kendisini fonladıkları sürece, bankalara, koruyuculuk ve kollayıcılık yapacağı sözünü vermiştir. 1994'de yaşanan kriz sonrasında, tasarruf mevduatlarının tamamı hükümet tarafından sigorta altına alınmış olup; bu uygulama, krizin atlatılmasında oldukça olumlu katkı sağlamış ve kısa dönemde, finansal piyasalardaki paniğin azaltılmasında önemli bir role sahip olmuştur.[242]

[241] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 8
[242] Çolak, Ö. Faruk (2001); a.g.m., s. 18

Diğer yandan, 2000-01 Krizlerinde gördüğümüz, mevduat sigortası uygulamasının, krizde oldukça negatif bir rol üstlenmiş olduğudur. Denetleme mekanizmalarının zayıf olduğu bir bankacılık sektörünün varlığı durumunda, 1994'de iyi çalışan mevduat sigortası uygulaması, bu sefer, katkıdan çok zarar vermiştir. 1994 Krizi'nden sonra TMSF kapsamındaki banka mevduatlarına sağlanan devlet güvencesi, bankacılık sektöründe ahlaki riske yol açabilecek davranışları teşvik etmiş ve batık bankaların devralınması veya kurtarılması yoluyla devletin muhtemel mali yükümlülükleri artmıştır.[243] Mevduatların tamamının sigorta altına alınması, finansal sistemde, asimetrik enformasyon problemlerinin artmasına yol açan önemli faktörlerden biri olmuş; bazı bankaları mevduatlara yüksek faizler sunmaya yönlendirmiştir. Burada, risk TMSF tarafından üstlenilmiştir ve ayrıca, bankaların topladıkları mevduatları grup şirketlerine kredi olarak aktarmaları sonucunda, finansal sistemde ahlaki risk problemleri belirgin hale gelmiştir.[244]

Özetlemek gerekirse, mevduat sigortası uygulaması, mevduatlara verilen faizlerin yükselmesine ve vadelerin kısalmasına yol açmaktadır. Mudiler, fonlarını yatıracakları bankanın risk profilini analiz etmeksizin, sadece faiz getirisini dikkate almaktadır. Diğer yandan, mevduat sigortasının olmayışı da, bir panik ortamında sürü hareketlerini besleyerek, krizin derinleşmesine yol açmaktadır. Mevduatların tamamının garanti altına alınması sonucunda ise, bankacılık sektöründe piyasa disiplininin kaybolmasıyla, ahlaki risk probleminin oluşması ve giderek artması kaçınılmazdır. Bu yapı, bankaları ve mevduat sahiplerini daha yüksek getiriler elde etmek amacıyla aşırı riskler almaya teşvik etmiştir. BDDK, ancak 2000 yılı Eylül ayında faaliyete geçebilmiştir. Dolayısıyla, bu tarihe kadar politik iradeden bağımsız şekilde hareket edecek özerk bir kurumun mevcut olmayışı, banka faaliyetleri ve yapıları üzerindeki etkin kontrolü önlemiştir.[245]

[243] Celasun, Merih; a.g.m., s. 13
[244] Çolak, Ö. Faruk (2001); a.g.m., s. 24
[245] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 7

2.7.2 Ekonomilerde Ahlaki Yozlaşma, Yolsuzluklar ve Yanlış Yönetim

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, hükümetler kredileri, genellikle kendilerine, yandaş gruplara veya ekonominin tercih olunan sektörlerine yönlendirmektedir ve açılan kredilerin finansal açıdan sağlam firmalara gitmesiyle ilgilenmemektedir. Çünkü kar kaygıları yoktur ve politik kaygı ve beklentilerle hareket etmektedirler. Bu ülkelerde fonlar, üretken yatırım fırsatlarına sahip taraflardan ziyade, politik birtakım amaçlarla tercih olunan sektörlere aktarıldığı için, yatırımların etkinliği azalmakta ve ekonomik büyüme olumsuz etkilenmektedir. Hükümetler, kredileri istedikleri alanlara plase edebilmek için bankacılık sektörünü, özellikle kamu bankalarını kullanmaktadır. Kar amacı taşımadıkları için, kamu bankalarının, sermayelerini etkin ve üretken kullanım alanlarına tahsis etmek gibi bir derdi yoktur. Zaten, bu bankaların, birincil kredi müşterileri, çoğu zaman bu fonları akıllıca kullanamayan hükümet olmaktadır. Kamunun bankacılık sektöründeki ağırlığı, rekabetçi olmayan bir ortam yaratmakta ve kredilerin büyük kısmının belli başlı büyük firmalara gitmesiyle sonuçlanmakta, aynı zamanda, finansal istikrarsızlığın artması sonucu, bankacılık krizlerinin yaşanma olasılığını yükseltmektedir.[246]

Türkiye'de, kamu bankalarının, tarım sektörü gibi teşvik edilen bazı sektörlere piyasa faizlerinin altında oranlarla kullandırdıkları krediler sonucu oluşan büyük görev zararları, bankacılık sektörünün önemli kırılganlıklarından birini oluşturmaktadır. Şubat Krizi'nden önce, kamu bankalarında biriken görev zararı stokları, merkezi hükümetin borç stok verileri arasında yer almıyordu. Milli gelire oranla görev zararı stoku, 1996'da %4,2 seviyesindeyken, 1999'da %13,2 seviyesine yükselmiştir. Kamu bankalarının Hazine'den alacağı olarak muhasebeleştirilen ve bütçe transferleriyle yeterli ölçüde finanse edilmeyen görev zararı borçlarının bu büyüklüğe ulaşmasında, bu borçlara zaman zaman yıllık %300'leri bulan oranlarda faiz yürütülmesi etkili olmuştur. Bu olgu, nakit açıkları hızla büyüyen kamu bankalarını aşırı likidite riskleriyle karşı karşıya bırakmış ve bu riskler 2000-01 Krizleri'nde ağır bir toplumsal maliyetle realize olmuştur.[247]

[246] Mishkin, F. (2005); a.g.m., s. 7
[247] Celasun, Merih; a.g.m., s. 11

Kamu bankalarının, Hazine tarafından kamu borçlanma kağıtları şeklinde ödenen ve zaman içerisinde biriken görev zararlarının yanısıra, bankalara lisans verilmesi konusunda yetkili mercinin Bakanlar Kurulu olması da, ekonomide yanlış yönetim ve yolsuzluklara yol açan önemli bir faktördür. Özkan, yandaş şirketlerin banka kurmasına izin verilmesinin ve bankacılık sektörünün siyasi otoritenin baskısı altında olmasının, düzenleyici ve denetleyici mekanizmaların çalışmasına engel olduğuna ve finansal istikrarsızlığı arttırdığına işaret etmektedir. Tehlike sinyalleri veren bankaların politik kaygılar nedeniyle faaliyetlerini sürdürmesine izin verilmesi, düzenleyici ve denetleyici mekanizmaların çalışmadığını açıkça göstermekte olup; devletin ekonomiye müdahaleleri ve yolsuzluklar, krizlerin ortaya çıkmasında etkili olan faktörlerdir.[248]

Son olarak, Türkiye'de medya ve bankacılık sektörü arasındaki ilişkiye değinmek istiyorum. Finansal sistemdeki istikrarsızlığı arttıran bir diğer faktör, medya-banka sahipliği olmuştur. Gelişmiş ülkelerde, bir banka sahibinin medya şirketine sahip olamayacağı yönünde katı düzenlemeler bulunmaktadır. Ancak, Türkiye'de bu tip düzenlemelerin ihlal edilmiş olduğunu görmekteyiz. Hükümetler, bazı bankaları, TV kanalı ve gazete sahibi holding şirketlerine satmıştır. Aynı zamanda, bazı holding şirketlerine de TV kanalları ve gazeteleri satın almaları ve banka kurmaları olanağını sağlamıştır. Koch ve Chaudhary (s. 479) tarafından hazırlanan aşağıdaki şemada, 2000 yılı itibariyle, holdingler, bankacılık sektörü ve medya arasındaki bu enteresan ilişki yer almaktadır. Holdingler, medya ve bankacılık sektörü arasındaki kuvvetli ilişkiler, ekonomik anlamda yozlaşma ve yolsuzlukların artmasına ciddi anlamda katkı sağlamıştır. Örneğin, ülkede medyanın %50'sinden fazlasına sahip olan Doğan Grubu'nun, bankacılık sektöründeki ağırlığı dikkati çekmektedir. 1994 yılında Dışbank'ı satın alan Doğan Grubu 2000 yılında, hem İş Bankası'na hem de Petrol Ofisi'ne ortak olmuştur. Ayrıca, Dışbank'ı çok yüksek bir kar marjıyla satması sonucunda, ilerleyen dönemde birçok eleştiriye maruz kalmıştır.

[248] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 541-572

Medyanın ekonomideki ağırlığı, aşağıdaki şemaya bakıldığında daha açık bir şekilde anlaşılmaktadır.[249]

Medya ve Bankacılık Sektörü İlişkisi

Holding	Medya	Banka
Bayındır Holding	BRT	Bayındırbank
Çukurova Holding	Akşam Gazetesi ve Kanal 6	Yapı ve Kredi Bankası
Doğan Holding	Milliyet, Hürriyet, Posta, Radikal ve Kanal D	Dışbank, İşbankası
Doğuş Holding	NTV	Garanti Bankası
İhlas Holding	Türkiye gazetesi ve Türkiye TV	İhlas Finans
Medi Grup	Sabah Gazetesi ve ATV	Etibank
Rumeli Holding	Star Gazetesi ve Star TV	İmar Bankası
Nergis Holding	Olay TV ve Olay Gazetesi	Interbank
Zeytinoğlu Holding	Es TV	Esbank

[249] Koch, Levent ve Chaudhary (2001); "February 2001 Crisis in Turkey: Causes and Consequences", Pakistan Development Review, 467-486, s. 478-479

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE 2000-01 KRİZLERİ'NİN ASİMETRİK ENFORMASYON TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

- MİKRO ANALİZ –

Bu bölümde, finansal liberalizasyon sürecinin Türk Bankacılık Sektöründe yolaçtığı değişimle birlikte bankacılık sektöründe uzun yıllardır varolan ve zaman içerisinde şiddetini arttıran zayıflıkların krize giden süreçte oynamış olduğu role değinecek, banka bilançolarının zayıflamasına yol açan faktörler üzerinde detaylı bir şekilde duracağım. Finansal istikrarın önkoşullarından biri sağlam ve reforme edilmiş bir bankacılık sektörünün varlığıdır. Bununla beraber, 2001 öncesi döneme baktığımızda, Türk Bankacılık Sektöründe eksik rekabet koşullarının varlığının sektörel görünümü son derece olumsuz etkilediğini, sektörde ikili bir yapının hakim olduğunu ve bankacılık sektörünün kamu açıklarının finansörlüğü görevini üstlenmiş olduğunu görmekteyiz. Aktif-pasif yönetimindeki problemler, yüksek açık pozisyonlar, faiz ve döviz kuru uyumsuzlukları, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmayışı, risk yönetimi süreçlerindeki eksiklikler ve şeffaflık ilkesinin gözardı edilmesi, bankacılık sektörü bilançolarında şiddetli bir bozulmaya yol açmıştır. Aşırı risk alımı, finansal piyasalarda ahlaki risk probleminin artmasına neden olmuş ve etkin düzenleme ve denetleme mekanizmaları olmaksızın kredilerde yaşanan hızlı büyüme, geri dönmeyen kredilerde artışı beraberinde getirmiştir. Bağlı şirketlere verilen büyük ölçekli krediler ve grup-içi kredi kullanımları da, risklerin artmasına yol açan bir diğer önemli faktördür.

3.1 Bankacılık Sektöründe Kırılganlıkların Artması

Kriz yaşayan ülkelerin çoğunda, bankacılık sistemlerinin son derece zayıf ve kırılgan bir yapıya sahip olduğunu ve krizle birlikte, birçok bankanın ya iflas ettiğini ya da devletleştirildiğini görmekteyiz. Bununla beraber, güçlü bir bankacılık sistemi ve etkin düzenleme ve denetleme mekanizmalarına sahip ülkelerin, kriz ülkelerinde

yaşanan sıkıntılarla karşılaşmadıkları görülmektedir.[250] Türkiye 2000-01 Krizleri, gelişmekte olan ülkelerde, bankacılık sistemlerinin güçlendirilmesiyle ilişkili olan önceliği haklı çıkarmıştır. Yine açık bir şekilde, Türkiye gibi, bankaların sübvanse edilen kredileri arttırması için yoğun hükümet baskılarının söz konusu olduğu ülkelerde, kamu bankalarının ticarileşmesinin birçok problemi beraberinde getirdiğini göstermiştir. Özelleştirme uygulamaları ve sermaye girişlerinde kısıtların kaldırılması, uzun dönemde çözümün bir parçasıyken, birtakım riskleri de beraberinde getirmektedir. Bankacılık sektöründeki problemlerin, ekonomik istikrar için çok ciddi bir tehdit haline gelişi, ihtiyatlı denetimin ve piyasa disiplininin sağlanmasının, geçiş döneminde önemli bir role sahip olduğunu açıkça göstermektedir.[251]

Türkiye'de bankacılık sektörünün finansal sistem içerisinde büyük bir ağırlığa sahip olduğunu görmekteyiz. Finansal liberalizasyon uygulamalarının başladığı 1980 yılından, Şubat Krizi'nin yaşandığı 2001 yılına kadar olan dönemi incelediğimizde, finansal piyasaların sığ, finansal enstrümanların yetersiz ve banka dışı finansal kurumların sistem içerisindeki ağırlığının oldukça düşük olması nedeniyle, bankacılık sektörünün finansal sistemi domine ettiği görülmektedir. Finansal aracılık, büyük ölçüde bankacılık sektörü tarafından gerçekleştirilmektedir. Bununla beraber, 1980 öncesi döneme göre, bankacılık sektörü büyük bir ilerleme kaydetmiş ve 1980 sonrası yaşanan liberalizasyon sürecinin etkisiyle büyük bir yapısal değişim geçirmiştir.

Faiz oranlarındaki tavanların kaldırılması, Interbank para piyasasının kurulması, SPK ve İMKB'nin faaliyete geçmesi, finansal piyasalarda rekabet ve etkinliğin sağlanmasına yönelik çalışmalardır. Banka kurmanın kolaylaştırılmasıyla sistemde faaliyet gösteren banka sayısında bir artış gözlenmiştir. Bu tarihten önce, hükümetin sektör üzerinde büyük bir ağırlığı bulunmaktaydı. Faiz oranları ve döviz kurları, hükümet tarafından belirlenmekteydi. Faizler sabit tutulduğu için, yüksek ve dalgalı enflasyon, negatif reel faizlere yol açmaktaydı. Döviz kontrollerinin olması ve yerleşiklerin döviz cinsinden varlıklara sahip olmaları engellendiği için, sermaye

[250] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 11
[251] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 39

transferi son derece kısıtlıydı. Hem yerleşiklerin hem de yabancıların banka kurmalarına büyük engeller konulmuştu. Finansal liberalizasyon uygulamalarının başlamasıyla, faiz oranları[252], döviz ve selektif kredi kontrollerinin kaldırılması ve bankacılık sektörüne girişin kolaylaştırılması ve rekabetin arttırılması konularında yapılan düzenlemelerin sonucunda, 1980'de 43 olan banka sayısı 1990 yılına geldiğinde 66'ya, 1999 yılında ise 81'e yükselmiştir.[253]

Tablo 3.1: Banka Sayısındaki Artış (1980-2001)

	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Toplam	40	50	66	68	69	72	75	81	79	61
Mevduat Bankaları	40	47	56	55	56	59	60	62	61	46
TMSF Devralınan	-	-	-	-	-	1	1	6	3	8

Kaynak: TBB, BDDK

1990'ların başlarında, yüksek getiriler sağlayan kamu borçlanma kağıtları, yeni banka girişlerini motive eden önemli bir unsurdur. Bu yıllar, aynı zamanda, sektördeki yapısal problemlerin başladığı dönemdir. Bankalar, geleneksel bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşarak, portföylerinde DİBS'lerin ağırlığını arttırmaya başlamışlardır. Kamu borçlanma gereksiniminin şiddetli bir şekilde artması ile birlikte uygulanan gevşek para politikaları, yüksek enflasyon ve faiz oranlarını beraberinde getirmiştir. Ayrıca, hükümetin uyguladığı faiz oranı politikasının özel sektör açısından bir dışlama etkisi yarattığını görmekteyiz. Finansal sistemde artan riskler, tasarrufların ortalama vadelerinin düşmesine ve kredi faiz oranlarının aşırı yükselmesine yol açmıştır. Bu koşullar altında, bazı bankalar kısa vadeler ve yüksek faizlerle iştiraklerini finanse etmişlerdir.[254] Politik istikrarsızlıklar da, genel olarak ekonomiyi ve finansal sistemi olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Özsermayenin yetersizliği, vade-döviz kuru uyumsuzlukları, geri dönmeyen kredilerdeki artış, yüksek açık pozisyonlar, risk yönetim uygulamalarının yetersizliği ve kötü yönetim Türk Bankacılık Sektörünün problemleri arasında yer almaktadır.

[252] Finansal liberalizasyon, faiz oranlarının kontrol edilmesi sonucunda oluşan bir takım dış kaynaklı kısıtları kaldırmakta başarılı olmasına rağmen, asimetrik enformasyon problemleri nedeniyle, kredi kısıtlarının bankacılık sektöründeki varlığının devam ettiği görülmektedir (Günçavdı veKüçükçiftçi; a.g.m., s. 3).

[253] BDDK (2001); "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı", Mayıs 2001, s. 2

[254] Yayla Münür, Alper Hekimoğlu ve Mahmut Kutlukaya (2008); "Financial Stability of the Turkish Banking Sector", BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt:2, Sayı:1, 2008, s. 9-26

Aşağıdaki tabloda, 1995-2001 dönemi için bankacılık sektörüne ait bazı indikatörlere yer verilmektedir. Geri dönmeyen kredilerde, özellikle Kasım ve Şubat Krizleri'nden sonra yaşanan belirgin artış dikkati çekmektedir.

3.2: Türk Bankacılık Sektörüne İlişkin Bazı Rasyolar, 1995-2001

	1995	1996	1997	1998	1999	Mart 2000	Haziran 2000	Eylül 2000	2000	Eylül 2001
Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler	2,8	2,2	2,4	7,2	10,7	9,8	9,7	9,3	11,6	18,6
Sabit Varlıklar/Toplam Varlıklar	7,6	7,3	6,7	8	9,4	9,4	11,1	13,4	14,8	18,4
FX Varlıklar/ FX Yükümlülükler	90,6	93,6	89,6	84,9	79,4	74,3	73	71,6	75,9	81
FX Varlıklar-FX Yükümlülükler (Milyar USD)										
- Bilanço Dışı	3	2,5	5	8,4	13,2	17,2	19,2	20,9	17,4	12,4
- Bilanço İçi	0,6	1,2	1,9	2,9	2,9	5,7	5,6	5,8	5,5	0,7
FX Likit Varlıklar/FX Likit Yükümlülükler	44,8	44,6	41	39,5	40	36,6	35,2	34,4	35,9	38,3
Likit Varlıklar/Toplam Kaynaklar	46,7	44	41,1	39,9	42,6	42,4	41	38,3	37,9	51,4
Repolar/Repo Dahil Yükümlülükler	5,1	8,1	12,8	10,4	9,6	12	11,4	10,9	11,3	6,1
Varlıklar/Yükümlülükler (vade ≤ 3 ay)	n.a	n.a	45,8	45,7	46,3	40,8	41,8	43,9	39,9	43,9
6 Ay ve Daha Uzun Vadeli Mevduatlar/Toplam Mevduatlar	26,1	26,6	24,7	22,9	28,2	19,8	18,7	19,3	15,1	11,6

Kaynak: TCMB, TBB[255]

Yönetimsel sıkıntılar, kurumsal yönetimin olmayışı, düzenlemelerin yetersiz kalışı ve eksik denetim uygulamaları ve risk yönetiminin zayıflığı, 1990'lı yıllardan itibaren birçok bankanın faaliyetlerine son vermesine yol açmıştır. Türk Bankacılık Sektöründeki kırılganlıklara geçmeden önce, bankaların finansal sistem içerisindeki rolüne kısaca değinmek istiyorum.

3.1.1 Bankalar Ekonomik ve Finansal Sistem İçerisinde Çok Önemli Bir Role Sahiptir.

Asimetrik enformasyon ve finansal yapı üzerine geliştirilen literatürün önemli bir özelliği, bankaların finansal piyasalarda niçin bu kadar önemli bir rol oynadığını incelemesidir. Likidite yaratmak ve fon transferinde aracılık yapmak gibi işlevlerinin yanısıra bankalar, kredi piyasalarında var olan birçok ters seçim ve ahlaki risk

[255] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 15

probleminin azaltılması konusunda, kesinlikle çok önemli bir fonksiyona sahiptir. Bir kere, bu kurumlar uzun dönemli ilişkiler geliştirme potansiyeline sahip olmaları nedeniyle, bilgi üretimi konusunda oldukça başarılıdırlar. Bilgi toplama konusundaki uzmanlıklarının sonucunda, iyi borçluları, kötü borçlulardan düşük bir maliyetle ayırt edebilmektedirler. Çünkü bankalar, tek başına hareket ederek menkul kıymet alım-satımıyla uğraşan kişiler kadar "free-rider" problemine maruz kalmamaktadır.[256]

Bazı tarafların, diğerlerinin para ödeyerek satın aldığı bilgilerden hiçbir ücret ödemeden istifade ettikleri durumu ifade eden "free-rider" problemi, bilgilerin özel satışının, ters seçim ve ahlaki risk problemlerine sadece kısmen çözüm olabileceğini ileri sürmektedir. Bazı yatırımcılar, kendilerine hangi menkul kıymetlerin daha az değerli, dolayısıyla alınabilir olduğunu söyleyen bilgiler için para ödüyorlarsa, bu bilgiye para ödemeyen diğer yatırımcılar, çok iyi bilgiye sahip diğer yatırımcılarla birlikte alım yapabilirler. Bu şekilde bedava bilgiye sahip olanların sayılarının çoğalması durumunda, değeri düşük kalmış menkul kıymetlere olan talebin artması, hızlı bir şekilde, menkul kıymetin gerçek değerini yansıtacak şekilde, fiyatının yükselmesine neden olacaktır. Bilgilerin bazı kişilerce hiçbir maliyete katlanmaksızın kullanılmasının bir sonucu olarak, bilgiye para ödeyen yatırımcılar, artık menkul kıymetleri değerlerinin altında alamayacaklar ve bilgiyi satın alarak, ekstra getiri elde etmenin imkansız olduğunun farkına vararak, artık o menkul kıymeti almaya istekli olmayacaklardır. Özel firmaların, bilgi satışından kar elde etme kabiliyetlerinin azalması, finansal piyasalarda üretilen bilginin azalmasına ve ters seçim problemlerinin şiddetinin artmasına yol açmaktadır.[257]

Bankalar, verdikleri kredilerle, aynı zamanda gözetim, denetim ve bilgi toplama faaliyetlerini de gerçekleştirdikleri için, bedavacılık problemini büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadırlar.[258] Bilgi toplama üstünlükleri, uzun dönemli müşteri ilişkileri geliştirebilmeleri ve müşterileriyle aralarında yine uzun süredir devam eden kredi ilişkileri sonucunda daha da artmaktadır. Bankalar, bireylere göre, daha düşük bir maliyetle izleme faaliyetini gerçekleştirebilir; aynı zamanda,

[256] Mishkin, F. (1990); a.g.m, s. 6-7
[257] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 5
[258] Mishkin, F. (1996); a.g.m., s. 7

kısıtlayıcı şartların uygulanması konusunda da, birtakım üstünlüklere sahiptir. Ayrıca, borçluların ahlaki risk problemine yol açmayacak şekilde davranmalarını sağlamak amacıyla, gelecek dönemlerde kredi musluklarını kapatma güçlerini kullanabilmektedir. Bu avantajları, ahlaki risk problemini azaltma potansiyeline sahiptir. Dolayısıyla, bu kurumların, finansal aracılık ve kredi verme fonksiyonlarında meydana gelecek bir bozulma, doğrudan yatırımlar ve toplam ekonomik aktivitede bir daralmaya yol açacaktır.[259]

3.1.2 Türk Bankacılık Sektöründeki Kırılganlıklar Finansal İstikrarsızlığı Arttırmaktadır.

Türk Bankacılık Sektöründeki kırılganlıkların, finansal istikrarsızlığın artmasında büyük bir rolü bulunmaktadır. Varolan makroekonomik istikrarsızlık, düşük büyüme, kronik enflasyon ve beraberinde dolarizasyon eğiliminin artması, yüksek kamu borçlanma gereksinimi, yüksek reel faiz oranları, bankaların geleneksel bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşarak DİBS piyasasına yönelmeleri, repo piyasasında yaşanan hızlı büyüme, finansal liberalizasyon sürecinin başlamasıyla meydana gelen kırılganlıklarla birleşince, Türk finansal sisteminde önemli bir ağırlığa sahip olan bankacılık sektörünün, ciddi riskleri bünyesinde biriktirdiği açıkça görülmektedir. Özatay ve Sak (s. 10-18), bankacılık sektörünün, bilançolarında döviz kuru ve vade uyumsuzlukları ile geri dönmeyen kredilerdeki artış sonucunda aşırı risk biriktirdiğini ve bu durumun bankacılık sektörünü olumsuz sermaye akımlarına oldukça kırılgan hale getirdiğini belirtmektedir.[260]

Kriz öncesinde, bankacılık sektöründeki zayıflıklıklardan biri, bankaların mevduat sahiplerinden ve yatırımcılardan sağladıkları kısa vadeli fonlarla kamuyu finanse etmelerine ilişkindir. 2000 yılında, özel bankaların faiz getiren varlıklarının yarısından fazlası, DİBS'lerden oluşmaktadır. Bu durum bankaları, yüksek getiri sağlayan kamu borçlanma kağıtlarına aşırı bağımlı hale getirmektedir. Diğer yandan, kamu borçlanma kağıtlarının kalitesi, kamu borcunun sürdürülebilirliği ile yakından ilişkilidir. Türk Bankacılık Sektörünün yüksek miktarda dış borçlanmaya

[259] Mishkin, F. (1990); a.g.m., s. 7
[260] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 10-18

başvurması, sektörü ani sermaye çıkışlarına karşı oldukça savunmasız hale getirmektedir. Özellikle özel bankalar, kamu borçlama kağıtlarının finansmanında, hem yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarını hem de dış borçlanmayla sağladıkları fonları kullanmaktaydı. Bu bankaların yükümlülüklerinin neredeyse %70'inin döviz cinsinden olması, yüksek döviz kuru riskini beraberinde getirmiştir. Yine, özel bankaların kısa vadeli fonlarla uzun vadeli DİBS'leri finanse etmesi; aynı zamanda, uzun vadeli krediler vermesi, vade uyuşmazlığı probleminin şiddetlenmesine yol açmıştır. Etkin düzenleme ve denetleme mekanizmaları olmaksızın sağlanan mevduat garantileri de, kırılganlıkları arttıran bir diğer önemli faktördür.[261]

Erçel (s. 3-4), bankacılık sektörünün karşı karşıya kaldığı likidite, faiz oranı ve döviz kuru risklerini şu şekilde özetlemektedir. Banka bilançolarında yükümlülük tarafında mudilerin kısa vadeli mevduatlara yönelmeleri; diğer yandan varlık tarafında ise, kredi alanların yüksek enflasyon beklentileri ve belirsizliğin hakim olduğu bir atmosferde daha uzun vadeli krediler almaları durumunda, likidite riski ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde bir yapı, varlık ve yükümlülükler arasında bir vade uyumsuzluğu yaratarak, likidite krizi olasılığını arttırmaktadır. Faiz oranı riski ise, bilançoda faize duyarlı yükümlülüklerin vadesinin, faize duyarlı varlıkların vadesinden göreceli olarak kısa olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu tarz bir uyumsuzluk, banka varlıklarını ve yükümlülüklerini faiz oranlarındaki değişikliklere daha duyarlı hale getirmektedir. Döviz kuru riski, TL ve yabancı para birimlerinin faiz oranları arasındaki farkı içermektedir. Bir başka deyişle, yurtiçi faiz oranı ile Türk lirasının nominal anlamda değer kaybı arasındaki fark, bankaların karşı karşıya kaldığı döviz kuru riskini arttırmaktadır.[262]

Erçel, Kasım Krizi'nde sürecin tam da bu şekilde işlediğini; faiz oranlarının düzeyi ve Türk lirasının önceden anons edilen değer kaybı arasında oluşan farkın, sabit döviz kurunun çökmesine ve bilançolarında yüksek döviz kuru riski taşıyan bankaların kur risklerinin realize olmasına yol açtığını belirtmektedir. Bankalar, yükümlülükleri arasında yer alan yurtdışından döviz cinsinden sağladıkları kredileri,

[261] Akyüz ve Boratav, a.g.m. ve Özatay ve Sak; a.g.m.
[262] Erçel, Gazi (1999b); "Turkish Banking Sector", Speech on the occasion of the American Turkish Council Meeting in Ankara, March 1999, s. 3-4

Türk lirası cinsinden varlıklara, çoğunlukla kamu borçlanma kağıtlarına yatırarak, yüksek döviz kuru riskini üstlenmişlerdir.[263]

Bankacılık sektörü, çoğu zaman, bilanço problemlerinin sektörler arasında yayılmasında önemli bir aktarım kanalı rolünü oynamaktadır. Asya ülkelerinde olduğu gibi, reel sektörde ya da Rusya ve Türkiye'de olduğu gibi, kamu sektöründe yaşanan şoklar, yükümlülüklerin yerine getirilememesine yol açmakta ve sonrasında diğer sektör, genellikle bankacılık sektörü, sıkıntılarla karşılaşmaktadır. Bu durum sırasıyla mevduatlardan bir çıkışa neden olarak, bir bankacılık krizini başlatabilmektedir. Özellikle, hükümetin kendi bilançosu, kredibilitesi yüksek bir mevduat garantisi sağlamak için çok zayıfsa veya döviz likidite desteği sağlamak için yeterli rezerve sahip değilse, bankacılık krizi hızlanmaktadır. Aynı şekilde, bankalar portföylerinin kötüleşmesini önlemek için kredi kanallarını kapatırlarsa, finansman sıkıntısı yaşayan şirketler ve kamu sektörünün durumu daha da ağırlaşacaktır.[264]

Döviz çıpasının korunması ve bankacılık sektöründe istikrarın sağlanması birbiriyle çatışan amaçlar olduğu için, zayıf ve yeterince denetlenmeyen bankacılık sektörü, gelişmekte olan ülkelerde, sabit döviz kuru sisteminin çökmesine neden olan önemli faktörlerden birisidir. Türkiye'de de durum farklı değildir. Etkin ve doğru düzenleme ve denetleme mekanizmalarının mevcut olmayışı, bankaları olumsuz şoklara açık hale getirmiştir. Programın uygulanmasına başlanmadan, bankacılık sektöründe varolan kırılganlıklar giderilmiş olsaydı, krize giden süreç yaşanmayabilirdi. Ayrıca, bankacılık sektöründeki zayıflıklar, sabit kur sisteminin sürdürülebilirliğini başka bir açıdan da etkilemiştir. 2000 yılında uygulanan mali politikalar oldukça sıkı bir görüntü çizerken, sektörde bir takım sıkıntıların yüzeye çıkması ve TMSF tarafından devralınan bankalar nedeniyle gün geçtikçe zayıflayan bankacılık sektörüne sağlanan zımni yardım garantileri ve muhtemel açıklar, programın sürdürülebilirliği konusunda ciddi endişelere yol açmıştır. Gelecekte meydana gelecek bu açıkların en azından bir kısmının, senyoraj gelirleri veya

[263] Erçel, Gazi (1999b); a.g.m., s. 3-4
[264] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 15

nominal borç stoku üzerine konulacak enflasyon vergisiyle finanse edilebileceği beklentileri, programın çöküşüne katkıda bulunmuştur.[265]

2001 Şubat Krizi'nde, TL'ye karşı yapılan spekülatif saldırıların politik istikrarsızlık söylentileri tarafından tetiklendiği idi; bu kısmen doğrudur, ancak ülkeyi krize götüren asıl unsur, krizin gerçekleştiği tarihte neredeyse on yıllık bir periyoddan beri, Türk Bankacılık Sektörünün etkin olmayan yapısı ve barındırdığı kırılganlıklardır. 90'lı yıllardan itibaren, büyük bir bankacılık krizinin yaşandığı 2000 yılına kadar, Türk Bankacılık Sektörüne ve zaman içerisinde şiddetini arttıran temel problemlere genel hatlarıyla bakmakta fayda bulunmaktadır.

3.1.2.1 Bankacılık Sektörünün Görünümü Hem Rekabet Hem de Bankaların Sektörel Ağırlıkları Açısından Sıkıntılıdır.

Öncelikle, Türk Bankacılık Sektöründe eksik rekabet koşullarının hakim olduğunu görmekteyiz. Az sayıda büyük banka ve çok sayıda küçük banka dikkati çekmektedir ve monopol karları söz konusudur. Kamu bankalarının ağırlığı oldukça yüksektir.[266] Kamu bankalarının ağırlığının bu kadar yüksek olmasının, tüm sistem üzerinde olumsuz etkileri mevcuttur. Siyasi otoritelerin bankaların yönetimine müdahaleleri ve banka kaynaklarının kamu açıkları ile siyasi otoritelere yakın yatırımcıların riskli projelerinin finansmanında kullanılması, bankaların performansını ve bilançolarını kötüleştirmiştir. 2000 yılsonu itibariyle, 21 milyar USD'a ulaşan görev zararlarının GSMH'ya olan oranı %12 seviyesindedir ve kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarının aşırı şekilde artması, finansal sistemdeki istikrarsızlığı arttırmaktadır.[267]

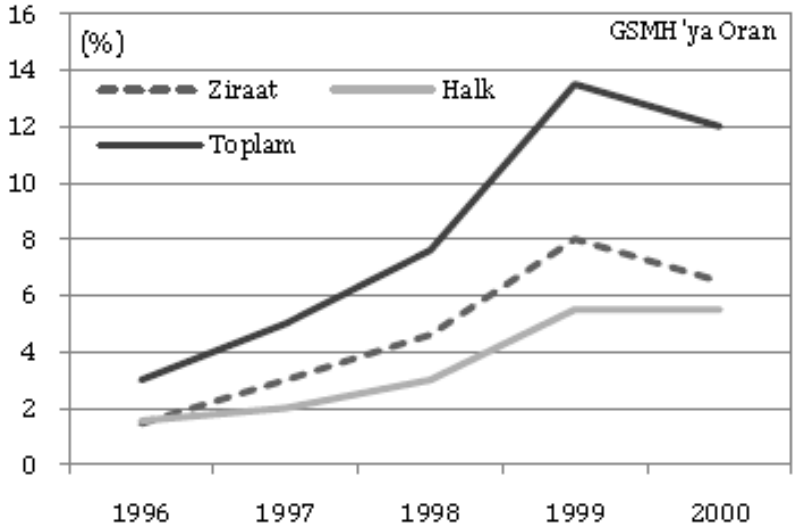
Tablo 3.3: Kamu Bankaları Görev Zararları/GSMH, 1995-2001

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Bankaları Görev Zararları/GSMH	2,2	4,2	5,2	7,5	13,3	12,0	0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

[265] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 3
[266] Sayısı az görünen kamu bankalarının aktif büyükleri, 1990'larda bankacılık sektöründe %45 gibi önemli bir ağırlığa sahiptir. 2000 yılında bu ağırlık %35'lere gerilemiştir. TMSF payı dahil edildiğinde oran, %42,7 civarındadır. 2000 yılında toplam mevduatın %40'ı ve toplam kredilerin %26'sı kamu bankalarındadır.
[267] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 196

Grafik 10: Görev Zararları/GSMH, 1995-2001



Kaynak: BDDK[268]

90'lardaki bankacılık sektörü, merkezde bir grup etkin ve karlılığı yüksek bankanın ve bunların etrafında çok daha küçük ölçekli bankaların olduğu çok parçalı bir yapıya işaret etmektedir.[269] 1999 yılında, dört büyük kamu bankası, toplam varlıkların %30'una sahiptir. Kamu bankalarının bankacılık sistemi içerisindeki payının yüksek olmasının yanı sıra, bu bankaların verimli ve şeffaf olmayan işleyiş biçimleri de, önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Tarım sektörüne verilen teşvikli krediler nedeniyle, görev zararları gün geçtikçe artmaktaydı. Aynı zamanda, özel bankaların likidite sıkıntıları da büyümekteydi. 1998 yılında artmaya başlayan geri dönmeyen kredilerin oranı, Aralık 1999'da %10,8'e ulaşmıştır.[270] Aynı oran, 2001 yılında %19 seviyesindedir. Dezenflasyon programının uygulanması sürecinde, kamu bankalarının mali disiplini bozucu yapısı değiştirilememiştir. Bazı kesimlere düşük faizli ve uzun vadeli krediler verilmesi ve Hazine'nin "nakit karşılığı olmayan" adı altında, bu bankalara, piyasa faizlerinin çok altında ve geçerli vadenin çok üstünde devlet kağıdı satması nedenleriyle oluşan yüksek görev zararları, bankacılık sektörünün üzerindeki yükü ağırlaştırmaktadır.[271] Ayrıca, bankaların almış oldukları pozisyonlardan, devletin kendilerini kurtaracaklarını bildikleri için,

[268] BDDK (2010); a.g.m., s. 10
[269] BDDK (2001b); Towards a Sound Turkish Banking Sector, May 15 2001, 1-24
[270] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 14
[271] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 14

aşırı risk almakta sıkıntı görmedikleri anlaşılmaktadır. Burada, yine asimetrik enformasyon problemlerinin varlığını görmekteyiz.

3.4: Türk Bankacılık Sektörünün Görünümü, 1990-2001 (Milyar USD)

	1990	1995	2000	2001
Mevduatlar	33	44	102	81
Krediler	27	29	51	28
Aktif Büyüklüğü	58	67	155	116

Kaynak: TBB, BDDK

3.5: Aralık 2000 İtibariyle Bankaların Payları (%)

	Varlıklar	**Mevduatlar**	**Krediler**
Kamu Bankaları	34,2	39,9	27,5
Özel Bankalar	46,2	44,2	55,9
Yabancı Bankalar	6,6	2,5	3,5
TMSF Bankaları	8,5	13,4	6,7

Kaynak: BDDK

3.1.2.2 Bankacılık Sektöründe İkili Bir Yapının Varlığı Sözkonusudur.

2000 yılı başlarından itibaren, bazı özel bankaların devralınması, aynı zamanda, bazı bankacıların isminin yolsuzluk iddiasına karışması, bankacılık sektörünün homojen olmadığını, iyi ve kötü bankalar şeklinde ikili bir ayrımın varlığını bize göstermektedir. Bu durum, bir dahaki soruşturma sırasının hangi banka ya da bankacılara geleceği söylentilerini de arttırmıştır. Kasım ayında gerçekleşen şey de, aslında, iyi bankaların kötü bankalara kredi limitlerini kapatmalarıydı. Bankacılık sektöründe varolan ikili yapının getirdiği sorunların su yüzüne çıkması, krizde ateşleyici bir faktör olmuştur.[272]

Özatay ve Sak'ın çalışmalarında belirttikleri üzere, göze çarpan başka bir ikili yapı daha mevcuttur; kamu bankaları ve özel bankalar ile bu bankaların özel yapıları içerisindeki ayrılıklar. Krize giden süreçte, hem özel hem de kamu bankaları, bilançolarında birçok risk biriktirmesine rağmen, risk birikimi bütün sektörde homojen değildir ve risklerin doğası farklıdır. Varlık tarafında, kamu bankalarının artan görev zararları ve bu görev zararlarının kısa vadeli TL mevduatlarla finanse edilmesi, yükümlülük tarafında ise, lira cinsinden yükümlülüklerin döviz cinsinden

[272] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 4

yükümlülüklere oranının iki grup arasında önemli bir fark göstermesi ve özel bankalar için çok daha düşük olmasıdır. Haliyle, kamu bankaları faiz oranı riskine karşı daha duyarlıyken, özel bankalar döviz kuru riskine karşı daha hassastır. Özel bankacılık sistemi içerisinde de, bazı orta ölçekli bankalar, kamu borçlanma kağıtlarında aşırı yoğunlaşmış ve portföylerini de çok kısa vadeli borçlanmalarla finanse etmiştir.[273]

Yilmazkuday (s. 119), Kasım 2000 Krizi'nin kamu bankalarını sarsmasının ve Şubat 2001 Krizi ile yaşanan döviz kurundaki çöküşün de özel bankalara büyük zarar vermesinin nedenini, bankacılık sektöründeki ikili yapıya dayanarak açıklamaktadır. Bankacılık sistemindeki düzenleyici reformlara rağmen, problemin 2 farklı kaynağı vardı; özel bankalar yurtdışından borçlanmaktaydı, dolayısıyla, döviz kuru riskine maruzdular ve kamu bankaları büyük çapta görev zararlarına sahip olup, faiz oranı riskine karşı duyarlıydılar.[274]

Özel bankaların bir diğer ayırıcı özelliği, yerleşiklerin döviz cinsinden mevduatlarına olan yüksek bağımlılığıdır. Döviz mevduatların lira mevduatlara olan oranının yüksekliği bu özelliği yansıtmaktadır. Bununla beraber, döviz mevduatların vadesi de lira mevduatlarda olduğu gibi oldukça kısadır. Özel bankaların döviz mevduatlarındaki artış, bu bankaları uluslararası likidite krizlerine daha açık hale getirmektedir. Kriz öncesi dönemde, özel bankalar, uluslararası bankalardan aldıkları döviz cinsinden kredilere de daha çok dayanmışlardır. Bu gelişme, aynı zamanda, bankacılık sektörünü sermaye çıkışlarına daha hassas hale getiren ek bir faktördür.[275]

3.6: Döviz Mevduatların TL Mevduatlara Oranı (%)

	1997	1998	1999	Eylül 2000	Aralık 2000	Mart 2001	Haziran 2001
Özel Bankalar	212,2	201,63	274,65	299,9	209,24	205,37	237,54
Kamu Bankaları	46,37	35,61	26,49	33,13	29,37	37,12	37,12

Kaynak: TCMB

[273] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 16 ve s. 28
[274] Yilmazkuday, Hakan; a.g.m., s. 119
[275] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 18

3.1.2.3 Bilançolarda Yaşanan Şiddetli Bozulma Göze Çarpmaktadır.

Finansal krizleri asimetrik enformasyon teorisiyle açıklamaya çalışırken, özellikle finansal sektör bilançolarının bozulmasının, finansal krizlere yol açan önemli bir faktör olduğunu gördük. Bu doğrultuda, krizin başlangıcında banka bilançolarının ne durumda olduğuna bakılarak, bilançolarda yaşanan bozulmanın 2000-01 krizlerinde oynadıkları rolün detaylı bir şekilde incelenmesi gerekmektedir.

Yaşanan krizlerin öncesinde, hem kamu sektörü hem bankacılık sektörünün bilançolarında artan zayıflıklar dikkati çekmektedir. Kamu borcunun önemli bir kısmı, döviz cinsinden veya kısa vadeli TL cinsinden borçlardır. İhraç edilen hazine bonolarının bir kısmı, yabancı yatırımcıların portföylerinde bulunmaktadır. Kamu borcunun bu özelliği, kamu sektörünün bilançosunun bozulmasına katkı sağlarken, bankacılık sektöründeki bilançolar da oldukça kötü durumdadır. Yüksek ve değişken enflasyon, TL mevduatların ortalama vadesinin kısalmasına ve mevduatların döviz cinsinden açılmasına yol açmaktadır. Ayrıca, yüksek kamu borçlanma gereksinimi, özel sektörü dışlamaktadır; bankacılık sektörü kredi vermek yerine kamu sektörünün açıklarını finanse etmektedir.[276] Bu durum, ekonomide yatırımların azalmasına ve ekonomik aktivitenin daralmasına yol açmaktadır.

3.1.2.3.1 Aktif-Pasif Yönetiminde Problemler Mevcuttur ve Artan Yapısal Zayıflıklar Göze Çarpmaktadır.

Finansal liberalizasyon süreci, bu zayıflıkları daha da arttırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal liberalizasyon sürecini izleyen kredi genişlemesinin sonucunda banka varlıklarının kalitesindeki düşüş, finansal kırılganlığı arttıran temel unsurlardan birisidir. Liberalizasyon süreci, finansal kurumların döviz kuru riskine maruz kalmalarında önemli bir rol oynamaktadır. Döviz cinsinden kredi kullanım listesinin genişletilmesi, kısa vadeli dış borçlanmaya sınırlama getirilmemesi, döviz cinsinden faaliyetlerle uğraşan finansal kurumların sayısındaki artış, finansal kurumlarla ilgili düzenlemelerin gevşetilerek kurumların faaliyet alanının genişletilmesi gibi gelişmeler, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde hep döviz kuru

[276] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 12

riskinin artmasına katkı sağlamıştır.[277] Türkiye'de de benzer bir durum yaşanmıştır. Bankaların etkin bir kredi analizi ve risk yönetimi sistemine sahip olmaması, aşırı risk alımı davranışını destekleyerek, kredilerdeki hızlı artış yoluyla, bilançolardaki bozulmayı tetiklemiştir.

Aktif kalitesi ciddi anlamda kötüleşmiştir; kredi yoğunlaşması, grup bankacılığı, krediler ve karşılıklar arasındaki uyumsuzluğun beraberinde getirdiği riskler, aktif kalitesinin iyice zayıflamasına yol açmıştır. Aktif-pasif yapısındaki uyumsuzlukların önemli bir nedeni, yüksek enflasyondur. Mevduatların vadelerinin azalması[278], vade uyumsuzluğu problemini ağırlaştırmaktadır. Dezenflasyon programı öncesinde, Türk Bankacılık Sektörü 133,5 milyar USD toplam varlıkla, GSYİH'nın yaklaşık %90'una tekabül etmektedir, nispeten yetersiz sermayeye sahipti. 1999 sonu itibariyle, sektörün 13,2 milyar USD seviyesindeki açık pozisyonu, arbitraj gelirlerinin bankacılık sektörünün temel kaynağı olduğuna işaret etmektedir. Dezenflasyon programıyla birlikte, enflasyonda ve faiz oranlarında yaşanan düşüş ise, bankaların arbitraj getirilerini büyük ölçüde azaltmıştır.[279]

Aslında, bankacılık sektöründe vade ve döviz kuru uyumsuzluklarına karşı birtakım önlemler alınmıştır. Ancak, bunlara uyulmadığı görülmüştür. Örneğin, 1999 Eylül ayı sonunda, ticari bankaların açık pozisyon sınırı, başka bir ifadeyle döviz net genel pozisyon sınırı, sermayelerinin %20'sine indirilmiştir. Sınırı aşan bankalara getirilen, 2000 yılı Haziran ayı sonuna kadar TCMB'ye %8 munzam karşılık yatırma zorunluluğu, bu tarihten sonra %100'e çıkarılmıştır. Ancak, düzenlemelere uyulmadığı, açık pozisyonun, olması gereken miktarın çok çok üzerine çıkmasından açıkça görülmektedir.[280]

[277] Mishkin ve Hahm; a.g.m., s. 20-21
[278] Altı aydan daha uzun mevduatların toplam mevduatlar içindeki payının 1999 yılındaki %28 seviyesinden 2000 yılında %15'e gerilemesi, tasarruf sahiplerinin beklentilerinde bozulma ve güvensizliklerine, dolayısıyla likit kalma tercihlerine işaret etmektedir (Celasun; a.g.m., s. 19).
[279] Alper, Emre; a.g.m., s. 11
[280] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 15

3.1.2.3.2 Bankacılık Sektörü Yüksek Açık Pozisyona Sahiptir ve Döviz Kuru Artışlarına Son Derece Duyarlıdır.

Ticari bankaların bilanço içi döviz pozisyon açıklarının büyümesi, döviz kuru riskinin arttığını göstermektedir. Kamu bankalarının döviz pozisyon açıkları göreceli olarak az olduğundan, döviz kuru riski, özel bankacılık ayağında daha yüksek düzeydedir.[281]

Tablo 3.7: Bankacılık Sektörü Net Döviz Pozisyonu, 1998-2001 (Milyar USD)

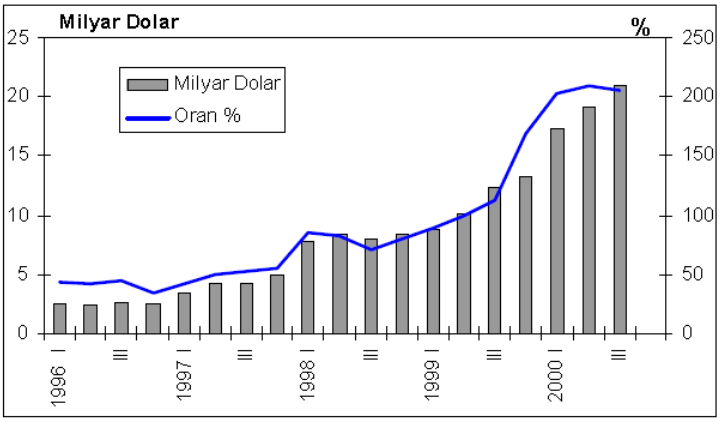
	1998	1999	2000	09/2001
Bilanço-dışı Dahil	-3	-2,9	-5,4	0,7
Bilanço-dışı Hariç	-8,5	-13,2	-18	-12,4

Kaynak: TCMB, TBB

Özel bankalar, yurt dışından düşük maliyetle borçlanıp yüksek getiri sağlayan DİBS'lere yatırım yaparak gerçekleştirilen faiz arbitrajlarının sonucunda, yüksek döviz kuru riski biriktirmişlerdir. Dezenflasyon programının tamamlayıcı unsuru olan önceden anons edilen döviz kuru, arbitraj işlemlerini teşvik etmektedir. Bankaların döviz açık pozisyonlarının sermayelerinin %15'ini geçemeyeceğini belirten limitlere rağmen, çoğu banka, diğer Türk bankaları veya yerleşiklerle yaptıkları forward işlemlerle bu limitleri tamamlayarak, açık pozisyonlarını arttırmıştır. Forward işlemler hesaplamaya dahil edildiğinde, kriz öncesinde, açık pozisyon/sermaye oranı %300'ler seviyesindeydi.[282] Ticari bankaların yüksek açık pozisyonları ve artan döviz kuru riski, krize zemin hazırlayan olumsuz göstergelerden birisidir.

[281] Celasun, Merih; a.g.m., s. 10
[282] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 12

Grafik 11: Bankacılık Sektörünün Döviz Açık Pozisyonu



Kaynak: TBB

Şimşek tarafından düzenlenen yukarıdaki grafikte, 2000 Eylül ayı sonunda bankacılık sektörü döviz açık pozisyonunun 21 milyar USD'ye ve bu pozisyonun sermaye+kar kalemine oranı ise %205'e ulaştığı ve olması gerekenin tam 10 katı bir değere işaret ettiği görülmektedir. Düzenlemelere rağmen, bankaların açık dövizyon pozisyonlarını bu şekilde yükseltebilmelerine ilişkin olarak, Uygur (s. 15), bankaların döviz kuru riskini forward sözleşmelerle karşılayarak, bu sözleşmeleri bilanço dışı hesaplarda izlemiş olduklarına işaret etmiştir. Ancak, bu sözleşmelerin karşı tarafı yerliler ve holdinglerdir ve bankacılık sektörü aslında yüksek oranda döviz kuru riskini taşımaktadır. İşin kötüsü bu durum, yabancı kreditörler tarafından bilinmektedir.[283]

Krizden önceki dönemde, açık döviz pozisyonu, Türk Bankacılık Sektörünün yapısal bir özelliğidir. Özatay ve Sak tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda (s. 15), döviz kuru riskinin ölçülmesinde kullanılan farklı ölçütlere yer verilmiştir. Döviz cinsinden varlıkların döviz cinsinden yükümlülüklere oranı, bilançodaki açık döviz pozisyonu riski, bilanço dışı işlemleri de içeren toplu bilanço. Bunların hepsi, döviz kuru riskinde önemli bir artış olduğunu göstermektedir. Bankacılık sistemindeki toplam açık pozisyon, krize giden yolda yukarı yönlü bir trend izliyorken, döviz

[283] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 15

cinsinden likit varlıkların toplam döviz cinsinden yükümlülüklere oranı tam tersi bir trenddedir. İkincisi, sistemi ani bozulmalara açık hale getirmektedir.[284]

Tablo 3.8: Döviz Kuru Riskini Gösteren Bazı İndikatörler

	1995	1996	1997	1998	1999	Mart 2000	Haziran 2000	Eylül 2000	2000	Eylül 2001
FX Varlıklar/ FX Yükümlülükler	90,6	93,6	89,6	84,9	79,4	74,3	73	71,6	75,9	81
FX Varlıklar-FX Yükümlülükler (Milyar USD)										
- Bilanço Dışı	3	2,5	5	8,4	13,2	17,2	19,2	20,9	17,4	12,4
- Bilanço İçi	0,6	1,2	1,9	2,9	2,9	5,7	5,6	5,8	5,5	0,7
FX Likit Varlıklar/FX Likit Yükümlülükler	44,8	44,6	41	39,5	40	36,6	35,2	34,4	35,9	38,3

Kaynak: TCMB, TBB

BDDK, bankacılık sektörünün krizlerden bu kadar şiddetli bir şekilde etkilenmesinin arkasındaki nedenleri şu şekilde özetlemektedir; faiz oranları ve vade uyuşmazlıkları nedeniyle fonlama maliyetlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Portföylerindeki kamu borçlanma kağıtlarının değerlerinin düşmesi nedeniyle bankalar, sermayelerinde büyük kayıplar yaşamışlardır. Döviz kurlarındaki değişim ve yüksek döviz kuru riski nedeniyle büyük zararlarla karşılaşmışlardır.[285]

3.1.2.3.3 Bankacılık Sektörü Döviz Kurunun Yanısıra Faiz Oranı Artışlarına da Son Derece Hassastır.

Türk finansal sistemine hakim olan bankacılık sektörü, ani sermaye çıkışlarının yaşanması durumunda oluşacak döviz kuru ve faiz oranı artışlarına son derece duyarlıdır. Celasun'un çalışmasından alınan verilerle hazırlanan aşağıdaki tabloda, iç borç stoku ve mevduatlarla ilgili bazı indikatörlere yer verilmiştir. 1999 yılında altı aydan kısa vadeli mevduatların toplam mevduatlar içerisindeki payı %72 iken, ortalama vadesi 11,7 ay olan nakit iç borç stokunun toplam pasiflere oranının %30 olması, sistemde ciddi bir vade uyumsuzluğu sorununun olduğuna işaret etmektedir.[286]

[284] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 16
[285] BDDK (2001b); "Towards a Sound Turkish Banking Sector", May 2001, 1-24
[286] Celasun, Merih; a.g.m., s. 10

Tablo 3.9: Özel Bankalar İç Borç Stoku, Alacaklar ve Mevduatlar (%)

	1998	1999	2000	2001
Toplam İç Borç/Toplam Pasif[1]	35,0	34,1	35,0	70,1
Nakit İç Borç/Toplam Pasif[1]	28,7	30,1	28,3	33,5
Merkezi Hükümet/Özel Girişimlerden Alacaklar	85,6	139,7	123,6	181,0[2]
6 Ay ve Daha Uzun Mevduatları/Toplam Mevduat	23,0	28,2	15,1	11,6[3]

Kaynak: TCMB, TBB

[1] Özsermaye Hariç Pasif Toplamı

[2] Kasım 2000 sonu İtibariyle

[3] Eylül 2001 Sonu İtibariyle

Bu zayıflıkların 2000 yılında epeyce arttığını görmekteyiz. Türk Bankacılık Sektöründeki problemler temel olarak, yüksek düzeyde kamu sektörü borçlanma gereksinimini finanse etmek için seçilen mekanizmanın bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. İlk olarak, bu mekanizma, özellikle özel bankaların bilançolarında, kamu borçlanma kağıtlarında bir artışa yol açmıştır. İkincisi, görev zararlarının birikmesiyle[287], kamu bankalarının bilançolarında büyük bir bozulmaya neden olmuştur. Kamu bankalarının bilançolarında vade uyuşmazlıkları problemi nedeniyle yaşanan bozulmaya, sübvansiyonlu krediler nedeniyle biriken görev zararları neden olmaktadır. Biriken görev zararları, kamu bankalarının ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanmalarına ve özellikle 2000 yılının sonlarında, likidite ihtiyaçlarını karşılamak için gecelik borçlanmaya başvurmalarına yol açmıştır.[288]

Dezenflasyon programının nominal ve reel faiz oranlarının düşmesi şeklindeki ilk başarısı, bankaları, uzun vadeli sabit getirili DİBS'leri satın alarak yüksek getiri oranları elde etmeye teşvik etmek olmuştur. Bununla beraber, bankaların fon ihtiyaçlarını büyük ölçüde kısa vadeli mevduatlar ve gecelik repo piyasasını kullanarak karşılamaya çalışmaları sonucunda, vade uyumsuzluğı problemleri şiddetlenerek artmıştır. Sonuç olarak, bankacılık sektörünün bilançoları, faiz oranlarına ve döviz kuru şoklarına karşı oldukça duyarlı hale gelmiştir. Bankalar döviz cinsinden kısa vadeli borçlanmakta ve hükümete artan vadelerde TL cinsinden borç vermekteydi. Bununla beraber, kamu ve bankacılık sektörü bilançoları toplu

[287] Özellikle Halkbank ve Ziraat Bankası gibi kamu bankalarının büyük görev zararlarının oluşmasında, çiftçilere verilen borçların silinmesi, afet yardımları, tarım kredilerine uygulanan teşvikler, finansal sıkıntı yaşayan bankalara destek faaliyetleri rol oynamıştır. 2000 yılı itibariyle, bu bankaların biriken görev zararları, 20 milyar USD civarındadır. Bu tutar, GSMH'nın neredeyse %12,5'ine denk gelmektedir (Keyder; a.g.m, s. 27).

[288] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 12

halde incelendiğinde, politika seçeneklerinin sınırlı olduğu görülmektedir. Hükümet, kendi döviz kuru uyumsuzluğunu arttırmak pahasına, döviz cinsinden kamu borçlanma kağıtları ihraç ederek, bankaların döviz kuru uyumsuzluğunu azaltabilirdi ve ilerleyen dönemde yapmıştır da. Diğer yandan, bankaların döviz cinsinden yükümlülüklerini azaltarak veya diğer yabancı varlıkları satın alarak döviz kuru uyumsuzluklarını hızlı bir şekilde azaltma girişimleri de, sadece faiz oranlarının yükselmesine yol açardı ki bu gelişme, kamu borcunun sürdürülebiliğine zarar verir, hem de vade uyumsuzluklarına sahip bankacılık sektörünün kayıplarını arttırırdı.[289]

Özatay ve Sak (s. 21), milli borç stoğunu sürdürebilmek için gerçekleşen banka bilançolarındaki risk birikiminin, kriz dinamiklerinin önemli bir unsuru olduğuna işaret etmektedir. Bankalar, bilançolarında aşırı risk birikmesi nedeniyle, DİBS piyasasında özellikle piyasa yapıcısı rolünü üstlenen bazı bankalara kredi kanallarını kapatmışlardır. Dolayısıyla, bankacılık sektörü problemleri, faiz oranlarının artışıyla, bir borç yenileme problemine dönüşmüştür. Faiz oranlarındaki artış, problemi direkt olarak, borcun sürdürülebilirliğine dönüştürmüştür ve bu durum, IMF destekli program altında devam eden mali disipline rağmen yaşanmıştır.[290]

3.1.2.3.4 Bankacılık Sektöründe Yetersiz Sermaye Problemi Şiddetini Arttırmaktadır.

Bilançolarla ilgili açıklanan, banka özsermayesinin risklerine göre ağırlıklar verilmiş toplam aktiflere oranı gibi, varlık kalitesini gösteren oranlar, bize bilançoların durumuyla ilgili işaretler vermektedir. Sermaye yeterlilik rasyoları krizden önceki dönemde giderek düşmekteyse, bilançolarda gerçekten bir bozulma var demektir. Bu açıdan, örneğin, düşük sermaye rasyoları, bankaların yüksek kaldıraçlarla, yani özsermayelerine oranla çok daha fazla borç kullanarak çalışmakta olduğunu göstermektedir.

BDDK tarafından 2001 yılında yapılan bir çalışmaya göre, CAMELS değerlendirme sistemi kullanılarak bankaların sermaye yeterliliğini de ölçmeye

[289] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 13-14
[290] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 21

yarayan birtakım analizler yapılmıştır. Bankaların uzaktan gözetim ve denetiminde kullanılan yaygın bir araç olan bu teknikte, C sermaye yeterliliğini, A varlık kalitesini, M yönetim yeterliliğini, E kazanç durumunu, L likiditeyi ve S ise piyasa risklerine olan duyarlılığı temsil etmektedir. Gözlem yılları olarak 1997 ve 2000 yılları kullanılan analiz sonuçları, oluşturulan CAMELS sistemi bileşenlerinin 2000 yılında 1997 yılına göre kötüleştiğini göstermektedir. Örneğin, sermaye yeterliliği bileşeni incelendiğinde, sermaye yeterlilik rasyosu göstergesinde bir ilerleme kaydedilmesine rağmen, 1997 yılı referans değeri 12,4 iken 2000 yılı referans değeri 17,1'dir, sermaye yeterliliğini temsil eden diğer rasyolardaki bozulma, C bileşeninin değerinin 2000 yılında düşmesine yol açmıştır.[291]

Uzun dönemli yatırımlara finansman sağlanması veya tüketim harcamalarının finanse edilmesi amacıyla, kısa dönemli sermaye girişlerinin kullanılması çok tehlikeli sonuçlar doğurmaktadır. Türkiye'de sıkıntı, düşük sermaye yeterlilik oranlarından ziyade, borçlarda, dolayısıyla kaldıraçta yaşanan artıştır. Borç/GSYİH ve borç/sermaye oranlarının giderek artmakta olduğunu görmekteyiz. Yüksek kaldıraçlı kurumsal yapı, yapısal kırılganlıkların önemli bir kaynağıdır.[292] Eichengreen, bazı bankaların, dezenflasyon programının bir sonucu olan faiz oranlarındaki düşüşün süreceği beklentisiyle, yüksek kaldıraçlı pozisyonlar aldıklarını ve özelleştirme programında gecikmeler yaşanması, cari açığın tırmanması ve benzeri gelişmeler nedeniyle, beklentilerinde hayal kırıklığı yaşadıklarını vurgulamıştır.[293]

BDDK (s. 13), bankacılık sektörünün kamu sektörünü finanse etmeye yönelerek asli fonksiyonu olan finansal aracılık işlevinden uzaklaşmasına paralel olarak, özkaynakların düşük seviyesinin daha da azaldığına işaret etmektedir. Özkaynakların içerisinde yer alan ödenmiş sermayenin payı da, dalgalı bir trende sahiptir ve düşük seviyededir. Enflasyon muhasebesinin uygulanmaması ve yüksek

[291] Bankacılık sektöründe Kasım 2000'de yaşanan krizin sektör üzerinde neden olduğu ciddi bozulma, aktif kalitesi bileşeninde gözlenmektedir. Takipteki kredilerin payının %1,3'ten %5,2'ye yükselmesi ve sektör genelinde iştirak ve bağlı değerlerde yaşanan artış sonucu, duran varlıkların toplam aktifler içindeki payının %5'ten %16,3'e yükselmesi bu bozulmayı göstermektedir (BDDK, 2001c; s. 8).
[292] BDDK (2001c); Türk Bankacılık Sektöründe CAMELS Analizi, MSPD Çalışma Raporları 2001/6, Eylül 2001, s. 8
[293] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 6

enflasyon ortamının özkaynaklar yerine yabancı kaynaklarla faaliyeti teşvik etmesi, özkaynakların hem düzeyini hem de kalitesini olumsuz etkilemiştir.[294]

3.1.2.4 Aşırı Risk Alımının Sonucunda Ahlaki Risk Olgusunun Arttığını Görmekteyiz.

Özsermayenin ve teminatın kalitesinin yüksek olmasının, asimetrik enformasyon, özellikle, ahlaki risk problemlerinin azaltılmasında önemli bir role sahip olduğundan 1. Bölümde bahsetmiştim. Kriz öncesi dönemde, Türk Bankacılık Sektöründe hem sermaye yeterlilikleri hem de teminatlarda bozulmalar olduğu açıkça görülmektedir. Asimetrik enformasyon teorisine göre, sermaye yeterliliklerinin düşmesiyle, bankalar, risk aldıkları zaman, kötü senaryonun gerçekleşerek başarısız olmaları durumunda, kaybedecek önemli bir şeye sahip olmadıkları için ihtiyatlı davranmamakta, döviz cinsinden yüksek miktarda borç almaktadırlar.

Türkiye'de, ülke ekonomik görünümünün bozulması, politik istikrarsızlık ve programa olan güvenin kaybolması, ülkede faaliyet gösteren bankaların borçlarını geri ödeme güçleri ve borçların sürdürülebilirliği konusunda kaygılara neden olmuştur. Bankacılık sektörü likiditesini kaybetmiş olduğu ve bankalar yurt dışından net borç alan durumuna geçtikleri için, ulusal paranın reel anlamda aşırı değer kaybı, bankaların özsermayelerinin silinmesi anlamına gelmektedir. Böyle durumlarda, bankaların açtıkları dolar kredilerinin büyük bir kısmı, döviz kurunun aşırı bir şekilde değer kaybetmesi sonucunda iflasın eşiğine gelen yerli yatırımcılara olduğu için, kağıt üzerinde korunmuş olan bankalar bile özsermayelerinin büyük bir kısmını kaybetmektedir.

Aşırı risk alımı, 2 nedenle oluşmaktadır. Öncelikle, bankalar ve diğer finansal kurumlar, iyi eğitimli kredi yöneticileri, etkin risk değerlendirme sistemleri ve risklere doğru bir şekilde cevap vermeyi sağlayan yönetim bilgisinden yoksundurlar. Bu problem, kredilerde yaşanan hızlı artışla iyice şiddetlenmiştir. Ayrıca, Türkiye

[294] BDDK (2010); "Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi", Çalışma Tebliği, Eylül 2010, s. 14-85, s. 13

gibi gelişmekte olan ülkelerin, finansal düzenleme ve denetim konusunda zayıf oldukları bilinmektedir. Finansal liberalizasyon, risk üstlenmek için yeni fırsatlar yarattığı zaman, bu zayıf düzenleme-denetleme mekanizmaları, hükümet garantisinden kaynaklanan ahlaki risk problemini sınırlandıramamıştır.[295]

Riskin artmasına yol açan yabancı sermaye girişleri, özellikle kısa vadeli sermaye girişleri, hükümetler tarafından aktif bir şekilde teşvik edilmektedir. Örneğin, 1997 Doğu Asya Krizi incelendiğinde, Kore Hükümeti'nin "chaebol" olarak adlandırılan holdinglere, sahip oldukları finans kurumlarını bankalara dönüştürme olanağı tanımış olduklarını görürüz. Bu bankalar, borç kısa vadeli olduğu sürece, yurtdışından özgürce borçlanma imkanına sahip olmuşlardır. Finans şirketlerinin yurtdışından kolayca borçlanmasına olanak tanıyan benzer bir süreç, Tayland'da da yaşanmış ve toplam dış borçlar/uluslararası rezervler oranı büyük miktarda yükselmiştir. Tayland, Kore, Endonezya gibi ülkelerde, kısa vadeli dış borçların rezervlere oranının %1,5'un üzerine çıktığını görmekteyiz. Bu ülkelerde yaşanan büyük ölçekli likidite yetersizlikleri, bir finansal krize ne kadar açık olduklarını bize göstermektedir.[296]

Aşırı risk alımını azaltmak için, ödeyemez hale gelen finansal kurumların faaliyetlerine son vermek önemlidir. Kaybedecek az şeyle faaliyetlerine devam etmelerine izin verilir ve ek krediler söz konusu olursa, bu kurumlar, daha büyük riskler almak yönünde hareket edeceklerdir. Diğer yandan, banka tasfiyelerine başvurulduğu zaman finansal sistemde güvenin tesis edilebilmesi için, mevduat sahiplerinin faaliyetleri devam eden kurumlardaki fonlarının risk altında olmadığı yönünde ikna edilebilmeleri amacıyla, kapsamlı bir planın hazırlanması büyük önem taşımaktadır. Örneğin, Endonezya'da, krizin erken safhalarında, 16 banka kapatıldığı zaman, bu ilkeye uyulmadığı ve IMF'in büyük eleştirilerine maruz kalındığı görülmüştür.[297]

[295] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 8
[296] Mishkin, F. (2001a); a.g.m., s. 9
[297] Mishkin, F. (1999a); a.g.m., s. 8

Türkiye'de, kriz öncesi sürece baktığımızda, bankaların risk üstlenmesini adeta teşvik eden politikalar uygulandığını görmekteyiz. Sabit kur sistemine dayalı bir program uygulanması buna örnektir. Uygulanan program, bir anlamda, döviz kurunun bir band içerisinde hareket edeceğini taahhüt ederek dövizle borçlanmayı teşvik etmiştir. Ayrıca, mevduat sigortasının sürdürülmesi, yine ahlaki risk probleminin artmasına yol açmıştır. Kamu finansmanının borçla sürdürülmesi ve faiz oranlarının düşeceği beklentileriyle bazı bankaların yanlış portföy seçimleri de, önemli bir risk faktörü olmuştur.[298] Feldstein'in (s. 13) çalışmasında işaret ettiği üzere, bir ülkenin döviz kurunu azaltabilmesi için 5 önemli yol bulunmaktadır. Para biriminin değerinin dalgalanmasına izin verilerek aşırı değerlenmiş bir paranın önüne geçilmesi, ki dezenflasyon programı bu yolu zaten elemiştir. Yeterli döviz rezervine sahip olunması, kısa vadeli döviz yükümlülüklerinin rezervlere oranının düşük tutulması, sağlam bir bankacılık sisteminin varlığı, özellikle özel sektörün büyük miktarda dolar cinsinden borçtan kaçınması şeklindeki dört maddenin de ihlal edilmesi, Türkiye'de döviz kuru riskinin yükselmesine neden olmuştur.[299]

1994 Krizi'ni takip eden dönemde, mevduatların tamamına sağlanan devlet garantileri nedeniyle ahlaki risk motivlerinin ciddi şekilde artttığı görülmektedir. Mevduat sahiplerinin bankaların aksiyonlarını izlemeye gerek duymamaları sonucu, bankaların aşırı risk alımı artmış ve mevduat faizleri giderek yükselmiştir. Esaslı bir bankacılık kanununun olmayışı ve yasal mevzuattaki eksiklikler, bankacılık sektöründeki zayıflıkların artmasına önemli ölçüde katkı sağlamıştır. 1994 Krizi sonrasında devralınan bankaların likiditasyonu bile 8 yıldan fazla zaman almıştır. Bankaların aktif kalitelerinin bozuk olması, bağlı borçlanmadan kaynaklanan kredi yoğunlaşması, sermaye tabanının yetersiz olması, iç kontrol ve risk yönetimindeki ihmaller ve eksiklikler, denetim ve düzenlemelerin zayıflamasına yol açan önemli faktörlerdir.[300]

[298] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 15
[299] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 13
[300] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 565

Mevduatların tamamının devlet garantisi altına alınması uygulamasının aslında, 1994 - Haziran 2000 periyodunda geçerli olması planlanmıştır. 2000 yılı Haziran ayında alınan kararla, mevduat sigortası 100 milyar TL'ye düşürülmüş; 2001 yılı başlangıcı itibariyle de, garanti kapsamının 50.000 TL'ye düşürülmesi planlanmıştır. Ancak Kasım ayında yaşanan bankacılık krizi üzerine, 6 Aralık 2000'de, hükümet, kriz süresince olası mevduat çekilişlerini engellemek için geçici süreyle tam garanti uygulanacağını anons etmiştir. Bankacılık sektöründeki yeniden yapılandırma ve reform süreci tamamlanınca, geçici uygulamanın kaldırılması planlanmıştır.[301] Hükümetin böyle bir reaksiyon almasındaki önemli bir etmen, Asya Krizi sonucunda ortaya çıkan finansal paniğin, kredilerde şiddetli bir düşüşü beraberinde getirerek, ekonominin ciddi anlamda daralmasına yol açması olmuştur. Türkiye'de, bu tür gelişmeler yaşanmaması için, mevduat garantisinin devam edeceği ve banka kapatmaları olmayacağı açıklanmıştır.[302]

3.1.2.5 Hızlı Bir Kredi Büyümesi Yaşanmıştır ve Geri Dönmeyen Kredilerde Artış Şiddetlenmiştir.

Kredilerdeki reel artış ve bankacılık sektörü toplam kredileri/GSMH oranlarının, bize bankacılık sektörünün kredi kalitesi ile ilgili anlamlı bilgiler sağlayan indikatörler olduğunu görmekteyiz. Bu doğrultuda, hızlı kredi büyümesi, bankaların kredi riskinin arttığına dair güçlü bir sinyal olarak karşımıza çıkmaktadır. Özatay ve Sak tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda yer alan verilerden anlaşılacağı üzere, Türkiye'de kredilerdeki genişleme oldukça yüksektir.[303] Bilançolardaki bozulmaya işaret eden başka bir indikatör, geri dönmeyen kredilerdeki artıştır. Bu konuya yurtiçine verilen kredilerde artış konusunu anlatırken kısaca değinmiştim. Kredi verilmesi sürecinde kredi sınıflandırma kriterleri ve

[301] Keyder, Nur (2001); "The Aftermath of the Exchange Rate-Based Program and the November 2000 Financial Crisis in Turkey", Russian and East European Finance and Trade, 2001, Vol. 37-5, 22-44, s. 42

[302] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 32

[303] Sözkonusu çalışmada, yazarlar, benzer bir büyümenin, kriz yaşanmayan, 1995-1997 döneminde de gözlenmekte olduğuna dikkat çekmişler ve kredilerdeki artışı gösteren verilerin bir krizi haklı çıkarmadığını belirtmişlerdir. Ulaşılan değerler, kriz olmayan dönemlerden çok büyük bir farklılık göstermemektedir. Dolayısıyla, yazarlara göre bu durum, 1999 sonrası bankacılık sektörünün ve Türkiye politika tecrübelerinin detaylı bir analizini gerektirmektedir (Özatay ve Sak; a.g.m., s. 14).

gerekli standartlara uyulmaması, geri dönmeyen kredilerin artmasında etkili olan faktörlerden birisidir.

Tablo 3.10: Kredilerle İlgili Bazı İndikatörler 1 (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Krediler/GSMH	20,4	23,9	26,2	20,8	20,7	21,1	18,2
Kredilerdeki Reel Artış	18,6	24,6	7,7	-14,7	-13,6	17,4	-28,2
Tüketici Kredileri/Toplam Krediler	3,7	4,4	5,6	6,3	6,2	17,4	7,1

Kaynak: TCMB

Tablo 3.11: Kredilerle İlgili Bazı İndikatörler 2 (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Krediler/Mevduat	65	63	70	58	45	50	36	32
Krediler/Aktifler	43	43	45	38	30	33	24	22
Takipteki Krediler/Toplam Krediler	3	2	2	7	11	12	18	15

Kaynak: TCMB

Türkiye 2000-01 Krizleri incelendiğinde, geri dönmeyen kredilerin tüm kredilere olan oranının 1998 yılında arttığını görmekteyiz. TMSF tarafından devralınan banka sayısındaki artış nedeniyle, bu oran, 1999 yılının Aralık ayında, %10,7'ye yükselmiştir; Şubat 2001 Krizi sonrasında 2001 yılında ise, son on beş yılın en yüksek değerini almıştır. TMSF tarafından devralınan bankaların geri dönmeyen kredilerindeki artış, bilgilerin açıklanması ve kuralların tatbikatına ne derece uyulduğu ile ilgili şüpheleri beraberinde getirmiş olup; bu uyuşmazlık, bankacılık reformlarındaki gecikmelerle birleşince, pek çok özel bankanın sağlığı hakkında soru işaretleri artmış ve verilerdeki çelişkiler, özel ticari bankaların sağlamlığı ile ilgili resmi büyük ölçüde bulanıklaştırmıştır. Ne zaman bir banka, TMSF kontrolü altına alınsın, geri dönmeyen kredilerin oranının yükseldiği anlaşılmaktadır. Bu nokta, TMSF tarafından kontrol edilen bankaların geri dönmeyen kredileri analiz edildiğinde, Özatay ve Sak tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda, açıkça görülmektedir.[304]

[304] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 14-15

Tablo 3.12: Geri Dönmeyen Kredilerin Banka Kredi Portföylerine Olan Oranı (%)

TMSF Tarafından Devralınan Banka	Devralma Tarihi	1997	1998	1999	2000
Egebank	21 Aralık 1999	0,56	2,35	211,11	205,3
Esbank	21 Aralık 1999	3,02	1,52	50,48	118,8
Sümerbank	21 Aralık 1999	0,28	1,58	296,7	911,9
Yaşarbank	21 Aralık 1999	0,3	0,41	63,53	87,2
Yurtbank	21 Aralık 1999	0,22	5,66	1723,4	7554,6
Bank Kapital	27 Ekim 2000	0,95	6,25	6,76	115,1
Etibank	27 Ekim 2000	0,95	0,67	0	14,13
Demirbank	6 Aralık 2000	0,58	1,74	1,52	5,44

Kaynak: TBB, BDDK

3.1.2.6 Bankacılık Sektörü Kamu Açıklarının Finansörlüğü İşlevini Üstlenmiş Görünmektedir.

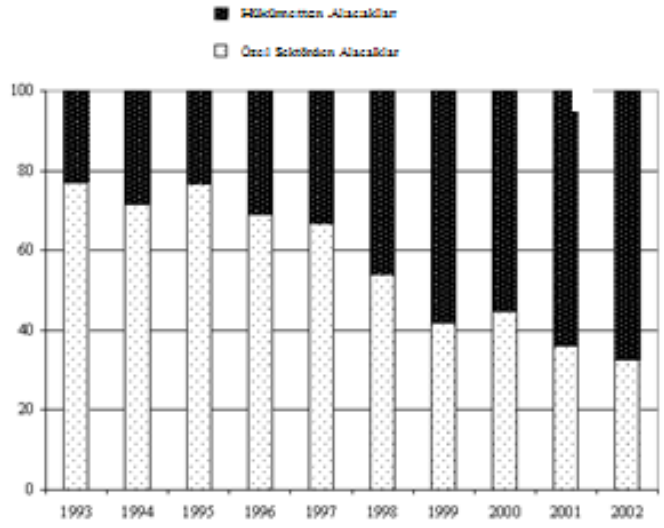
Türk Bankacılık Sektöründe başlıca iki tane faiz getirisine sahip olan varlık vardır; ticari krediler ve kamu borçlanma kağıtları. Türkiye'nin sabit kura dayalı istikrar programını başlattığı 1999 yılı sonunda, özel ticari bankaların bilançolarında kamu borçlanma kağıtlarının payının kredi portföyünden çok daha yüksek olduğunu görmekteyiz. DİBS portföyünün niteliği, aynı zamanda, borcun sürdürülebilirliği beklentileri ile yakından ilişkilidir. Bu özellik, banka bilançolarını, vadesi gelmemiş kamu borçlanma kağıtlarının yenilenebilme olasılığı ile ilgili kaygılara açık hale getirmektedir.[305]

Bütçe disiplinin sağlanamaması ve yüksek bütçe açıkları, bankaların portföylerinde DİBS'lerin ağırlığını arttırmalarına neden olmuştur. Akyüz ve Boratav'ın işaret ettiği üzere, bankacılık sektörü, yüksek enflasyonun beraberinde getirdiği, yüksek getiriler sunan hazine bonolarından sağlanan kazançlara büyük ölçüde bağımlıydı ve dolayısıyla, sektörün dezenflasyona karşı hassasiyeti yüksekti. Kamu borcundaki yükseliş ve yüksek döviz kuru riski pahasına, DİBS'lerin sunmuş

[305] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 17

olduğu yüksek faiz oranları nedeniyle, arbitraj marjinlerine bağımlı hale gelen, zayıf ve kırılgan bir finansal piyasa oluşmuştur.[306]

Grafik 12: Merkezi Hükümet ve Özel Sektörden Alacaklar



Kaynak: IMF[307]

Bankaların DİBS portföylerinde uzun vadeli kamu borçlanma kağıtlarının artışı, başka bir gelişmeyi beraberinde getirmiştir. Yapılandırılmış finansal ürünler, yurt içi bankalar, özellikle Demirbank tarafından kullanılmaktadır ki, 4. Bölümde, Demirbank'ın krizde oynadığı role detaylı bir şekilde değineceğim. Yapılandırılmış krediler örneğinde, TL cinsinden kamu borçlanma kağıtları, dış borçlanmada teminat olarak kullanılmıştır ve bilançolarda uzun vadeli kamu borçlanma kağıtları olarak yer almıştır. Giderek artan finansman güçlükleriyle, Demirbank, TL cinsinden ihraç edilen kamu borçlanma kağıtlarını teminat olarak kullanarak, döviz cinsinden borçlanmaya başvurmuştur. Yapılandırılmış kredi anlaşmalarında, teminat portföyünün otomatik satışını başlatmak için, kamu borçlanma araçlarının faiz oranlarında önceden belirlenen stop-loss seviyeleri bulunmaktadır. Yapılandırılmış kredilerin bu özelliği, Kasım 2000 Krizi'nde yaşandığı üzere, Demirbank'ın finansman sıkıntılarıyla karşılaşmasından hemen sonra, dövize olan güçlü taleple birlikte, borç piyasasında yaşanan büyük satışlarda etkili olmuştur. Sonrasında, kriz

[306] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 2 ve s. 6
[307] Rosenberg, C, I. Halikias ve diğ., 2005; "Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises", IMF Paper, October 24, 2005

sistemik bir hal almış; tek bir bankadaki sıkıntılar, tüm borç piyasasını etkileyen bir bankacılık krizine dönüşmüştür. Çünkü DİBS portföyleri, yurtiçi banka bilançolarında önemli bir faiz kazandırıcı varlık özelliğine sahiptir.[308]

3.1.2.7 Kurumsal Yönetim İlkeleri Gözardı Edilmektedir ve Risk Yönetimi Süreçlerinde Yetersizlikler Bulunmaktadır.

Türk Bankacılık Sektöründe, 1990-2003 döneminde çok sayıda bankanın faaliyetlerine son verilmiştir. Diğer faktörlerin yanısıra, etkin ve yeterli risk yönetimi uygulamalarının mevcut olmayışının bu süreçte büyük bir rolü bulunmaktadır. Bankacılık sektörünün doğası hali hazırda çok risklidir; bankalar faaliyetlerini yürütürken kredi riski, likidite riski, faiz oranı ve döviz kuru riski gibi birçok risk türüyle karşı karşıya kalmaktadır ve bünyesinde aşırı risk biriktiren Türk Bankacılık Sektörü özellikle 2000-01 Krizleri'nde çok ciddi zarar görmüştür. Etkin düzenleme ve denetleme mekanizmalarının varlığı, bu risklerin doğru bir şekilde yönetilmesine ve banka bilançolarına vereceği zararın minimize edilmesine hizmet edebilirdi. Ne yazık ki, bu mümkün olamamış ve Türkiye tarihi en büyük kriziyle karşı karşıya kalmıştır.

Türk bankaları dünyada en karlı bankalar arasında yer almasına rağmen, sektör etkin çalışmamaktadır ve rekabetçi olmayan bir yapı hakimdir. Kamu bankalarının sektördeki ağırlığı ve karşılaştıkları bütçe sıkıntıları, finansal sektördeki bozulmaları arttırmıştır. Kaldı ki, güçlü bir görünüme sahip bir bankacılık sistemi de, bu tür bozulmalar olmasa bile, etkin bir düzenleyici çerçeveyi gerekli kılmaktadır. Çünkü sistemik riskin ortaya çıkması ve borç verenler ve alanlar arasında asimetrik enformasyonun varlığı, düzenleme yapılması ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Denetleyici ve düzenleyici çerçevedeki zayıflıklar, finansal sisteme zarar vermektedir. Hazine, Merkez Bankası ve SPK, finansal sektörde düzenleme ve denetleme fonksiyonunu yerine getiren kurumlardır. Ancak, bu durum bir tür menfaat çatışmasını da beraberinde getirmektedir. Örneğin, Hazine, bankaların yasal mevzuata uygun hareket edip etmediklerini ve mali durumlarının nasıl olduğunu

[308] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 20

denetlemekle yetkilendirilmiştir. Bununla beraber, aynı zamanda, giderek artan KKBG'ni finanse etme ihtiyacı dikkate alındığında, Hazine'nin, portföylerinde yüksek miktarda kamu borçlanma kağıdı tutan bankaların düzenlenmesi konusunda çok hassas ve titiz olamayacağı açıktır.[309]

Belirli yandaş gruplara kredilerin verilmesi suretiyle kamu bankalarının kaynakların dağıtılmasında aracı olarak kullanılması, finansal bozulma yaratan başka bir örnektir. Bu durum, bankaların kamu zararlarının birikmesine yol açmıştır. Hazine, kamu bankalarına bu zararlar için, kamu borçlanma kağıdı şeklinde ödeme yapmıştır. Bankaların likidite güçlükleri yaşamasının yanısıra, düzenleyici kontrollerin yumuşatılması finansal bozulmaları şiddetlendirmiştir. Özel bankaların portföylerinde yüksek miktarda DİBS bulundurmaları ve kamu bankalarının mali temsilci rolünü üstlenmeleri, düzenleyici mekanizmaların askıya alınmasına ve finansal piyasalarda ahlaki risk problemlerinin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bir diğer problem yaratan uygulama, bankaların sisteme giriş ve çıkışlarında siyasi otoritenin, yani, Bakanlar Kurulu'nun görevlendirilmiş olmasıdır. Bu durumun, iki tane istenmeyen sonucu vardır. İlk olarak, banka lisansları siyasi kriterlere göre verilmektedir. Ayrıca, banka lobilerinin baskısı altında çalışan siyasi otorite, uygun ve yerinde düzenleyici aksiyonları almaktan çekinmektedir. 1990'larda güçsüz ve istikrarsız koalisyon hükümetlerinin oluşturduğu siyasi görünüm dikkate alındığında, siyasi otoritenin düzeltici eylemleri başlatmak yönünde ne gücü ne de isteğinin olduğu açıkça görülmektedir.[310]

3.1.2.7.1 Düzenleyici ve Denetleyici Mekanizmalara Olan İhtiyaç ve İhtiyatlı Denetim Yapılmasındaki Gerekçeler

Bankalar parasal döngülerin merkezinde yer aldıkları ve ödemeler sistemini yönettikleri için, ekonominin işleyişi açısından gerçekten çok önemli bir role sahiptirler. Tasarrufların kredilere dönüştürülmesi ve yatırımlara aktarılmasında üstlenmiş oldukları fonksiyonların bir sonucu olarak, bankaların özellikle bilanço yapıları önemli bir sistemik risk kaynağıdır. Dolayısıyla, bankacılık sektöründe

[309] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 564
[310] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 564-565

zayıflıklar ve verimsizlik, tüm finansal sektör için ve hatta ekonominin geneli için risk unsuru teşkil etmektedir. İşte bu nedenle, etkin düzenleme ve denetleme mekanizmaları çok gereklidir. Böylece, özellikle finansal liberalizasyon bağlamında, bankalar faaliyetlerini dikkatli bir şekilde yürütebilir ve işlemleri nedeniyle oluşacak riskler karşısında yeterli sermeyeyi bulundurabilirler.[311]

Finansal liberalizasyon ve beraberinde yaşanan inovasyon, finansal ürün ve hizmetlerde hızlı bir genişleme ve bankacılık faaliyetlerinde muazzam bir artışa yol açarak, risk yönetim uygulamalarını zayıflatmıştır. Risk yönetim uygulamalarının zayıflaması ise, küçük ölçekli ve düşük riskli mevduatların, mevduatlara göre daha riskli ve daha az likid nitelikte olan kredilere dönüştürülmesiyle, finansal piyasalarda fonların üretken yatırım fırsatlarına sahip taraflara aktarılarak, ekonomik aktivitenin arttırılmasında önemli bir işlevi olan bankacılık sektöründe, asimetrik enformasyon problemlerinin, özellikle ahlaki risk olgusunun artmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, bankacılık sektöründeki denetim eksiklikleri, finansal bir sistemde istikrarsızlığı arttırarak, krize olan kırılganlığı arttıran önemli faktörlerden birisidir.

Bankacılık sektöründe yapılan düzenlemelerle finansal sistemde etkinliğin ve rekabetin sağlanması, tasarruf sahiplerinin haklarının korunması, parasal ve finansal istikrarın sağlanması[312] ve finansal piyasalarda karşılaşılan asimetrik bilgi problemlerinin giderilmesi amaçlanmaktadır. Mishkin (s. 1528), etkin düzenlemelerin ve ihtiyatlı denetimin, özellikle gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde çok önemli olduğunu vurgulamaktadır. Çünkü bu ülkelerde finansal piyasalar, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, yeterli derinliğe sahip değildir ve finansal sistem içerisinde büyük bir ağırlığa sahip olan bankalar, fonların üretken yatırım fırsatlarına sahip kişilere aktarılmasında, çok daha önemli bir role sahiptir.

[311] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 5-6

[312] Finansal istikrar, finansal piyasaların altyapısının geliştirilmesi, finansal piyasaların işleyişindeki aksaklıkların giderilmesi, finansal kurumların sağlamlığı, bankacılık sektörünün sağlamlığı, finansal kurumlara ve düzenleyici kurumlara olan güvenin artması, istikrarlı ekonomik büyüme, varlık fiyatlarında dalgalanmaların giderilmesi, sermaye akımlarının sürdürülebilirliği, finansal kurumların risk yönetim uygulamalarının güvenilirliği ve bu değişkenler arasındaki etkileşimlere işaret etmektedir (Yayla, Münür ve diğerleri; ag.m., s. 9).

Zayıf bir bankacılık sisteminin varlığı, özellikle para krizlerini hızlandırarak, finansal krizlere yol açabilmektedir.[313]

Aşırı risk alımının bir sonucu olan ahlaki risk problemlerinin azaltılabilmesi ve finansal krizlerin önlenebilmesi için, güçlü bankacılık düzenleme ve denetleme mekanizmalarına ihtiyaç bulunmaktadır. İyi işleyen bir düzenleme ve denetleme sisteminin olağan unsurları olan düzenleyici önlemler; yeterli sermaye ve likidite karşılıklarının ayrılması, bilgi asimetrilerinin giderilebilmesi için şeffaflığın sağlanması, finansal denetim, zamanında düzeltici önlemlerin alınması ve kurumların risk yönetim süreçlerinin izlenmesi gibi hususları kapsamaktadır. Örneğin, mevduat sahipleri, bankaların faaliyetlerini tam olarak izleyememekte ve belirli bir getiri elde etmek amacıyla yatırdıkları fonların hangi alanlarda kullanıldığıyla ilgili doğru bilgiye sahip olamamaktadırlar. Güçlü düzenleme ve denetleme mekanizmalarının kurulmasıyla, bankacılık sektörü etkin bir şekilde izlenmekte, ortaya çıkan asimetrik enformasyon problemleri giderilmeye çalışılmaktadır.

Finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin azaltılması ve bankacılık sektörünün ihtiyatlı denetimi konularında, bankalar ve diğer finansal kurumlar arasında ayrım yapılması, sahiplik ve kontrol konularında düzenlemeler yapılması, rekabet üzerine birtakım kısıtlamalar getirilmesi, bankaların varlıkları ve faaliyetlerine sınırlamalar konulması, şeffaflığın sağlanması, sermaye yeterlilik oranları ile ilgili kriterler getirilmesi, riske dayalı mevduat sigortası uygulanması ve banka denetimlerinin etkinleştirilmesi gibi düzenlemeler yapılabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, finansal liberalizasyonun düzenlenmesi, döviz cinsinden borçlanmaya kısıtlamalar getirilmesi, muhasebe standartlarının geliştirilmesi ile kurumsal yönetim ve risk yönetimi süreçlerinin iyileştirilmesi konuları büyük önem taşımaktadır.

Türkiye'de 1980'lerden itibaren, finansal liberalizasyon süreci, finansal piyasalarda yaşanan büyük değişimle birlikte, bankaların dışa kapalı görünümünü terk etmeleri sonucunu da beraberinde getirmiştir. Ancak ne yazık ki, liberalizasyon sürecinin gerektirdiği altyapı hazırlanamamış, güçlü düzenleme ve denetleme

[313] Mishkin, F. (1999b); a.g.m., s. 1528

mekanizmaları oluşturulamamıştır. Örneğin, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, ancak, 2000'li yıllarda kurulabilmiş ve fiilen çalışmaya, 2000 yılı Ağustos ayında başlayabilmiştir. Buna rağmen, bankacılık sektöründe regülatörlük görevini üstlenen Hazine ve BDDK başarılı olamamışlardır. Etkin ve şeffaf denetim mekanizmalarının olmayışı, sektörü politik etkilere açık hale getirmiştir.[314]

Ayrıca, 1990'larda banka kurmanın aşırı şekilde kolaylaştırılması sonucunda, banka sayısında hızlı bir artış yaşandığını ve sektörde faaliyet gösteren banka sayısının, Kasım Krizi öncesinde 80'e ulaştığını görmekteyiz. Bu bankaların çoğu, küçük, yetersiz sermayeye sahip ve kurucusunun iştirak ve üretimini finanse etmek amacıyla kurulmuş bankalardır. Düzenleyici ve denetleyici mekanizmaların çalışmadığı böyle bir ortamda, bankalar çoğunlukla kendi bağlı şirketlerine kredi vermekte ve bazı durumlarda bilinçli olarak bankaların içi boşaltılmaktaydı. Bazı bankalar da, sermayelerinin kat kat üstünde kamu kağıdı taşımaktaydı. 1994'te yaşanan kriz aslında, bankacılık sektörünün bu zayıflıkları konusunda sinyal vermiştir. 4 banka TMSF'ye devredilmiş ve %100 mevduat sigortası uygulaması yürürlüğe konulmuştur. Bununla beraber, bankaların denetlenmesi ve düzenlenmesine ilişkin somut adımlar atılamamıştır.[315]

Bu arada, 1990-2003 periyodunda TMSF tarafından gerçekleştirilen devaralmalara kısaca değinmekte fayda görüyorum. Sözkonusu dönemde 25 bankanın TMSF'ye devredildiğini görmekteyiz. Finansal yapılarındaki problemler, düşük sermaye rasyolarına sahip olmaları ve banka kaynaklarının suistimal edilmesi gibi faktörler, bu bankaları iflasın eşiğine getirmiştir. 90'lı yılların en önemli krizi olan 1994 krizinde, Nisan ayında TYT Bank, Marmara Bank ve Impex Bank TMSF'ye devredilmiştir. İkinci devir süreci, 1997 Doğu Asya Krizi ve 1998 Rusya krizinin yaşandığı periyodda gerçekleşmiştir. Kasım 1997'de Türk Ticaret Bankası ve Aralık 1998'de Bank Ekspres; Ocak 1999'da Interbank, Aralık 1999'da Egebank Yurtbank, Yaşarbank, Esbank ve Sümerbank TMSF'ye devredilmiştir. Son olarak 2000 yılının Eylül ve Ekim aylarında, Kıbrıs Kredi Bankası, Bank Kapital ve Etibank'ın, Kasım Krizi'ni takiben Aralık ayında ise, Demirbank'ın TMSF

[314] Çolak, Ö. Faruk (2012); a.g.m., s. 8
[315] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 14

tarafından devralındığına şahit olmaktayız. Şubat 2001'de Ulusal Bank, Mart'ta İktisat Bankası, Temmuz'da Kentbank, EGS Bank, Bayındır Bank, Site Bank ve Tariş Bank, Kasım'da ise Toprak Bank TMSF'ye devredilmiştir. Kriz sonrası yeniden yapılandırmanın gerçekleştiği dönemde, 2002 yılı Haziran ayında Pamukbank ve 2003 yılı Temmuz ayında İmar Bankası TMSF'ye devredilen diğer bankalardır.[316]

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının uygulanmasından önce, bankacılık sektöründe büyük çaplı bir yeniden yapılandırma gerçekleştirmiş olan ülkeler, birtakım mali dengesizliklerin varlığına rağmen, finansal krizlere karşı daha dayanıklı olmayı başarmışlardır. Bankacılık sektöründe etkin bir izleme ve denetleme mekanizmasının oluşturulmasının bunda rolü büyüktür.[317] Türkiye'de ise, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması açısından, BDDK kurulmasına rağmen, faiz oranı ve bilanço risklerine karşı alınması gereken önlemler alınmamıştır.[318] Bunun yanı sıra, izlenen para politikası, sektörde faiz ve kur riskinin artmasına neden olmuştur; para kurulu sistemi, bankacılık sektörünü 17 milyar USD'ye yakın bir net genel döviz pozisyonu ile çalışmaya itmiş; Şubat 2001 Krizi ile birikte bankacılık sektörü bu riskin tamamını üstlenmek zorunda kalmıştır.[319]

3.1.2.7.2 Bankacılık Sektöründe Yapılan Reformlar Yetersizdir.

Yukarıda vurguladığım üzere, bankaları denetleyen bağımsız bir kurumun oluşturulması, uluslararası normlar doğrultusunda ihtiyatlı standartlar ve muhasebe ilkelerinin getirilmesi, özellikle mevcut banka hesaplarının konsolide bir temele oturtulması ve kredi sınıflandırma kriterlerinin güçlendirilmesi konularında büyük sıkıntılar mevcuttur ve reform sürecinde yetersiz kalınmıştır.[320] Amacı, tasarrufların korunması ve ekonomik kalkınmanın gereklerine uygun hale getirilmesi olan eski Bankalar Kanunu, oldukça yetersiz görünmekte ve yeni bir kanun ihtiyacı

[316] BDDK (2010); a.g.m., s.14-15-23-43
[317] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 39
[318] Alper, Emre; a.g.m., s. 11
[319] Çolak, Ö. Faruk (2012); a.g.m., s. 8
[320] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 3

bulunmaktadır. Bankacılık sektöründe izleme ve denetleme işlevi yerine getirilirken çoğu zaman, siyasi müdahaleye maruz kalınmaktadır.

Piyasalarda etkinliğin kaybolmasına yol açan birtakım uygulamalar mevcuttur. Örneğin, banka kurmanın kolaylaştırılması ve gerekli kontrollerin yapılmadan lisans sağlanması, bankacılık sektöründe kırılganlığı arttıran nedenlerdir. Banka sahibi olmak isteyen kişi ve grupların sağlaması gereken kriterler ve buna bağlı olarak lisans verilmesi konusundaki zafiyetler, sektöre girişin kolaylaşmasına yol açmıştır. Kamu bankalarının asli fonksiyonları dışında, örneğin tarımsal kesime sübvanse krediler açması gibi uygulamalar da, bankaların etkinliğinin azalmasına, piyasa disiplininin kaybolmasına ve sektörde dengesizliklerin oluşmasına neden olmuştur.

Aslında, 1980'lı yıllarda başlayan serbest piyasa ekonomisine geçişin sonucunda, Türk finansal sisteminin yeniden yapılandırma sürecine girdiği ve yasal ve kurumsal açıdan bazı reformların gerçekleştiği görülmektedir. Bankacılık sektörünü de olumlu yönde etkileyen bu reformlarla, bankacılık ürün ve hizmetlerinin ve sektördeki rekabetin arttırılmasına ve kurumsal altyapının geliştirilmesine çalışılmıştır. Ancak, ekonomik yapıda devam eden sorunların mali sektör üzerinde artan baskısı, uygulanan makroekonomik politikaların bankaların risk algılama ve yönetim yapılarını olumsuz etkilemesi ve mevduat sigortası uygulamasının bankacılık sektöründe yarattığı ters yönlü teşvikler, piyasa disiplinini zayıflatmış ve izleme-denetleme mekanizmalarında uluslararası standartların etkin bir şekilde uygulanamaması, bankacılık sektöründe önemli yapısal sorunların birikmesine yol açmıştır.[321]

1999 sonunda enflasyonu düşürmek amacıyla ve bütçe disiplininin sağlanması ve yapısal reformların gerçekleştirilmesine yönelik bir program uygulanmaya başlanmıştır. Hali hazırda oldukça riskli görünen bu programın uygulanmasına başlanmasından sonra, özel sektörde faaliyet gösteren bankaların

[321] TBB (2001); "Son Dönemde Bankacılık Alanında Gerçekleştirilen Yasal ve Düzenleyici Değişiklikler", Aralık 2001, s. 3

bilançolarını güçlendirmeye yönelik düzenlemeler ve bankacılık sektörü açısından risk arzeden bazı bankaların TMSF tarafından devralınması gibi uygulamalar, piyasalarda endişe yaratmıştır.

3.1.2.7.3 Uygulamalarda Şeffaflık İlkesi Gözardı Edilmektedir.

Şeffaflık, kurumsal yönetimin en önemli şartlarındandır. Bu ilkeye göre, kurumlar, finansal ve finansal olmayan ancak gelecekteki durumunu etkileme potansiyeline sahip tüm faaliyetleriyle ve alınan kararlarla ilgili tam ve doğru bilgilendirme yapmak durumundadır. Piyasalarda belirsizliğin ve güven kaybının azaltılması ve piyasa katılımcılarının doğru kararlar alabilmeleri, haksız rekabet ve kazançların engellenmesi, şeffaflığın sağlanmasıyla mümkündür. Bu açıdan, mali tablolar hazırlanırken, uluslararası standartlara uyum sağlanması, mali tablolar ve şirketle ilgili diğer tüm bilgilerin yatırımcılarla zamanında ve doğru bir şekilde paylaşılması büyük önem taşımaktadır.

Hükümetler, birtakım düzenlemeler yaparak, finansal piyasalarda bilgi miktarının arttırılması yoluyla, şeffaflığı arttırma kabiliyetine sahiptir. Ne yazık ki, gelişmekte olan birçok ülkede, piyasalara tam ve doğru bilginin aktarılması sürecini yavaşlatan gelişmemiş veya az gelişmiş düzenleyici organlar hakimdir. Bu ülkeler, çoğu zaman, zayıf muhasebe standartlarına ve bilgilendirme şartlarına sahiptir. Bu durum, kredi alan şirketlerin mali tablolarını araştırmayı zorlaştırmaktadır. Böylelikle, asimetrik enformasyon problemleri şiddetini arttırmakta, finansal sistem tarafından fonların üretken yatırım fırsatlarına aktarılması süreci güç hale gelmektedir. Mülkiyet haklarının zayıflığı, teminatın kalitesindeki sıkıntılar, güdümlü kredi programları ve kamu bankacılığı yoluyla devlet müdahalesi, iyi çalışmayan bir yasal sistemin varlığı ve hükümet düzenlemelerinin şeffaflığı arttırmak konusunda yetersiz kalması, aslında, diğer ülkeler zenginleşirken, bazı ülkelerin niçin fakirleştiğini veya fakir kaldığını bize açıklamaktadır.[322]

Türkiye'de 2001 öncesi döneme bakıldığında, şeffaflığı engelleyen birçok faktörün olduğunu görürüz. Öncelikle, 2000 yılında özerk bir kurumun kurulmasına

[322] Mishkin, F. (2005); a.g.m., s. 7

rağmen, şeffaflığın ve piyasa disiplininin sağlanamadığı anlaşılmaktadır. BDDK ancak, kriz sonrasında etkin ve verimli olarak çalışmaya başlamıştır. Ayrıca, Demirbank gibi bazı bankaların çift bilanço tuttuğu bilinmektedir. Yine, TMSF tarafından devralındıktan sonra, sözkonusu bankanın açıklanan devir bilançolarındaki çelişkiler ve zarar kalemindeki tutarsızlıklar dikkati çekmiştir. Bankalar, mali sıkıntılarını gizleyebilmek için, bilançolarını makyajlamışlar; görünürdeki tablo, reel durumdan büyük ölçüde sapma göstermiştir.

Bilançoların özkaynak tarafında fiktif artış yaratan uygulamalardan biri de, yeniden değerleme fonu kullanımına ilişkindir. Yeniden değerleme fonunun kullanılması, nakit girişi olmaksızın, aslında değeri artmadığı halde öz kaynakları artmış gibi göstermektedir. Öz kaynaklardaki bu artış, banka bilançolarını olduğundan daha güçlü göstererek ve yanıltıcı bir bir görünüme yol açarak şeffaflık ilkesini zedelemektedir.[323]

3.1.2.8 Bağlı Şirketlere Verilen Büyük Ölçekli Krediler ve Grup-içi Kredi Kullanımları Risklerin Artmasına Yol Açmaktadır.

2000-01 bunalımı, makroekonomik göstergelerdeki sıkıntılar, sabit kur sistemi sonucu aşırı değerlenmiş TL, para ve sermaye piyasalarının sığ olması, risk yönetimindeki yetersizlikler, yoğun sermaye çıkışları gibi faktörlerin yanısıra, bankaların yakın ilişki içerisinde bulunduğu kurumlara aşırı kredi sağlamalarından da kaynaklanmıştır. Bankaların, ciddi anlamda bağlı şirketlerinin faaliyetlerini finanse etmek için kullanıldıklarını görmekteyiz.[324] Yay'ın (s. 15) işaret ettiği üzere, dezenflasyon programı sonucunda, reel faizlerde yaşanan aşağı yönlü hareketlerin, bankaların DİBS portföylerinden sağladıkları getirileri azaltmaları ile birlikte,

[323] Uyar, Seçil (2003); "Bankacılık Krizleri", Ziraat Matbaacılık, Ankara, s. 46-47

[324] Bu sorun, Doğu Asya Krizi'nde de rolü olan önemli bir faktör olup; örneğin, Endonezya'da, neredeyse tüm büyük şirketlerin, kendi bankalarının olduğunu ve kredi alışverişinin gerçekleştiğini görmekteyiz (Radelet ve Sachs; a.g.m., s. 20). Ticari işletmelerin finansal kurumlarda büyük payının olmasının bağlı kredileri arttırdığına başka bir örnek, Kore'dir. Kore'de yaşanan finansal krizin dikkat çekici bir özelliği; "chaebol"lerin, ticari bankalarda büyük paylara sahip olması ve bunların fiilen denetime tabi tutulmamasıydı. Ticari bankalar, "chaebol" lerin kaldıraçlarını arttırmak için aracı olarak kullanılmış olup; yurtdışından borçlanma yoluyla sağladıkları fonları, bu şirketlere kredi olarak vermişlerdir. Ticari bankalar tarafından aşırı kredi alınması, kaçınılmaz olarak, bu bankaların büyük çoğunluğunun ödeyemez duruma gelmesine yol açarak, Kore finansal krizinin çıkmasında önemli bir faktör rolünü üstlenmiştir (Mishkin (2001a); a.g.m., s. 27).

bankalar tüketici kredilerine yönelmişler ve bağlı şirketlerine kredi verme yoluna gitmişlerdir.[325] Bankaların bağlı oldukları grup içerisindeki şirketler, borçlanma ihtiyaçlarında yaşanan artış sonucunda, bankalarından aldıkları kredileri arttırmışlardır. Hali hazırda ekonomik anlamda sıkıntı yaşamakta olan bu şirketler, kredileri geri ödeyememişlerdir. Ayrıca, donuk hale gelen kredilerin yenilenmiş gibi gösterilmesi şeklindeki birtakım muhasebe hileleri, bankaların mali görünümünün daha da kötüleşmesine yol açmıştır.

Bankacılık sektörünün, hükümet tarafından zımni bir şekilde desteklenerek, grup şirketlerine aşırı krediler vermesi bir ahlaki risk problemi yaratmaktadır. Bazı bankaların aile ve holding şirketlerine verdikleri krediler, sözkonusu şirketlerin başarısızlığa uğraması durumunda, kreditör bankanın sıkıntılarla karşılaşmasına neden olacaktır.[326] Ayrıca, aşırı borçlanma ve fonlanmamış yükümlülükler, günün sonunda, aslında gizli devlet borcuna dönüşecektir ve makroekonomik temeller sağlam görünse bile, hükümetler, bu borcu üstlenmek zorunda kalacaklardır.[327]

3.1.2.9 Bankacılık Sektöründe Karlılık Daralmaktadır.

2000-01 Krizleri öncesinde, bankacılık sektörünün karlılığını olumsuz etkileyen majör faktörler; istikrarsız makroekonomik görünüm, finansal piyasalarda riskin ve belirsizliğin artması, düşük aktif kalitesi, bankaların döviz kuru ve vade uyumsuzluğu problemleri, sorunlu kredilere ayrılan karşılıkların yetersiz kalması, kamu bankalarının yüksek görev zararları gibi faktörlerdir. 1990-98 yılları arasında bankacılık sektörü sürekli kar etmesine rağmen, 1999, 2000 ve 2001 yıllarında zarar açıklamıştır. Aktif ve özkaynak karlılığını gösteren ROA ve ROE verileri, aynı zamanda, bankacılık sektörünün performansını ve finansal sağlamlığını gösteren indikatörlerdir ve ROA-ROE'lerin giderek azalmakta olması, bankacılık sektörünün karlılığının daralmakta olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki tabloda, 1998-2001 dönemi için Türk Bankacılık Sektörünün ROA ve ROE verileri, karlılık performansının oldukça kötü olduğuna işaret etmektedir.

---

[325] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 15
[326] Uygur, Ercan (2003); "Finansal Şişkinlik, Riskler Ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar", İktisat İşletme ve Finans, 2003, Vol. 18-202, 49-66, s. 50
[327] Yay, Gülsün G.; a.g.m., s. 8

Tablo 3.13: ROA ve ROE Göstergeleri, 1998-2001 (%)

	1998	1999	2000	2001
ROA[1] (Vergi Sonrası Aktif Karlılığı)	2,1	-0,4	-3,0	-6,1
ROE (Vergi Sonrası Özkaynak Karlılığı)	23,1	-7,2	-43,7	-57,5

Kaynak: BDDK

[1]Aktif ve Özkaynakların ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Ayrıca, net faiz gelirlerinin ortalama faiz getirili aktiflere oranlanmasıyla bulunan net faiz marjı, bankacılık sektöründeki karlılığın diğer bir göstergesidir. Sözkonusu oran, 1990-1998 aralığında, 1995 yılındaki gerileme hariç, yükseliş trendini sürdürmesine rağmen, 1998-2000 yılları arasında hızlı bir düşüş gerçekleştirmiş ve 2000 yılında %4 seviyelerine gerilemiştir.

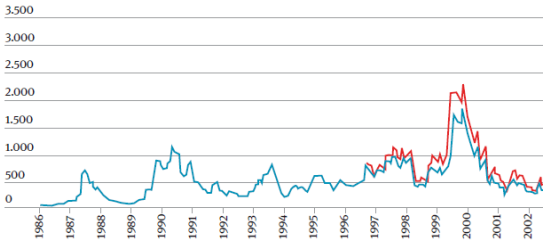
Tablo 3.14: Net Faiz Marjı, 1990-2001 (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Bankacılık Sektörü	5,2	7	6,8	8,2	8,8	6,3	7,6	7,7	9,4	6,6	4,3	11,7
Kamu	4,4	6,1	5,6	7,5	6,6	2,6	4,9	3,4	4,1	3,4	3,1	16,6
Özel	5,9	7,6	7,5	8,5	10,1	8,7	9,4	10,3	11,9	10,1	7,2	10
Yabancı	7,9	12,9	11,6	11,8	22	13,5	12,1	12,7	17,5	10,5	11,4	15
TMSF	-	-	-	-	-	-	-	-2,2	15,5	-9	-13	-7,5

Kaynak: TBB

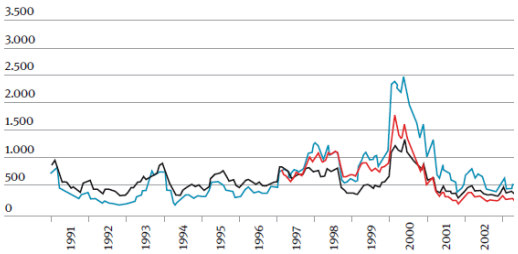
Finansal piyasalara ilişkin bazı indikatörler, banka bilançolarındaki ve karlılıklarındaki bozulmaların hisse senedi piyasasında farkedilip farkedilmediğini göstermektedir. Bu düşünceden hareketle, İMKB'nin kriz dönemindeki değerleri incelendiğinde, hem endeks genel değerlerinde, hem de ana sektör endeks değerlerinde, özellikle mali endekste şiddetli bir değer kaybı yaşandığı aşağıdaki grafiklerde açıkça görülmektedir. Buna göre, 1999 yılsonundan 2000 yılı üçüncü çeyreğine kadar, tüm endekslerde belirgin bir yükseliş yaşanmış; Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan finansal türbülansların sonucunda, özellikle 2000 yılı son çeyreği ve 2001 yılı ikinci altı aylık dönemde ise şiddetli bir değer kaybı meydana gelmiştir.

Grafik 13: İMKB 100-30 Endeksleri



İMKB 100, İMKB 30

Grafik 14: İMKB Sınai-Mali ve Hizmetler



İMKB Sınai, İMKB Mali, İMKB Hizmetler

Kaynak: İMKB[328]

Yukarıda, krizlerden önceki dönemde, bankacılık sektörünün görünümünü ana hatlarıyla açıklamaya çalıştım. Özetlemek gerekirse, Kasım 2000'de yaşanan likidite darboğazında ve akabinde Şubat 2001'de devalüasyonla sonuçlanan döviz krizinde, finansal sektördeki özellikle bankacılık sektöründeki kırılganlıklar çok önemli bir role sahiptir. Döviz kuruna dayalı istikrar programı altında devalüasyon oranının yıllık %20 ve %15 olarak sınırlandırılması, bankaları yurt dışından aşırı borç almaya sevketmiştir. Büyük kısmı kısa vadeli borçlanma şeklinde gerçekleşen bu tarz bir borçlanma, bankacılık sektörünün varlık ve yükümlülükleri arasında şiddetli vade uyuşmazlığı problemlerine yol açmıştır. Ayrıca, sermaye girişlerinin büyük bir bölümünün kısa vadeli portföy yatırımlarından oluşması, ki bu yatırımlar, en ufak olumsuz bir gelişmede kolaylıkla tersine dönebilmektedir, piyasalarda baskının artmasıyla birlikte finansal sektörün kırılganlığını arttırmaktadır. Ek olarak, dezenflasyon programına göre, bankacılık sektöründe planlanan yapısal reformların hayata geçirilememesi, politik istikrarsızlıkla birleşerek bankacılık sektörünün kırılganlıklarının artmasına katkıda bulunmuştur. Finansal kırılganlıkların, döviz krizinin büyük bir finansal krize dönüşmesinde payı büyüktür.[329]

Gelecekteki krizlerin önlenebilmesi için geliştirilecek politikalarda, sağlam mali dengelerin yanısıra, çok daha güçlü ve sağlam bir bankacılık sektörünün oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla, kriz sonrasında hayata geçirilen kurtarma paketinin merkezinde, bankacılık sektörünün reforme edilmesinin yer

[328] İMKB (2010); "Verilerle İMKB, 25. Yıl", İMKB Yayını, 2010
[329] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 570-571

alması sürpriz olmamaktadır. Bu açıdan, Türkiye tecrübesinden, diğer gelişmekte olan piyasa ekonomileri için çok önemli bir ders çıkarılmaktadır. Sabit kur rejimlerinin problemsiz bir şekilde çalışması için, sağlam bir finansal sistem, özellikle bankacılık sektörü, vazgeçilmez bir önkoşuldur. Döviz kuru çıpası, yurtiçindeki finansal kurumları, yurtdışından büyük miktarda borç almaya sevketmekte; etkin düzenleyici ve denetleyici mekanizmaların mevcut olmaması ve kurumların gözetim altında tutulması gibi finansal sistemin dayanıklılığını arttıran doğru mekanizmaların olmaması durumunda, büyük riskler ortaya çıkmaktadır. Aynı şekilde, finansal sistemleri kırılgan ülkeler için, döviz kuru çıpasına dayalı bir stratejinin kullanılması, son derece risklidir. Döviz kurunun çöküşü, kolaylıkla, büyük bir finansal krize dönüşmektedir. Aslında, gelişmiş ülkelerin finansal sektörlerinde benzer finansal problemlerin olmayışı, yaşanan döviz krizlerinden sonra çok daha acısız bir iyileşme dönemi geçirmelerindeki temel nedendir. Başka bir deyişle, bir ülkede, iyi işleyen bir finansal sistemin yokluğu, güvenle uygulanabilecek döviz kuru rejimlerini sınırlandırmaktadır.[330]

[330] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 570-571

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KASIM 2000 ve ŞUBAT 2001 KRİZLERİ

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan bankacılık ve para krizleri, dezenflasyon programının uygulanmaya başlanmasının üzerinden henüz bir sene geçmeden patlak vermiştir. Kasım 2000 Krizi'ni tetikleyen gelişmelere bakıldığında, hükümetin bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma sürecini başlatma konusundaki isteksizliğinin yanısıra, yükselen cari açık, aşırı miktarda değerlenen reel kur ve enflasyon beklentilerindeki bozulma gibi unsurlar dikkati çekmektedir.[331] Özelleştirme hedeflerinin gerçekleştirilememesi, yapısal düzenlemelerin ve reformların hayata geçirilememesi, yaşanan banka iflasları ve çok sayıda bankanın TMSF tarafından devralınması, özellikle yabancı yatırımcıların uygulanan programa ve Türkiye ekonomisine olan güven kaybının artmasına yol açmıştır.[332] Yüksek cari açık, %100 rezerv karşılık cezasından dolayı bankaların FX pozisyonlarını kapatma çabaları, Arjantin'de yaşanan krizin gelişmekte olan ülkelere olan bakışı olumsuz etkilemesi ve dış borç geri ödemeleri, dövize olan talebi arttıran ek faktörlerdir.[333]

Yoğun sermaye çıkışları, faiz oranlarında sıçramalara neden olmuş ve hem bankaların portföylerindeki sabit getirili DİBS'lerin değerinin azalmasına hem de fonlama maliyetlerinin artmasına yol açmıştır. Politik bir krizin arkasından artan sermaye çıkışları ve TL'ye olan spekülatif saldırılar sonucunda Şubat 2001'de döviz kuru terkedildiği zaman, bankacılık sektörünün net döviz pozisyonlarındaki sıkıntıların şiddeti artmıştır. Krizin oluşmasında önemli bir rolü bulunan kamu ve bankacılık sektörü bilançolarındaki kırılganlıklar, kriz sonrasında daha da artmıştır. Yatırımcılar, faiz oranı artışlarına karşı korunmak isterken ve bankalar, kısa vadeli döviz mevduatları ve daha uzun vadeli DİBS'ler arasındaki vade uyuşmazlıklarını azaltmaya çalışırken; dalgalı döviz kuru sisteminde, iç borcun oranı çok yükselmiştir. Ayrıca, bankacılık sektöründe yaşanacak bir çöküşten kaçınmak için, hükümet,

[331] Ghosh, Atish; a.g.m., s. 14-15
[332] Yabancıların güveninin azalmasının bir göstergesi de, İMKB'deki paylarını azaltmalarıdır. Normal zamanlarda %50-60 civarlarında olan oranın düştüğü görülmektedir.
[333] Keyder, Nur; a.g.m., s. 40

bankaların yükümlülüklerine sınırsız garanti sağlamış ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması için tahvil ihraç etmiştir. Bu borçlar, kamu borcunun GSYİH'ya olan oranının %30'dan, 2001 yılsonu itibariyle, GSYİH'nın hemen hemen %90'una yükselmesine yol açmıştır.[334]

4.1 Krizlerin Oluşumunda Etkili Olduğu Düşünülen Faktörlerle İlgili Öne Sürülen Görüşler

Türkiye, Kasım 2000'de ve Şubat 2001'de, gittikçe derinleşen ve etkilerini birkaç yıl sürdüren çok şiddetli ekonomik bir kriz yaşamıştır. Yeldan (s. 1), yaşanan krizlerin, finansal liberalizasyon sürecinin iyi yönetilmemesinin, kamu sektörünün tasarruf amaçlarına ulaşmasındaki başarısızlığının ve uluslararası sermaye piyasalarıyla entegrasyon sürecinden kaynaklanan baskıların bir sonucu olduğunu belirtmiştir.[335] Alper'e göre, 90'lı yıllarda, sermaye piyasalarının hızlı bir şekilde gerçekleşen entegrasyonunun krizlerde payı büyüktür ve dünya döviz piyasalarındaki artan ticaret hacmi, uluslararası finansal piyasalardaki bu büyük büyümeyi ve sermaye piyasalarının hızlı gelişimini gösteren önemli bir indikatördür.[336]

Ayrıca Alper (s. 17), Türk Hükümetinin iyi haber akışını yönetmek ve sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğini sağlamak konusundaki başarısızlığını, döviz kuru riskinin yönetilmesine yönelik yeterli sigortanın sağlanması açısından, IMF'in uygulanan dezenflasyon programını yeteri kadar desteklememesini ve niyet mektubunda yer alan "sterilizasyon yok" kuralının varlığını, Kasım Krizi'nin ortaya çıkmasında etkili olan diğer faktörler olarak ortaya koymuştur. Bu faktörler, bankacılık sisteminin kırılgan yapısıyla birlikte, Şubat 2001'de yaşanan büyük krize yol açan olayları beraberinde getirmiştir.

Özkan (s. 543), finansal krizleri tetikleyen ve akabinde Türk lirasının çöküşüne neden olan faktörleri; yüksek iç borçlanma faiz oranları sonucunda zayıflayan mali pozisyon, döviz kuru taahhüdü ve hedeflenen devalüasyon oranlarının üstünde kalan enflasyon oranları karşısında rekabet gücünün

[334] Ghosh; a.g.m., s. 14-15
[335] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 1
[336] Alper, Emre; a.g.m., s. 17

kaybolmasıyla sonuçlanan zayıf dış pozisyon ve finansal sektör, özellikle bankacılık sektörünün kırılganlıkları şeklinde özetlemiştir. Ayrıca, cari açıktaki kötüleşmenin, ekonominin çöküşünde en önemli nedenlerden biri olduğunu vurgulamıştır.[337]

Özatay ve Sak, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri'nde, bankacılık sektöründeki kırılganlıkların krizleri tetikleyen önemli bir faktör olduğunu belirtmiştir. Vade ve döviz kuru uyumsuzlukları ve geri dönmeyen kredilerdeki artış, bankacılık sektöründe aşırı risk birikmesine neden olmuştur.[338] Uygur, bankacılık sektöründeki kırılganlıkların yanısıra, makrokonomik temellerdeki zayıflıklara işaret etmiştir.[339] Arı ve Dağtekin (s. 2), krizlerin kesinlikle, bankacılık sektörünün problemleri ve makroekonomik temellerdeki kötüleşmeden kaynaklandığını; ancak, politik istikrarsızlığın tetikleyici unsur olduğunun altını çizmiştir.[340]

BDDK tarafından hazırlanan raporlarda, krizlerin nedenleri ile ilgili olarak şu saptamalarda bulunulmuştur; makroekonomik istikrarsızlık, yüksek kamu kesimi açıkları, kamu bankalarının sistemi kötüleştirici etkileri, risk algılama ve yönetiminin zayıflaması. Ayrıca, bankacılık sektörünün krizlerde büyük rol oynamasında, sektörün taşıdığı kırılganlıklar gösterilmiştir. Buna göre, bankacılık sektörünün temel zayıflıkları; öz kaynak yetersizliği, küçük ölçekli ve parçalı bir yapıya sahip olması, kamu bankalarının sistem içindeki payının yüksekliği, zayıf aktif kalitesi, piyasa risklerine karşı aşırı duyarlılık ve kırılganlık, yetersiz iç kontrol, risk yönetimi, kurumsal yönetim ve şeffaflığın mevcut olmayışıdır.[341]

Gerek krize yol açan faktörleri gerek kriz sürecini incelerken, hem yukarıda görüşlerine yer verdiğim, hem de tez boyunca çalışmalarından yararlandığım önemli iktisatçıların değerlendirmelerine sıklıkla başvurduğum için, bu bölümü kısa tutacağım. Çalışmalardan çıkan ortak sonuç; bankacılık sektörünün bilançolarında biriktirdiği risklerin ve etkin olmayan düzenleme ve denetleme mekanizmalarının, yıllardır var olan makro dengesizliklerle birleşerek, uygulanan dezenflasyon programının olumsuz katkılarıyla, krizleri provoke ettiğidir. Ayrıca, yanlış yönetilen

[337] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 543
[338] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 16
[339] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 14-17
[340] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 2
[341] BDDK (2009); a.g.m., s. 1-2

finansal liberalizasyon süreci ve döviz kuruna dayalı istikrar programı, finansal piyasalarda aşırı risk alımına neden olmuş; mevduat sigortasının uygulanması gibi diğer faktörlerle birleşerek, asimetrik enformasyon problemlerinin artmasına yol açmıştır.

4.2 Belirsizliğin Artması Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemlerini Arttırmaktadır.

2000-01 Krizleri'nde yaşanan gelişmelerin zamanlaması ve verilerin seyri, finansal krizlerin asimetrik enformasyon görüşüyle açıklanmasına uymaktadır. Teoriye göre krizleri hızlandıran faktörler olarak incelenen, faiz oranlarında ve faiz oranları arasındaki farkın açılması ile tahvil spreadlerinde görülen artış, hisse senedi piyasasında yaşanan düşüş, piyasada etkili olan finansal bir kurumun iflasıyla (Demirbank örneği) belirsizliğin had safhaya ulaşması gibi gelişmeler yaşanmıştır. Bu çalışmada önemle üzerinde durduğum nokta yani, 2000-01 Krizleri'ni asimetrik enformasyon görüşüyle analiz ederken çıkış noktam, özellikle, bankaların bilançolarındaki sistemik çöküşün asimetrik enformasyon problemlerini şiddetlendirerek, büyük bir ekonomik krize yol açtığıydı. Aşağıda, Demirbank'ın da içinde bulunduğu çok sayıda bankanın bilançolarında uzun zamandır varolan problemlerin nasıl birdenbire farkedilir hale geldiğine ve Demirbank'ın iflasının 2000 Kasım Krizi'ndeki rolüne kısaca değinmek istiyorum.

4.2.1 Orta Ölçekli Sayılabilecek Bir Banka Tetikleyici Rolünü Üstlenmiştir.

Kasım 2000'de yaşanan krizde, yüksek DİBS portföyüne sahip bankaların yaşadığı likidite sıkıntıları etkili olmuştur. Problemler, geçmişi 1995'lere uzanan ve zaman içerisinde şiddetlenen, ağırlıklı olarak kamu borçlanma kağıtlarından oluşan portföyleri taşımak gibi riskli bir finansman işini sürdürmekten kaynaklanmaktaydı. Türkiye'de faaliyet gösteren özel bankaların tamamı, bilançolarında yüksek risk barındırmalarına rağmen, özellikle bir banka, topun ağzında görünmekteydi. Bu finansman modeli, sektördeki diğer bankalarla karşılaştırıldığında, Demirbank'ın bilançosunda çok büyük bir risk birikimine yol açmıştır. Bilançosunda, DİBS'lerin

toplam varlıklarına oranı, diğer bankaların neredeyse iki katı olan banka, DİBS piyasasının %15'ine sahipti ve bu portföyünü kısa vadeli borçlanarak, özellikle gecelik repolarla finanse etmekte olduğu için aşırı riskli bir pozisyondaydı. Öyle ki, repoların toplam DİBS portföyüne oranı, 2000 yılında %70 civarındaydı. Mevduat toplamak ve kredi vermek gibi geleneksel bankacılık işlemleriyle uğraşmayan banka, DİBS'lere çok yoğunlaşmış ve pozisyonunu korumak için de, bir piyasa yapıcısı gibi davranmıştır. Faiz oranlarında meydana gelecek yukarı hareketlere olan aşırı duyarlılığı ve piyasada faaliyet gösteren diğer bankaların Demirbank'a kredi kanallarını kapatmaları, bankayı çok kırılgan bir hale getirmiştir.[342]

Demirbank, likidite problemleriyle karşılaştığı zaman, Merkez Bankası, "net iç varlıklar" üzerine konulan IMF tavan değerlerini aşmamak için, bankaya kredi vermemiştir. Ekim ayının son haftasına yaklaşırken, Demirbank ne piyasalardan, ne de Merkez Bankası'ndan borçlanamadığı için, porföyündeki devlet tahvili ve hazine bonolarını daha düşük fiyatlardan, başka bir deyişle, daha yüksek faiz oranlarından satmaya başlamıştır. Bu gelişmeler, sermaye çıkışlarının hızla artmasına ve Merkez Bankası'nın rezervlerinin hızla azalmasına yol açmıştır.[343] Demirbank, DİBS portföyünün bir kısmını likide etmek ve DİBS piyasasında alım tarafında oynamış olduğu piyasa yapıcılık rolünü terk etmek zorunda kalmıştır. İkincil piyasada faiz oranları yükselmiş ve kriz döneminde ilk periyod başlamıştır. Yapılandırılmış döviz cinsinden kredilerin faiz oranlarında "stop-loss" seviyelerine kadar artış yaşanması, DİBS kağıtlarında yeni bir satış dalgasına yol açmıştır. TL cinsinden düzenlenen DİBS'ler, döviz cinsinden borçlanmada teminat olarak kullanıldığı için, dövize olan talep çok sert biçimde yükselmiştir. Bu satışlar nedeniyle, ikincil piyasada faiz oranları yükselerek, borcun sürdürülebilirliği ve kura dayalı istikrar programının güvenilirliğiyle ilgili şüpheleri daha da artmıştır.

Bu arada, tabi ki, krize giden süreçte Demirbank'taki problemlerden başka çok ciddi problemler bulunmakta ve krizin eninde sonunda patlak vereceği açıkça görülmektedir. Demirbank'ın buradaki işlevinin, bir anlamda, tetikleyici ve hızlandırıcı bir fonksiyon görmesi olduğu anlaşılmaktadır. Özatay ve Sak'ın (s. 22)

[342] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 8 ve Özatay ve Sak; a.g.m., s. 16-17-19
[343] Yilmazkuday, Hakan; a.g.m., s. 119

vurguladıkları üzere, yapısal reformlardaki gecikmeler, özellikle başlangıçta, bankacılık sektöründe şeffaf ve sağlam bir reform stratejisinin uygulanmasındaki yetersizlikler ve TMSF tarafından kötü bankalara parça parça müdahale edilmesi[344], problemleri daha da şiddetlendirmiştir. Yapısal reformların, IMF'le imzalanan stand-by anlaşmasının önemli bir parçasını teşkil etmesine rağmen, özellikle son üç alanda, özelleştirme, sermaye piyasası ve bankacılık sektöründe yapılacak düzenlemeler ve bankacılık sektörünün güçlendirilmesi konularında birtakım sıkıntılar çıkması, krizde etkili olan önemli faktörlerdendir. Bankacılık sektörünün zayıflığı dikkate alındığında, sektörle ilgili yapılması gereken reformların gecikmesi, 2000 yılının ikinci yarısında piyasadaki tansiyonu ciddi anlamda yükseltmiştir.[345]

4.3 İlk Saldırı ve Kasım 2000 Bankacılık Krizi

Dornbusch, bankacılık krizinin ilk sinyali olarak, Eylül ayında Bayındırbank'ın Romanya'daki bankası BTR (Banco Turco Romano)'nin, yaşanan hızlı para çekilişleriyle batma sürecine girmesi ve Bayındırbank'ın bu bankayı kurtarabilecek kaynağı olmadığı için, kaynağın Vakıfbank tarafından sağlanmasını göstermektedir. Bu olay, başlama biçimi ve arka plandaki bağlantılarıyla, yurtdışında Türk Bankacılık Sektörünün barındırdığı risklerin görülmesi açısından son derece kritik bir gelişmedir.[346]

Özelleştirme hedeflerinin başarısızlıkla sonuçlanmasıyla ilişkili olarak kısa vadeli dış borçlardaki artış, para piyasalarında tansiyonu yükseltmiş ve programın sürdürülebilirliği ile ilgili şüphelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Uluslararası yatırımcıların kredilerini yenilemek konusunda giderek isteksiz bir tutum sergilemeleri, yurtiçi faiz oranlarında yükselişlere yol açmıştır. Bankacılık sektörünün döviz kuru ve faiz oranı uyumsuzlukları ile kredi ve temerrüt risklerine karşı aşırı duyarlılığı, bu şüpheleri güçlendirmiştir. Ekim ayı sonlarında, TMSF, Etibank ve Bankkapital'e el koymuştur. Bu gelişmeyle, Etibank'la ortaklığı olduğu

[344] 2000-02 programı uygulamaya konulmadan hemen önce, 21 Aralık 1999'da, beş banka TMSF tarafından devralınmıştır. Bu olay, bankacılık sektörünün problemlerini yatıştıramamıştır. 27 Ekim 2000'de iki bankaya daha el konulması, özel bankacılık sektöründeki problemlerin büyüdüğünü ve programın konuyu çözmek konusunda başarısız kaldığı fikrini güçlendirmiş, borcun sürdürülebilirliği ile ilgili kaygılar artmıştır (Özatay ve Sak; a.g.m., s. 22-23).
[345] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 4 ve s. 22
[346] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 16

düşünülen Demirbank'ın likidite sıkıntıları olduğu söylentileri ortaya çıkmış[347] ve diğer gelişmelerle birlikte, faiz oranlarında sıçramalara yol açmıştır. Bu arada, her yıl yaptıkları gibi bankalar, bilançolarında kısa vadeli döviz pozisyonlarını kapatmaya başlamışlardır. Bankaların likidite taleplerinin artması, faiz oranları üzerinde yine yukarı yönde bir baskı yapmıştır. Likidite güçlüğü yaşayan bankalar, fon bulabilmek için portföylerindeki DİBS'leri satmaya başlamıştır.[348]

Bu arada, bazı bankaların, kasıtlı veya kasıtsız, ortaya çıkacak yıkıcı sonuçların farkında olmadan, TL Interbank para piyasasında gecelik borç vermek yerine, TCMB nezdindeki faizsiz mevduat hesaplarına 600 trilyon TL'ye yakın para yatırdıkları bilinmektedir. Bu, dolaşımdaki 2,8 katrilyon TL'nin %21'inin geri çekilmesi anlamına gelmektedir. Böylece, 21 Kasım'da, TCMB nezdindeki serbest mevduatlar, 500 trilyon TL iken, 22 Kasım'da 1,1 katrilyona yükselmiş, ertesi gün çekilen fonlar sonucu 23 Kasım'da ise, 192 trilyona gerilemiştir.[349] Faiz getirisi sağlamayan mevduatlarda yaşanan bu geçici artışın zamanlaması, bankaların davranışlarıyla ilgili, akıllara soru işareti getirmektedir.

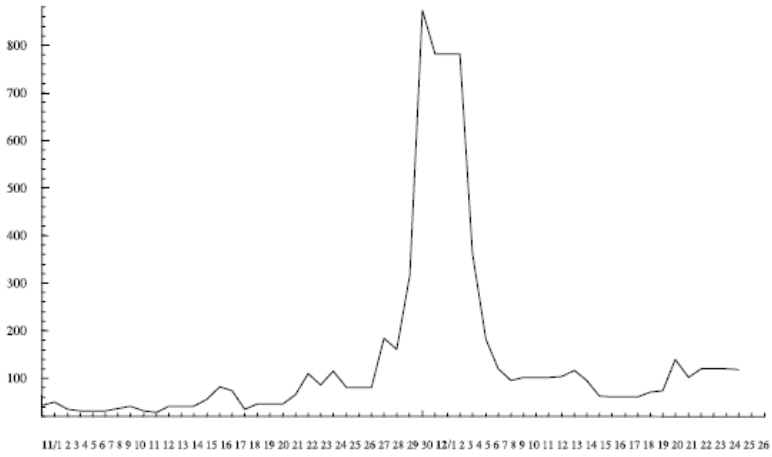
Kasım ayının ortasında kriz patlak vermiştir. Özelikle 22 Kasım'da, piyasa faiz oranlarında bir sıçrama yaşanmış; DİBS'lerin değerinde büyük bir değer kaybı meydana gelmiştir. Hem yerleşikler hem yabancılar, sermaye kayıplarını azaltmak için, portföylerini boşaltmaya başlamışlardır. Faiz oranları yükselmiş ve dövize olan talep artmıştır. Merkez Bankası'nın, krizin ilk fazı olarak adlandırılan bu dönemde, piyasaya likidite sağladığını görmekteyiz. Ancak, Merkez Bankası'nın piyasaya sattığı 6 milyar USD'nin tamamının yurtdışına çıkarıldığı görülmektedir. Özellikle, Kasım ayının son haftasında gerçekleşen çıkışı izleyen faiz oranlarındaki artış, kamu borçlanma kağıtlarının değerini iyice azaltmış ve ülke piyasa riskini arttırmıştır. Endişeler aynı zamanda, yabancı yatırımcıların da, portföylerindeki kamu borçlanma kağıtlarını ve hisse senetlerini satarak fonlarını çekmelerine neden olmuştur. Bankalar tarafından Demirbank'a açılan limitlerin iptal edilmesini takiben piyasadaki

[347] Etibank, yakın bir zamanda özelleştirilmişti ve kısa zamanda iflasın eşiğine gelmesi nedeniyle TMSF bünyesine alınmıştı. Demirbank'la örtülü ortaklığı olduğu düşünüldüğü için, Demirbank'ın bu bankaya yardım edememesi, Demirbank'ın finansal durumuyla ilgili soru işaretlerini akıllara getirmiştir (Uygur, 2001; a.g.m., s. 16).
[348] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 4
[349] Keyder, Nur; a.g.m., s. 40

gerilimin artması ve diğer bankaların birbirlerine açtıkları limitleri de kapatmaları sonucunda, bankaların dövize olan taleplerinin ve DİBS satışlarının arttığını ve repo faiz oranlarının bir hayli yükseldiğini görmekteyiz.

Bankacılık sektöründe likidite krizinin başlamasıyla tehlikeli bir döngü ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli fon ihtiyacı olan bankaların, portföylerindeki kamu kağıtlarını satmaya başlamaları, bu kağıtların fiyatlarının daha hızlı düşmesine ve faiz oranlarının daha da artmasına neden olmuştur. Bu arada, Demirbank, artık Interbank para piyasasından borçlanamamaktadır. DİBS portföyünü satmaya başlaması, kağıtların değerlerinin daha da azalmasına ve ikincil piyasada faiz oranlarının çok daha şiddetli bir şekilde artmasına yol açmıştır. Kamu kağıtlarının değerindeki düşüş, teminatların değerinin düşmesi anlamına gelmektedir ve yerli-yabancı bankaların riskli bankalara kredilerini kesmelerine yol açmıştır. Bu gelişmelerle birlikte finansal sistemdeki kırılganlığın ve ülke riskinin iyice artması, yabancı yatırımcıların, kıymetlerini çok düşük fiyatlara satarak, piyasayı dalgalandırmalarına yol açmıştır. Kamu borcunun ve dezenflasyon programının sürdürülebilirliğiyle ilgili endişeler tavan yapmıştır. Marj tamamlama taleplerinin artması nedeniyle hız kazanan DİBS satışları ve yoğun sermaye çıkışlarıyla, yaşanan likidite darboğazı, sistemik bir bankacılık krizine dönüşmüştür.[350]

Grafik 15: Gecelik Faiz Oranları, 1-26 Kasım 2000



Kaynak: TCMB[351]

[350] Alper, Emre; a.g.m., s. 12
[351] Özkan, F. Gülçin; a.g.m., s. 544

Kasım ayında yapılan ilk saldırıda, Merkez Bankası lirayı çok başarılı bir şekilde savunmuş ve "para kurulu" tahhahüdünü askıya alarak, likiditesini kaybeden bankalara destek olmuştur. Bu dönemde, TCMB, açık piyasa işlemleri yoluyla piyasaya likidite enjekte etmiştir. Bununla beraber, bu saldırının bir sonucu olarak, Merkez Bankası, döviz rezervlerinin hemen hemen %20'sini kaybetmiştir ve gecelik repo oranı basit faizle %873'e fırlamıştır.[352] Aslında, yukarıda belirtiğim gibi, TCMB ilk etapta, kamu kağıtlarını satın alarak piyasaya fon sağlamış ve kısa vadeli fon ihtiyacı olan bankalara Interbank piyasada borç vermiştir. Bununla beraber, 17-30 Kasım döneminde, piyasaya verilen likidite (yaklaşık 4,3 milyar USD), Merkez Bankasına dövize olan talep olarak geri dönmüştür. Merkez Bankası, piyasayı fonlamayı sürdüremeyeceğini belirterek, para programına tekrar döneceğini anons etmiştir. Merkez Bankası'nın program limitlerini aşarak piyasayı fonlaması sonucunda sağlanan likidite, yabancı yatırımcılarla birlikte yerleşiklerin döviz alımlarına yönelmiş ve resmi rezervlerde ciddi bir azalma olmuştur. Merkez Bankası, NİV değerini 30 Kasım'da dondurma kararı almıştır.[353]

Tablo 4.1: Merkez Bankası Bilançosu, 1995-2001

	Net İç Varlıklar[1] (Trilyon TL)	Net Dış Varlıklar[2] (Trilyon TL)	Para Tabanı[3] (Trilyon TL	Rezervler[4] (Milyon USD)
1995	323	-6	317	12,391
1996	335	275	610	16,273
1997	142	988	1,13	18,419
1998/06	-1,780	3,331	1,553	26,377
1998	625	1,486	2,111	19,721
1999/06	-899	3,526	2,627	21,521
1999	-938	4,818	3,88	23,177
2000/06	-1,740	6,372	4,631	24,547
2000/10	-1,815	6,71	4,895	23,545
2000	2,485	3,303	5,788	22,172
2001	20,475	-12,672	7,803	18,787

Kaynak: TCMB[354]

[1] NİV; kamu sektörüne bankacılık sektörüne verilen krediler+DİBS-kamu sektörümevduatları+diğ.

[2] NDV; dış varlıklar-yerleşik olmayanların döviz yükümlülükleri-bankacılık sektörüne yabancı yük.

[3] Para Tabanı; NİV+NDV

[4] Ulularası Rezervler

[352] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 6

[353] Celasun, Merih; a.g.m., s. 15

[354] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 7

TCMB'nin, "net iç varlıklar" seviyesini aşmamak için bankalara fon desteği vermeyi durdurması şeklinde yapılan bu politika değişikliğiyle, problemler şiddetlenmiştir ve para otoritelerinin kredibilitesinin kaybolmasına yol açmıştır. 30 Kasım 2000'de, TCMB'nin ticari bankaların artık Interbank para piyasasından fonlanmayacağını anons etmesiyle, gecelik faiz oranları, 1 Aralık'ta %1,700'leri görerek, ortalamada %873 seviyesine yükselmiştir. 6 Aralık'da Demirbank iflas etmiş ve TMSF tarafından devralınmıştır. 20 Kasım-5 Aralık 2000 döneminde, 6 milyar USD civarında net döviz çıkışı yaşanmıştır.[355]

Tablo 4.2: Merkez Bankası Bilançosu ve Faiz Oranı-Döviz Kuru Değerleri, Kasım-Aralık 2000; İlk Saldırı Periyodu

Tarih	Net İç Varlıklar (Trilyon TL)	Net Dış Varlıklar (Trilyon TL)	Para Tabanı (Trilyon TL)	Rezervler (Milyon USD)	Gecelik Faiz Oranları (%)	Hazine Bonosu Faiz Oranları (%)	Döviz Kuru (USD/TL)
15 Kasım	-1,828	7,092	5,264	24,161	81,5	40,8	681.799
16 Kasım	-1,873	7,334	5,461	24,520	73,7	38,5	682.942
17 Kasım	-1,866	7,273	5,407	24,433	34,4	40,1	683.645
1. Faz							
20 Kasım	-2,035	7,108	5,073	24,185	45,5	42,1	686.461
21 Kasım	-1,992	6,959	4,967	23,842	66,5	46,1	687.009
2. Faz							
22 Kasım	-362	5,909	5,547	22,263	110,8	52	688.360
23 Kasım	-1,357	5,950	4,593	22,284	85,5	49,4	688.849
24 Kasım	-498	5,475	4,977	21,583	115,1	53,5	689.042
27 Kasım	-523	5,258	4,735	21,291	80,5	50,3	689.213
28 Kasım	233	4,336	4,569	20,080	184,5	67,7	685.762
29 Kasım	1,162	3,649	4,811	19,161	160,8	79,0	682.883
3. Faz							
30 Kasım	1,172	3,348	4,520	18,820	315,9	97,6	682.101
1 Aralık	1,094	3,422	4,516	18,942	873,1	84,1	681.032
4 Aralık	1,832	2,958	4,790	18,299	782,5	131,4	676.239
5 Aralık	1,707	2,812	4,519	18,285	363,2	71,3	679.404
6 Aralık	1,597	3,134	4,731	18,633	182,7	73,9	678.875
7 Aralık	1,096	3,608	4,704	19,267	119,6	74,7	675.379
8 Aralık	1,045	3,762	4,807	19,624	94,7	88,9	677.108

Kaynak: TCMB[356]

[355] Alper, Emre; a.g.m., s. 12-13
[356] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 27

2000 yılı sonuna doğru uygulanan yeni program, bankaları açık pozisyonlarını kapatmaya zorlamıştır. Ayrıca, iç borçlanmanın vadesinin 15 ay olduğu ve bankaların portföylerindeki DİBS'lerin gecelik borçlanmalarla, çok kısa vadeli mevduatlarla ve dış borçlanmayla finanse edildiği düşünüldüğünde, yüksek faiz oranı riskinin sonucu olarak, bankaların kırılganlıklarının arttığı açıktır. Bankaların portföylerindeki Hazine kağıtlarının piyasa değeri düşerken, şirketler kesiminde kısa vadeli kredilerin faiz yükleri tırmanmıştır.[357]

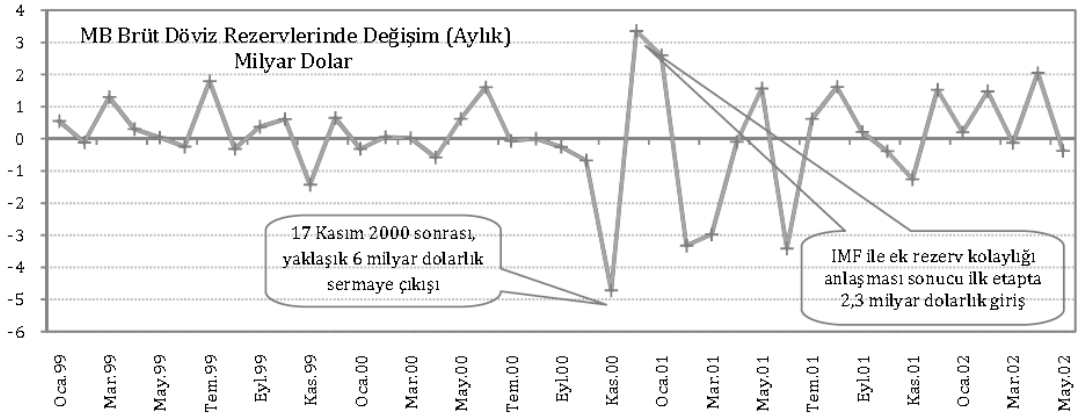
Bu arada, krizin ortaya çıkmasında esas itibariyle, yurtiçi faiz oranlarındaki sıçrama üzerinde durulmuştur. Ancak, finansal piyasalarda baskının arttığını gösteren birtakım dış gelişmeler de yaşanmıştır. Euro piyasalarında, Türkiye tahvillerinin fiyatı hızlı bir şekilde düşmüştür; bu gelişme, faiz oranlarının hızlı bir artış göstermesi anlamına gelmektedir. Euro piyasalarında bu süreç, aslında 2000 yılı Eylül ayında başlamıştır. 7-22 Eylül periyodunda, 10 yıl ve 30 yıl vadeli Türkiye tahvillerinin faiz oranlarında 65-85 baz puan aralığında artışlar görülmüştür. Aynı dönemde, Avrupa ve Amerika'da faiz oranlarında bir artış yaşanmaması, Türkiye'nin risk priminin yükseldiği anlamına gelmektedir. Yukarıda belirttiğim, Bayındırbank'la ilgili gelişmeler, özelleştirmeye ilişkin tartışmalar, cari açıkla ilgili endişeler, IMF'in stand-by anlaşmasına uyulması koşuluyla vermeyi taahhüt ettiği ikinci dilim krediyi vermeyip üçüncü dilimle birleştireceğini deklare etmesi, finansal piyasalarda gerginliğin arttığını göstermektedir.[358]

Kasım 2000 Krizi'nde yaşanan süreç, iki açıdan, dezenflasyon programına karşı çalışmıştır; ilk olarak, net iç varlıklar tavanı aşılmıştır[359] ve ikincisi, net uluslararası rezervler tabanına ulaşılmıştır. Bu gelişmeler, döviz kuru riskini daha da arttırmış ve sermaye çıkışlarını hızlandırmıştır. Çünkü, uluslararası yatırımcılar, döviz rezervlerinin tükenmesiyle, devalüasyondan zarar göreceklerinden endişelenmişler; Merkez Bankası'nın kalan rezervlerine spekülatif saldırıyı

[357] Celasun, Merih; a.g.m., s. 16
[358] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 17
[359] Krize kadar NİV Performans Kriteri'ne sıkı sıkıya uyulmuş; ancak Kasım Krizi'ni takiben, NİV hedefi revize edilmek zorunda kalınmış ve sonrasında, kriz boyunca artış gösteren NİV'in kademe kademe azaltılması planlanmıştır (Keyder; a.g.m., s. 33).

başlatmışlardır. Aynı zamanda, ulusal bankalar da, net uluslararası rezervlerin daha da tükenmesine yol açarak, döviz pozisyonlarını azaltmaya çalışmışlardır.[360]

Grafik 16: TCMB Brüt Döviz Rezervleri



Kaynak: TCMB[361]

2000 yılı sonunda yaşanan bu kısa süren kriz bir şekilde atlatılmıştır; mevcut programın sürekliliğini sağlayabilmek adına, hükümet tarafından IMF'e yeni bir niyet mektubu sunulmuş ve IMF tarafından 10 milyar USD büyüklüğünde bir finansal destek sağlanacağı anons edilmiştir. Akabinde, 6 Aralık'ta IMF'ten 7,5 milyar USD büyüklüğünde bir finansal destek sağlanmıştır.[362] "Ek rezerv kolaylığı" şeklinde sağlanan bu destekle, döviz rezervleri arttırılmış, faizlerde aşağı yönlü hareketler görülmüş, mali piyasalar kısmen sakinleştirilmiştir. IMF desteğinin, TCMB'nin döviz kurunu savunabilmesi sürecinde katkısı olduğunu görmekteyiz. Bununla beraber, TCMB, 20 Kasım-6 Aralık periyodunda, döviz rezervlerinin neredeyse %25'ini kaybetmiştir.

Alper (s. 14), IMF tarafından sağlanan fonların bir ödemeler dengesi krizine karşı, sadece dövize olan spekülatif bir saldırıda kullanılabileceğini ve aslında, mevcut probleme yani likidite darboğazına, kalıcı bir çözüm olmayacağını belirtmiştir. Ayrıca (s. 18), IMF'ten gelen 7,5 milyar USD büyüklüğündeki SRF[363]

[360] Alper, Emre; a.g.m., s. 12
[361] BDDK (2009); a.g.m., s. 5
[362] Yilmazkuday, Hakan; a.g.m., s. 119
[363] SRF, piyasadaki güvenin sarsılması sonucunda ödemeler dengesinde yaşanan güçlüklerin azaltılmasına yönelik IMF tarafından sağlanan kısa dönemli bir kredidir ve koşulları diğer

fonlarının zamanlamasını sorgulamaktadır. SRF'ler, yurtiçi piyasalarda serbestçe kullanılmadığı için, bir ahlaki risk problemine yol açmamaktadır. Alper, bu fonlar, krizden önce sağlansaydı, örneğin, niyet mektubunun imzalanmasından önce sağlansaydı, net uluslararası rezerv hedef seviyesine ulaşılmayacağı için, en azından devalüasyonla ilgili söylentilerin ortaya çıkmayacağını öne sürmüştür.[364]

Finansal desteğin alınmasında, hükümetin, banka rekapitalizasyonu ile finansal sektörü daha güçlü hale getireceği ve aynı zamanda, rekapitalizasyonun finansal maliyetini gidermek için bütçeyi güçlendireceği hususlarındaki taahhüdü etkili olmuştur. Türk Hazinesi ve BDDK, problem yaratan bankaların devralınacağını ve geçici mevduat ile kredi garantisi sağlayacaklarını deklare etmiştir. Güveni tesis etmek için hükümet, GSYİH'nın %5,2'sine denk gelecek bir faiz dışı fazlayı amaçlayan ek bütçeyi onaylamış ve ihtiyari bir borç swapını tamamlamıştır. Bu swap işlemi, hazine bonoları ve devlet tahvillerinin daha uzun vadeli USD ve TL cinsinden finansal enstrümanlara dönüştürülmesini içermektedir. Programın başarısının anahtarı, faiz oranlarının düşürülüp düşürülmeyeceğidir ki bu, GSYİH'nın kabaca %90'unu teşkil eden kamu borcunun belirleyicisidir, borcun sürdürülebilirliği[365] ve büyümenin tekrar başlatılıp başlatılmayacağı hususlarıyla yakından ilişkilidir.[366] Alınan finansal yardımla, döviz rezervlerinde geçici bir rahatlama sağlanmıştır. Bununla beraber, Aralık ayı sonunda, ortalama faiz oranlarının, Kasım ayı başındaki seviyelerden neredeyse 4 kat daha ve liranın değer kaybının, 2000-02 programının başında anons edilen yılsonu değer kaybından 5 kat daha yüksek olduğu görülmektedir.[367]

Uygur (s. 8), TCMB'nin, Kasım ayında yaşanan spekülatif saldırıyı çok yüksek faiz oranları ve önemli rezerv kayıplarının yanısıra belki de en önemlisi, 7,5 milyar USD büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebildiğini vurgulamıştır. Ayrıca, ek rezerv olanağı (SRF) biçiminde verildiği için, IMF kredisinin vadesinin

olanaklardan farklıdır. Vadesi genellikle ilk yıl ödemesiz toplam 1,5 yıl olup; ülke koşulları gözönüne alınarak, vade 2-2,5 yıla uzatılabilmektedir.

[364] Alper, Emre; a.g.m., s. 14 ve s. 18

[365] Borcun sürdürülebilirliği, mali disiplinin sağlanması ve kamu borcunun GSYİH'ya oranının makul seviyelere gelmesine yönelik birtakım reformların hayata geçirilmesiyle mümkündür ve bu oranın aşırı yükselmesi, yatırımcılarda bir ülkede kriz olasılığının arttığına dair ipucu vermektedir.

[366] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 7-8-9-10

[367] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 1

çok kısa ve maliyetinin oldukça yüksek olduğuna değinmiş; TCMB'nin döviz kurunu bu yüksek maliyete katlanarak savunabildiğine işaret etmiştir. Ancak, Merkez Bankası, bu şekilde gelecekte yaşanabilecek benzer bir spekülatif saldırıya karşı, savunma gücünü büyük ölçüde kaybetmiştir. Nitekim Şubat Krizi'nde yaşananlar, bunu doğrular nitelikte gelişmiştir.[368]

4.4 Şubat 2001 Krizi; Spekülatif Saldırının Başlaması ve 2. Kriz

IMF'ten gelen finansal desteğin de yardımıyla, Kasım'da yaşanan kriz atlatılmış gibi görünse de, kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlılık ve bankacılık sektöründe kırılganlıklara yol açan büyük problemlerin varlığı, yeni bir kriz olasılığını işaret etmekteydi. Finansal sektör bilançolarındaki zayıflıklar, yüksek döviz kuru ve vade uyumsuzluğu riskleri ve piyasalarda artan belirsizlik, aslında Türk lirasına karşı gerçekleştirilecek spekülatif bir saldırı için hemen hemen tüm koşulların mevcut olduğunu göstermektedir. Daha birkaç ay önce bankacılık sektörü kaynaklı yaşanan kriz ve finansal sektörde artan problemler, hali hazırda, Merkez Bankası'nın ulusal parayı savunmasını çok zor hale getirmekte ve bu düşünce de, spekülatif saldırıyı harekete geçirmektedir.

Şubat 2001'de neler yaşandığına geçmeden önce, Kasım Krizi sonrasında neler oldu, kısaca bakalım. Kasım 2000 Krizi'nin sonrasında ortaya çıkan büyük problem; faiz oranı ve TL'nin değer kaybı için önceden belirlenen oran arasında ortaya çıkan tutarsızlık olmuştur. Bu problem, başlıca piyasa yapıcı artık resimde olmadığı için, Hazine'nin borç çevirme gücüyle ilgili sorunlara ilişkindi. Liranın dolar ve euro'dan oluşan sepete göre yıllık değer kaybı oranının üst limiti, 2001 yılı için %12 olarak anons edilmesine rağmen, Ocak 2001'de düzenlenen ihalelerde, Hazine yıllık bileşik %57'nin altında borç bulamamıştır ve Şubat ayında yapılan ilk ihalede de, faiz oranı %70'e yükselmiştir. Açıkça sürdürülemez olan bu durum, ya faiz oranının değer kaybıyla uyumlu bir seviyeye düşmesine, ki bu imkansızdı; ya da, döviz kuru rejiminin çökeceğine işaret etmekteydi.[369]

[368] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 8
[369] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 26

Kamu bankaları ve TMSF bankalarının finansal yapılarının iyice zayıflaması ve kısa vadeli borçlanma ihtiyaçlarının hızla artması, faiz oranlarında tekrar yukarı hareketlere yol açarak, sabit kur sisteminin sürdürülebilirliği ile ilgili soru işaretlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.[370] Böyle bir ortamda, gecelik faiz oranlarının %6,200'lere çıkmasına, Merkez Bankası rezervlerinin çıkış gününden sadece 4 ay önce, 23 Şubat 2001'de %20'sinin eriyerek, döviz kurunun büyük bir düşüş yaşamasına ve akabinde Merkez Bankası'nın sabit kur sistemini terketmek zorunda kalmasına yol açacak gerçekten çok önemli bir gelişme gerekti; dönemin Başbakanı ve Cumhurbaşkanı arasında yaşanan siyasi gerilim bu rolü üstlenmiş oldu.[371]

Ekonominin kötüleşen dış koşullara karşı oldukça hassas olduğu bir dönemde, mali ve ekonomik disipline şüphe düşürecek yurtiçi siyasi bir kargaşa, tabloyu ürkütücü hale getirme potansiyeline sahipti. Ecevit ile Sezer arasında ortaya çıkan kamu sektöründeki yozlaşmayı giderebilmek için sıkı önlemlerin nasıl alınabileceği konusundaki fikir uyuşmazlığı, mali reform beklentilerine gölge düşürerek, krizi tetikleyen unsur olmuştur. 19 Şubat 2001'de, Ulusal Güvenlik Konseyi toplantısından sonra, Başbakan, Cumhurbaşkanı ile siyasi bir krize doğru tırmanan derin bir anlaşmazlık yaşadıklarını belirtmiştir. Politik istikrarsızlığın şiddetlenmesiyle artık, dezenflasyon programının sürdürülebilirliğine olan güven tamamiyle kaybolmuş; yerli ve yabancıların Türk lirasına karşı spekülatif saldırıyı başlatmalarıyla, döviz krizi başlamıştır.[372]

Başbakanın açıklamasından sadece bir gün sonra, gecelik faiz oranları ortalamada %2,058'i görmüş; 21 Şubat'ta ise, ortalamada %4,019'u görerek %6,200'lere kadar yükselmiştir. Eichengreen (s. 6), faiz oranlarında yukarı yönde görülen aşırı hareketlerde, gelecekle ilgili belirsizliğin artması sonucunda büyüme beklentilerinin zarar görmesi ve borçların sürdürülebilirliği konusunda endişelerin artması hususlarının etkili olduğunu belirtmiştir.[373] Yabancı kreditörlerin kredilerini geri çağırması da, döviz rezervlerinin hızlı bir şekilde azalmasına katkıda

[370] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 4
[371] Yilmazkuday, Hakan; a.g.m., s. 119
[372] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 6
[373] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 6

bulunmuştur. Bankacılık sektörünün dövize hücum etmesiyle, Merkez Bankası rezervleri iki gün içerisinde 5 milyar dolar gerilemiştir.

Tablo 4.3: Merkez Bankası Bilançosu ve Faiz Oranı-Döviz Kuru Değerleri, Şubat 2001; 2. Saldırı Periyodu

Tarih	Net İç Varlıklar (Trilyon TL)	Net Dış Varlıklar (Trilyon TL)	Para Tabanı (Trilyon TL)	Rezervler (Milyon USD)	Gecelik Faiz Oranları (%)	Hazine Bonosu Faiz Oranları (%)	Döviz Kuru (USD/TL)
15 Şub	-1,754	6,680	4,927	28,217	39,2	61,9	685.998
16 Şub	-1,547	6,649	5,102	27,943	40,3	63,4	685.039
19 Şub	-1,626	6,708	5,082	28,105	43,7	67,9	683.074
20 Şub	-1,300	5,687	4,387	26,739	2,057.7	25,514.7	688.001
21 Şub	868	3,417	4,286	23,207	4,018.6	150,2	685.391
22 Şub	2,070	3,373	5,443	23,267	1,195.3	147,7	957.879
23 Şub	1,560	4,198	5,758	22,581	568,0	195,8	1,072.988
26 Şub	1,205	4,046	5,251	21,988	102,1	145,3	946.306
27 Şub	1,659	3,311	4,970	21,699	100,2	168,7	906.164
28 Şub	2,156	2,915	5,071	21,432	100,1	245,3	920.678

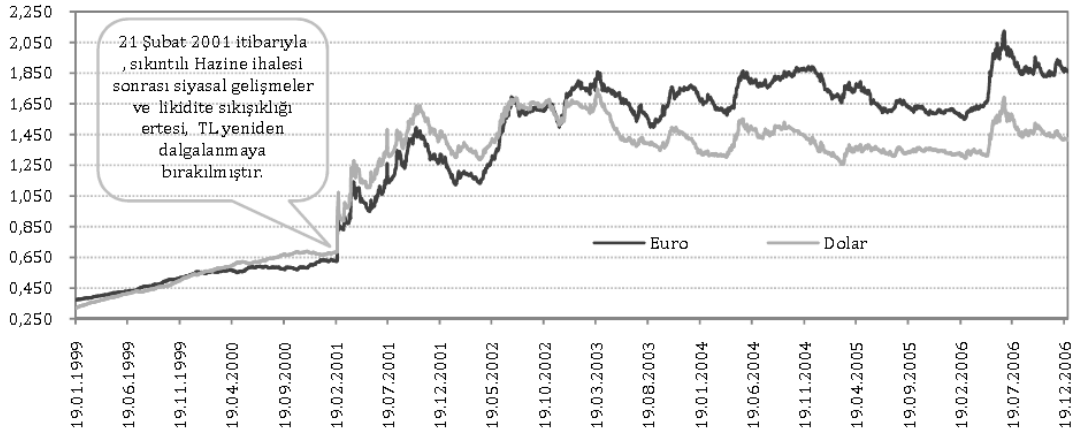
Kaynak: TCMB[374]

Kasım Krizi'nde dövize saldırının yabancılarla sınırlı kaldığını, Şubat Krizinde ise, yerlilerin özellikle bankaların dövize olan güçlü taleplerinin etkili olduğunu görmekteyiz. Kasım'da yaşanan bir bankacılık kriziydi; yurtiçi bankaların yabancı bankalarda teminat olarak gösterdikleri DİBS satışları etkili olmuştu; Şubat'ta yaşanan kriz ise bir döviz kriziydi. Yüksek faiz oranları bile spekülatif saldırıyı durduramamış; 16 Şubat'ta 27,94 milyar USD olan Merkez Bankası rezervleri, 23 Şubat'ta 22,58 milyar USD'ye düşmüş ve kur dalgalanmaya bırakılmıştır. 21 Şubat'ta Merkez Bankası sabit kur sistemini terketmek zorunda kalmış ve Türk lirası, dolara karşı değerinin üçte birini kaybetmiştir. 19 Şubat'ta 1 USD'nin TL karşılığı 683.074 iken, 22 Şubat'ta 1 USD 960.000 TL'ye yükselmiş; değer kaybı %40'a ulaşmıştır. Böylece, Kasım ayında yaşanan krizle hali hazırda darbe alan dezenflasyon programının artık sürdürülemeyeceği anlaşılmıştır.[375]

[374] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 27
[375] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 23

Bu noktada, programın sonlandırılmayıp sabit kur sisteminin sürdürülmesi, faiz oranlarındaki çok şiddetli yükselişler nedeniyle borçlanma maliyetlerini arttırarak, bankacılık sektörünün problemlerini ağırlaştırır ve krizin ekonomiye olan maliyetinin ağırlaşmasına yol açardı. Sabit kur sisteminin terkedilmesinden sonra, zaman zaman TCMB'nin ağır müdahalelerinin görüldüğü dalgalı kur sistemine geçilmiştir. IMF, döviz kurunu dengelemek ve faiz oranlarının düşmesini sağlamak amacıyla, 2001 yılında da fon desteğini sürdürmüştür. Aslında IMF, Kasım Krizi'nde döviz kurunun bir band içerisinde dalgalanmaya bırakılmasını, bir başka deyişle dolaylı bir devalüasyon yapılmasını talep etmiştir. Ancak, kredibilite kaybından korkulduğu için, gerek bürokrasi gerekse politikacılar bu öneriye karşı çıkmıştır. Uygur (s. 23-24), Kasım ayında yapılacak sınırlı ve kontrollü bir devalüasyonun sağlayabileceği katkıya işaret etmiştir.[376]

Grafik 17: Döviz Kuru Gelişmeleri



Kaynak: TCMB[377]

4.5 Kriz Yönetimi ve Kriz Sonrası Süreç

Finansal liberalizasyon sürecinin başladığı 1980 yıllarından bu yana, finansal istikrarsızlığın en şiddetli olduğu dönem 2000-01 Krizleri'nin yaşandığı dönemdir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, mali ve finansal açıdan çok yıkıcı sonuçlar doğurmasının yanısıra, ülkenin orta vadeli perspektifini değiştiren çok boyutlu yeni

[376] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 23-24
[377] BDDK (2009); a.g.m., s. 6

koşulları da beraberinde getirmiştir. Şubat Krizi sonrası dönem, sermaye çıkışlarının negatif etkilerinin giderilmesi ve krizin maliyetinin hafifletilmesi amacıyla, geniş kapsamlı uluslararası mali desteğin alındığı ve finansal ve kurumsal yapıdaki zayıflıkların düzeltilmesi için, alınan uluslararası finansal desteğin öngördüğü şekilde birtakım düzenlemelerin hayata geçirildiği bir döneme işaret etmektedir.[378]

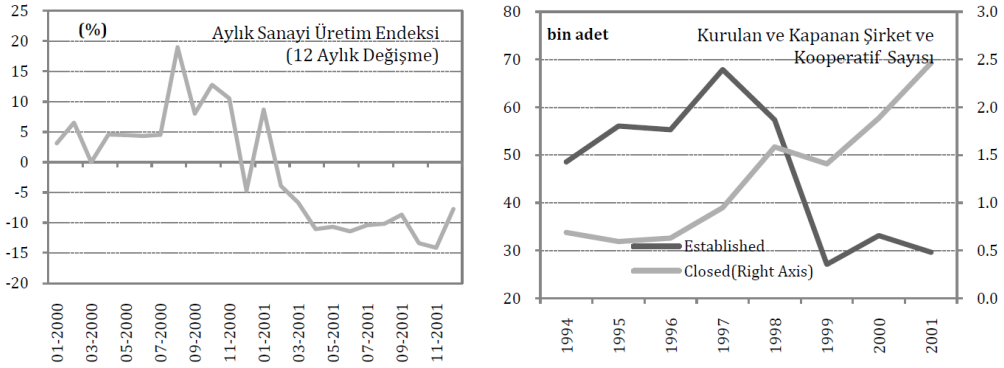
Programın tasarımındaki ciddi eksikliklerin yanı sıra, krize müdahalede yapılan birtakım yanlışlıklar, geçmiş yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerden ders çıkarılmadığını bize açıkça göstermiştir. 2000-01 Krizleri'ni gelişmekte olan ülkelerde yaşanan birçok krizden daha derin yapan şey, krizin yönetilmesi, güvenin tesis edilmesi, sermaye hesabının konvertibilitesinin sağlanması ve mali ve parasal sıkılaştırma yoluyla kreditörlerin taleplerinin karşılanması gibi konularda başarısız kalınmasıdır. Programın uygulanması, kamu ve özel sektör finansmanı arasında bir trade-off yaratmış; kur çıpasının terkedilmesi ve serbest dalgalanmaya geçiş (sermaye hesabı konvertibilitesinin tam olduğu ve büyük çapta dolarizasyonun sözkonusu olduğu durumda), hem kamu hem özel sektörün problemlerini ağırlaştırmıştır.[379] Yeldan (s. 11), 2000-01 Krizleri yönetiminin de, esas itibariyle, bir borç yönetimi programı olarak, dış borcun yenilenmesi ve uluslararası arbitrajcılar ile finansal spekülatörlerin güveninin kazanılmasına yönelik çalışan bir yönetim olduğunu belirtmiştir.[380]

2000-01 Krizleri, ülke ekonomisine büyük zarar vermiştir. GSYİH %9,4 azalarak 148 milyar USD'ye gerilemiş, kişi başına GSYİH %6,5 düşmüştür. Hızlı sermaye çıkışları, özellikle döviz kurundaki artış nedeniyle ekonomide artan belirsizlik ve güven kaybı, iç talebin ve dolayısıyla ekonominin daralmasına neden olan faktörlerdir. Özel sektöre verilen kredilerin azalması ve faiz oranlarındaki artışlar da etkili olan diğer gelişmelerdir.[381] Sanayi sektöründeki üretim yıllık bazda %7,5 oranında gerilemiş, ithalat %25 küçülmüş, enflasyon %70'leri görürken, işsizlik oranı %10'un üzerine çıkmıştır. BDDK (2010) Çalışma Tebliği'nden alınan

[378] Celasun, Merih; a.g.m., s. 1
[379] Akyüz, Y. ve K. Boratav; a.g.m., s. 3
[380] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 11
[381] TCMB (2002); 2001 Yıllık Rapor, s. 14

aşağıdaki grafikte, sanayi üretim endeksindeki sert gerileme ve kapanan şirket sayısındaki belirgin yükseliş açıkça görülmektedir.[382]

Grafik 18: Sanayi Üretim Endeksi ve Kurulan, Kapanan Şirket Sayısı



Kaynak: TÜİK

2001 yılında kamu maliye politikası, esas itibariyle artan borç stoku ve borç servisi çerçevesinde şekillendirilmiştir. Konsolide bütçe faiz ödemelerindeki artıştan dolayı, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı %16,5'a ulaşmıştır.[383] Hazine, 2001 yılında dış finansman olanaklarının azalması nedeniyle, iç borçlanmaya ağırlık vermiş ve toplam iç borç stokunun GSMH'ya oranı, 2000 yılında %29'dan, 2001 yılında %69,2'e yükselmiştir.

Tablo 4.4: Kamu Borç Stok Göstergeleri (%)

	1998	1999	2000	2001
KKBG/GSMH	9,4	15,6	11,9	16,5
İç Borç Stoku/GSMH	21,7	29,3	29,0	69,2
Dış Borç Stoku/GSMH	47,4	55,4	59,4	80,0

Kaynak: TCMB

Kamu borcundaki yüksek artış, algılanan riskin ve reel faiz oranlarının artmasına yol açarak, borçlanma maliyeti üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmuştur. Döviz kuru, piyasa faiz oranları, enflasyon, sanayi sektörü üretimi gibi makroekonomik indikatörlerde yaşanan büyük çaplı bozulma, aylık bazda aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

[382] BDDK (2010); a.g.m., s. 226
[383] TCMB (2002); a.g.m., s. 15

Tablo 4.5: Makroekonomik İndikatörler, Ocak 2001-Temmuz 2002

Tarih	Döviz Kuru (TRL/USD)	İkinci Piyasa Faiz Oranları (%)	Hazine Borçlanma Faiz Oranları (%)	Eurobond[1] Spreadleri (baz puan)	Yıllık Enflasyon Oranı (TÜFE, %)	Sanayi Sektörü Üretim Büyüme Oranı (%)
2001						
Ocak	672.240	60,1	65	729	35,9	7,5
Şubat	739.889	103,1	122,5	936	33,4	-4,9
Mart	968.299	154,8	193,8	990	37,5	-7,6
Nisan	1,209.865	127	130,5	864	48,3	-9,6
Mayıs	1,132.510	85,1	82	833	52,4	-9,4
Haziran	1,215.605	83,2	88,4	848	56,1	-10,1
Temmuz	1,320.506	95,2	91,9	1,021	56,3	-11
Ağustos	1,400.497	89,1	92,7	904	57,5	-10,8
Eylül	1,469.858	87,9	87,6	929	61,8	-9,2
Ekim	1,600.157	87,7	86,4	884	66,5	-13,6
Kasım	1,521.208	77,6	79,3	755	67,3	-14,4
Aralık	1,452.198	72,6	74,1	678	68,5	-8,1
2002						
Ocak	1,369.182	70,8	71,4	641	73,2	-2,2
Şubat	1,349.975	69,6	70	640	73,1	-5
Mart	1,356.993	65,2	68,5	591	65,1	19,2
Nisan	1,317.739	56,6	58,7	577	52,7	14,8
Mayıs	1,389.555	57	55,3	629	46,2	11,1
Haziran	1,523.940	69,1	72,3	847	42,6	7,1
Temmuz	1,649.121	75,4	72,6	912	41,3	12,4

Kaynak: TCMB[384]
[1] Eurobond Spreadleri, 30 yıllık TR Eurobond getirisi ile 30 yıllık ABD Tahvilinin getirisi arasındaki farklardan oluşmaktadır.

Finansal piyasalarda artan stresin en direkt göstergeleri, TL'nin hızlı bir şekilde değer kaybetmesi ve kamu borçlanma kağıtlarının faiz oranlarındaki sıçrama olnuştur. DİBS fiyatlarındaki keskin düşüşler, bilançoları çok olumsuz yönde etkilemiştir. 2001 2. çeyrekten sonra, USD/TL kuru, çeyreklik dönemler itibariyle sırasıyla %96,5, %116,5 ve %114,5 artış gerçekleştirmiş ve ancak Kasım 2001'den sonra stabil hale gelmiştir. 1999-2001 aralığında, TMSF bankacılık sektöründe toplam varlıkların %12'sine sahip 18 bankayı kurtarmak zorunda kalmıştır. Sektörün aktif büyüklüğü, neredeyse %13 oranında azalmıştır. Kredilerdeki daralma ise %30'a yakındır. Yeldan tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda (s. 14), krizin ekonomik boyutları görülmektedir. 1999'da %5 düşen ve 2000 yılında %7,4 büyüyen GSYİH,

[384] Özatay, F. ve G. Sak; a.g.m., s. 30

2001 yılında %9,4 oranında daralmıştır. GSYİH içerisinde en büyük gerileme, sabit yatırımlarda izlenmiş olup; 2001'in 2. Yarısında %41,5 ve %50,2 daralma yaşanmıştır. Sabit yatırım harcamaları, 2002 yılının ilk iki çeyreğinde de, düşme trendine devam etmiş olup; özel sektör yatırım harcamalarında reel anlamda sırasıyla %26 ve %1 azalma gerçekleşmiştir.[385]

Tablo 4.6: GSYİH, Tüketim ve Yatırım Harcamaları, İhracat ve İthalat, 1998-2002

	1998	1999	2000				2001				2002	
Artış Oranı (%)			I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.
GSYİH	3,1	-5,0	5,5	6,8	7,9	8,4	-0,8	-9,6	-7,4	-10,4	1,9	8,2
Tüketim Harcamaları												
Özel	1,1	-5,1	4,0	4,6	9,6	5,6	-2,5	-11,5	-9,7	-11,7	-2,0	3,1
Kamu	6,9	5,1	-0,7	12,6	9,8	5,8	-1,3	-6,6	-15,0	-8,9	2,4	2,7
Yatırım Harcamaları												
Özel	-6,7	18,8	9,4	16,5	20,4	16,4	-14,4	-32,1	-41,5	-50,2	-26,1	-1,0
Kamu	8	1,0	10,8	21,8	21,3	19,9	-5,8	-32,0	-23,4	-18,8	-17,4	3,4
İhracat	11,9	-7,1	12,1	25,9	24,6	13,7	9,7	8,2	5,9	6,4	9,1	4,2
İthalat	2,3	-3,7	34,9	25,3	23,5	19,6	-14,5	-31,0	-26,5	-26,0	1,4	19,4

Kaynak: TCMB

TMSF tarafından devralınan özel bankalar ve kamu bankalarının görev zararları nedeniyle, kamu borcunun GSYİH'ya oranı 2000 yılındaki %38 seviyesinden 2001 yılında %74'e yükselirken; faiz oranlarında yaşanan yükselişler nedeniyle, iç borç stoku, 84 milyar USD'a ulaşmış ve iç borç/GSYİH oranı %80'e yaklaşmıştır. Reel kredi hacmi %26 daralmış ve iç borç faizlerinin yükselmesi, yatırım harcamalarının %32 oranında azalmasına yol açmıştır.

Krize yol açan faktörleri incelerken bilançolarda bozulmanın önemli bir rolü olduğundan bahsetmiştim. Kriz sonrası süreçte de, zaten hasar görmüş olan bilançoların ciddi anlamda tahribata uğradığını görüyoruz. Celasun'un (s. 1) işaret ettiği üzere, finansal sermayenin küresel ölçekte akışkanlık kazandığı ve finansal istikrarsızlığa yol açtığı bir ortamda oluşan finansal krizlerin başlıca tahribatı, kamu, özel ve finansal sektör bilançoları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Kasım ve Şubat Krizleri'nin faiz ve kur şokları nedeniyle bilançoları oldukça hasar gören ve özkaynakları büyük ölçüde azalan bankacılık sektörünün rekapitalizasyonu

[385] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 2

sürecinde, kamu borç yükünün artmış olması, bütçe politikalarıyla olumsuz hale gelen talep/üretim konjonktürünü olumlu hale dönüştürme imkanlarını kısıtlamıştır. Dalgalı kur rejimine ani ve zorunlu geçiş ve ardından gelen yüksek oranlı değer kayıpları, daha önce faiz şoklarıyla bilançoları hasar görmüş bankacılık sektörünü ve şirketler kesimini, özellikle açık döviz pozisyonları ile bu krize yakalanan ekonomik birimleri beklenmedik ölçülerde kötü dengelere sürüklemiş, özkaynakları erimiş ve varlık değerleri düşmüştür.[386]

Türk Bankacılık Sektörü, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri sonrasında, toplam aktif büyüklüğünün yaklaşık dörtte birini kaybetmiş olup; 2000 yılında 166 milyar USD olan aktif büyüklüğü, 115 milyar USD'ye inmiştir. Sermaye çıkışları sonucunda, bankacılık sektörünün net genel döviz pozisyonunun bozulması ve bankaların kriz sürecinde yaşadıkları likidite sıkışıklığı, kredi kanallarını kapatmalarına[387], aynı zamanda, reel sektörün de, böylesine kötü bir ekonomik ortamda, geri çağrılan krediler ile karşı karşıya kalmasına yol açmıştır. Kredi arzındaki bu şiddetli azalma, bankacılık sektörünün zaten büyük hasar almış olan finansal aracılık işlevine büyük ölçüde zarar vermiştir.[388] Yaşanan krizlerin sonucunda, çok sayıda banka yeniden yapılandırılmak ve daha sonrasında özelleştirilmek üzere, TMSF'ye devredilmiştir. Bu bankaların ve kamu sermayeli bankaların yeniden yapılandırılmasının devlete olan maliyeti 53,6 milyar USD olarak gerçekleşmiştir; bu tutar milli gelirin yaklaşık üçte birine denk gelmektedir.[389] Finansal krizler, kamu borcunun çok ciddi anlamda yükselmesine yol açmıştır. Hem iç borçlanma faizleri, hem de SRF faizleri Hazine'nin borç yükünü arttırmıştır.[390]

---

386 Celasun, Merih; a.g.m., s. 1 ve s. 17

387 Demirgüç ve diğ. çalışmalarında iki noktayı vurgulamaktadır; öncelikle, modern likidite ve bankacılık krizleriyle birlikte mevduatlarda önemli azalmalar görülmemektedir. İkincisi, bir likidite krizini izleyen büyümedeki (çıktıdaki) yavaşlama keskin olmakta fakat kısa sürmektedir. Krizi izleyen yılda çıktı düşmesine rağmen, krizden sonraki ikinci yılda, kriz öncesi seviyelere geri dönmektedir. Bununla beraber, endişe verici bir sonuç, üretimde yaşanan bu geri dönüşe rağmen, kredi büyümesi aynı eğilimi göstermemektedir ve kriz öncesi seviyelerinde kalmaktadır. Türkiye'de de, likidite krizine benzer sonuçlar görmekteyiz; 2001 yılında reel aktivitede daralma, 2002 yılında büyümede iyileşme ancak, kredilerde uzun dönemli bir daralma…(Alper; a.g.m., s. 14).

388 Çolak, Ö. Faruk (2012); a.g.m., s. 3-4

389 BDDK (2010); a.g.m., s. 57

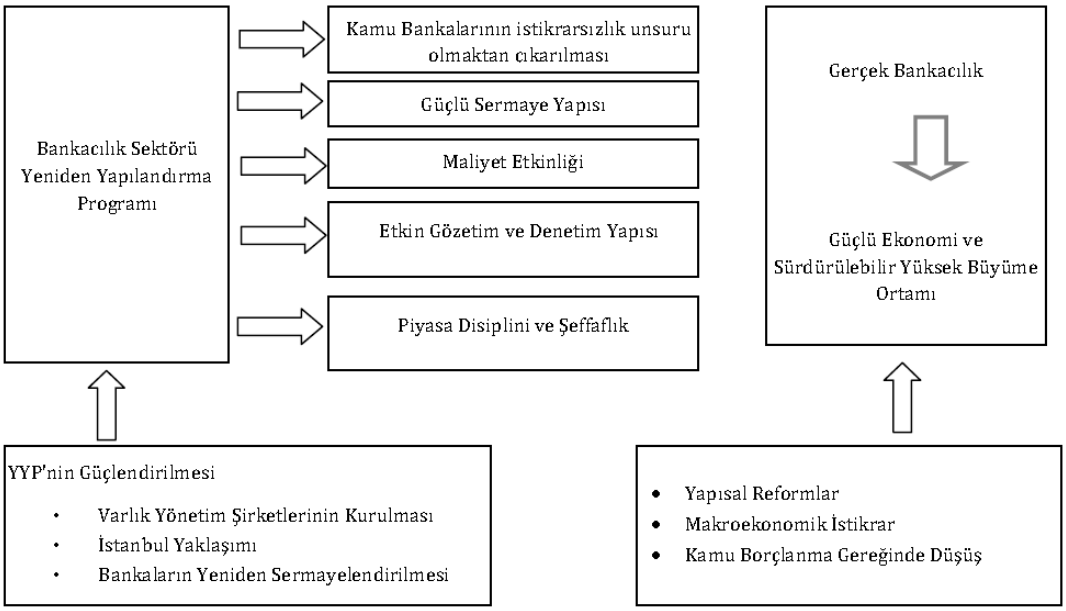
390 Keyder, Nur; a.g.m., s. 42

2001 yılının makroekonomik göstergelerine bakıldığında ekonomideki daralmanın boyutları daha iyi anlaşılırken, krizin derinleşmesinin önlenmesi konusunda bazı somut adımların da atıldığı görülmektedir. Şubat Krizi'nin arkasından, aşamalı bir şekilde yeni bir istikrar programı uygulanacağı açıklanmıştır. Buna göre, ilk aşamada, krizin kaynağı olarak görülen finansal sektörde birtakım düzenlemeler yapılacak ve güven tesis edilecek, ikinci aşamada, ödemeler dengesindeki problemlerin giderilmesine, enflasyonun düşürülmesine ve istikrarın sağlanmasına yönelik IMF'le yapılacak yeni bir stand-by eşliğinde yeni hedef ve politikalar açıklanacak, üçüncü aşamada ise, yapısal değişime yönelik uygulamalarla büyüme hızı arttırılacaktır. Bununla beraber, Uygur (s. 36), uygulanacak programın, Türkiye'ye özgü bir program olmadığını, IMF tarafından Asya Krizi'ni yaşayan ülkelere tavsiye edilen ve uygulatılan programın bir benzeri olduğunu belirtmektedir. Türkiye'nin bir şansı, Asya'daki uygulamanın aksayan yanlarının görüldükten sonra programın uygulanmaya başlanmasıdır.[391]

Mayıs 2001'de açıklanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", IMF'le imzalanan yeni stand-by düzenlemesiyle ve Dünya Bankası kredileriyle desteklenmiştir ve üretimdeki sert düşüşü önleyememesine rağmen, krizin denetim altına alınmasında etkili olmuştur. Ayrıca, bankacılık sektörünün mali bünyesinin güçlendirilmesinin yanısıra, sistemin kurumsal yapısını ve denetimini etkinleştirecek yasal ve operasyonel düzenlemeler uygulamaya konulmuştur. 2001 yılında, rekapitalizasyon sürecinde kamu bankalarının kredilendirme kapasitelerinin daraltılmış olması, kısa vadede krizden çıkışı zorlaştırmasına rağmen[392], başlatılan yeniden yapılandırma programı ve ilerleyen yıllarda gerçekleştirilen reformlar, Türk Bankacılık Sektörünün uzun vadede finansal krizlere olan dayanıklılığını arttırmıştır.

[391] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 36
[392] Celasun, Merih; a.g.m., s. 17-18

Yeniden Yapılandırma Programı Şeması



Kaynak: BDDK[393]

Bu doğrultuda, Mayıs 2001'de uygulanmaya başlanan program çerçevesinde kamu finansmanında ve bankacılık sektöründe düzeltici birtakım eylemlere öncelik verilmiş, serbest kur rejiminde devamlılık sağlanmış, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarına öncelik verecek şekilde politika araçlarını kullanmasına serbestlik getiren bir yasal çerçeve oluşturulmuş ve yapısal anlamda birçok reform hayata geçirilmiştir.[394]

Krizleri izleyen dönemde, güvenin tekrar tesis edilmesi ve uygulanan ekonomik politikalarda şeffaflık ve güvenilirlik ilkelerine uyulması için büyük çaba sarfedilmiştir. Gerçekten de, 2002 yılında uygulanan doğru politikalar ve gerçekleştirilen yapısal reformlar sonucunda, ekonomide güvenin tekrar tesis edildiğini ve GSYİH'nın %6,5'a yakın seviyede büyüdüğünü görmekteyiz. Ancak, bu iyileşme işsizlikte görülememiş; 1999 yılında %6,5 olan işsizlik oranı, 2002 yılında %10,3'e yükselmiştir.

[393] BDDK (2009); a.g.m., s. 11
[394] Celasun, Merih; a.g.m., s. 2

4.6 Merkez Bankası'nın Türkiye 2000-01 Krizleri'ndeki Rolü

Finansal istikrarsızlık dönemleri, değerleme riski ve makroekonomik riskle karakterize edilmektedir.[395] Para politikası, değerleme riskinin minimize edilmesini amaçlamamakta; makroekonomik riskin azaltılması yönünde çalışmaktadır. Finansal karmaşanın toplam ekonomik aktivite üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik olarak faiz oranlarının indirilmesiyle, para politikası, finansal bozulmanın bir kısır döngüyü başlatma olasılığını azaltarak; belirsizliğin azalmasıyla, piyasalar için, doğru fiyatın bulunmasını kolaylaştıran bilgilerin toplanması sürecini münkün hale getirecek ve piyasanın normal işleyişine dönmesini hızlandıracaktır.[396] Dolayısıyla, bir ülkede para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan merkez bankasının, finansal krizlerde almış olduğu aksiyonlar büyük önem taşımaktadır.

Asimetrik enformasyon yaklaşımı, finansal krizlerin, bankacılık paniklerinin sonuçlarının dışında etkileri olabileceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, genişletilmiş bir "nihai kredi mercii" rolü için birtakım gerekçeler belirtmektedir. Öncelikle, Merkez Bankası, bu rolüyle sıkıntılar bankacılık sektörünün dışından kaynaklansa bile, finansal sisteme, yıkıcı finansal sıkıntılardan kaçınabilmek için gerekli likiditeyi sağlayacaktır. Teori, aynı zamanda, bir merkez bankasının, finansal sektörde en çok ihtiyacı olan taraflara etkin bir şekilde likidite sağlamasına olanak tanıyan bu uygulamaya sahip olmasının yararını desteklemekte ve merkez bankalarının, asimetrik enformasyon problemlerinin geliştiği finansal sistemde, banka dışı kurumlara likidite sağlanması şeklindeki "nihai kredi mercii" rollerinin birçok faydası olabileceğini ortaya koymaktadır.[397]

Gerçekten, bir finansal kriz sırasında, "iskonto oranını" piyasa faiz oranlarının altında kalacak şekilde ayarlayarak, iskontolu kredileri teşvik etmesi, merkez bankası için, yerinde ve uygun bir uygulama olabilmektedir. Bununla beraber, bu tür genişletilmiş bir "nihai kredi mercii" rolünün üstlenilmesinin

[395] Mishkin, F. (2009); "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?" NBER Working Paper 14678, January 2009, 1-17, s. 3
[396] Mishkin, F. (2008); a.g.m., s. 3
[397] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 21 ve Mishkin, F. (1990); a.g.m., s. 35

beraberinde getirdiği potansiyel maliyetler de vardır; çünkü sosyal olarak optimal olan seviyenin üstünde bir risk alımı davranışını, yani finans dışı kurumların aşırı risk almasını teşvik edebilmektedir. Genişletilmiş bir "nihai kredi mercii" rolünün tamamen yararlı olup olmadığı ve nasıl yürütüleceği konusunda karar verme hususları, aslında oldukça karmaşık konulardır. Dolayısıyla, merkez bankası, politika yapıcılığı sürecinde uygun politikaların tasarlanması sırasında, genişletilmiş "nihai kredi mercii" rolünün faydaları ile maliyetleri karşılaştırılarak, sonuca göre aksiyon almalıdır.[398]

Bir finansal kriz oluştuğunda, finansal sistemde bilginin fonksiyonunu kaybetmesi, ekonomik açıdan çok yıkıcı sonuçlara yol açmaktadır ve iyileşme sağlanabilmesi için, finansal sistemin, bir anlamda, yeniden başlatılması gerekmektedir. Ancak, bu şekilde, finansal sistem, fonların üretken yatırım fırsatlarına sahip olan taraflara aktarılması şeklindeki asli işlevini yerine getirebilmektedir. Gelişmiş ülkelerde merkez bankaları, bunu hem genişleyici para politikasına başvurarak, hem de "nihai kredi mercii" fonksiyonunu kullanarak başarabilmekte ve asimetrik enformasyon problemlerinin kontrol altına alınmasını ve kredi piyasalarında ciddi bozulmalar yaşanmasının önlenmesini sağlayabilmektedir. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları farklılıklar nedeniyle, mekanizma bu ülkelerde etkin işleyememektedir. Dolayısıyla, asimetrik enformasyon teorisi, bu ülkelerde, merkez bankalarının, aynı güce sahip olamayacağına ve finansal krizlerle başa çıkabilmek için, uluslararası bir kurumun "nihaki kredi mercii" rolünü üstlenmesi gerekebileceğine işaret etmektedir.[399]

Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sistemlerin kurumsal özellikleri, merkez bankasının krizi iyileştirmesinin, gelişmiş ülkelerdeki merkez bankalarına göre, çok daha zor olduğunu göstermektedir. İlk olarak, birçok gelişmekte olan ülkede, borcun büyük kısmı döviz cinsinden düzenlenmektedir. Dolarize olan ülkenin merkez bankası, dolar yaratma gücüne sahip olmadığı için, herhangi bir ticari bankaya hücum yaşandığı zaman, "nihai kredi mercii" rolünü oynayamamaktadır. Yerleşikler,

[398] Mishkin, F. (1991); a.g.m., s. 21 ve Mishkin, F. (1990); a.g.m., s. 35
[399] Mishkin, F. (1999a); a.g.m., s. 8

nakit işlemlerinde dolar kullanmanın yanısıra aynı zamanda, ticari bankalardan dolar cinsinden alacaklarını temsil eden çek ve vadeli mevduatlara sahiptirler. Eğer yerleşikler, bu dolar mevduatların gerçekten para olarak tutulan dolara kayabileceği veya ülke dışına çıkabileceği konusunda endişelenirlerse, bankalara hücum edebilirler ve iş hükümetin yönetebileceği alanın dışına çıkar; çünkü hükümetin elinde yeteri kadar doları yoktur ve dolar yaratma gücüne de sahip değildir.[400] Ayrıca, geçmişte yüksek ve değişken bir enflasyona sahip olmaları, borç sözleşmelerinin çok kısa vadelere sahip olmasına neden olmaktadır ve genişleyici bir para politikasının uygulanması, beklenen enflasyonun büyük ölçüde artmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, finansal krizden çıkmayı sağlayacak genişleyici bir para politikasının uygulanabilirliği ortadan kalkmaktadır.[401]

Şimdi, 2000-01 Krizleri'nde Merkez Bankası'nın göstermiş olduğu tutum ve üstlendiği role kısaca değinmek istiyorum. Bir kere Türkiye, yıllar boyunca, kronik hale gelen yüksek enflasyon oranlarıyla boğuşmuş ve enflasyonu normal seviyelere indirebilmek adına, 1999 sonunda, dezenflasyon programını başlatmıştır. Genişleyici para politikasının uygulanmasında karşılaşılan ilk sıkıntı, bu olmuştur. İkincisi, uygulanan dezenflasyon programı da, zaten, hali hazırda, Merkez Bankası'nın elini kolunu bağlamıştır. Eichengreen'in işaret ettiği üzere (s. 7), örneğin, Kasım Krizi'nin ilk fazında, finansal sistemin büyük bir baskı altına girmesiyle, para otoriteleri, piyasalara ek likidite sağlamıştır ve "net iç varlıklar"ın hedeflenen oranların üzerine çıkmasına izin verilmiştir.[402] Ancak, ilerleyen dönemde, döviz kuru çıpasını savunma taahhüdü nedeniyle, Merkez Bankası finansal sisteme likidite sağlayamamıştır ve sonuç, büyük bir kredi darboğazının yaşanması olmuştur. Son fazda sağlanan likidite ise, zamanlamanın yanlış olması nedeniyle, sadece döviz kurunun istikrarı ile ilgili şüpheleri beraberinde getirmiştir. Kısaca, TCMB, programa sadık kalabilmek için,

[400] Feldstein, Martin; a.g.m., s. 9
[401] Mishkin, F. (1999a); a.g.m., s. 6
[402] Bununla beraber, dezenflasyon programına göre, "net iç varlıklar"daki artışlar sermaye girişleriyle desteklenmekteydi. Yoğun sermaye çıkışlarının görüldüğü bir atmosferde, finansal piyasalara ek likiditenin sağlanması amacıyla, NİV bandının dışına çıkılarak parasal tabanda genişleme yaratılmıştır.

piyasaya müdahale ederek, bankacılık krizini çözmek konusunda geç, Şubat 2001'de yaşanan döviz krizinde ise yetersiz kalmıştır.[403]

Bazı iktisatçılar tarafından, TCMB'nin, Kasım ayında yaşanan krizde, "nihai ödünç mercii" rolüne dayanarak uygulayabileceği reeskont politikasını uygulamayarak, bir anlamda krizin derinleşmesine katkı sağladığı ve krize seyirci kaldığı düşünülmektedir. Buna göre, likidite krizlerinde, parasal genişleme önemli bir yardımcı olarak düşünülürken, TCMB, bir para politikası aracı olarak, reeskont ve kanuni karşılıklar gibi araçları kullanmayarak, ciddi bir hata yapmıştır. Ayrıca, örneğin, Şubat 2001 Krizi'nde, Ziraat Bankası'nın likidite sıkışıklığını giderebilmesi için ihtiyaç duyduğu 1,8 katrilyonluk fon desteğini sağlamayarak yine krizi tetikleyici bir rol üstlenmiştir.[404] Diğer yandan, bankacılık sektöründeki risklerin farklı yapısı, TCMB'nin, piyasada yaşanan tıkanıklıkların aşılmasını sağlamaya yönelik olarak yapacağı müdahaleleri zorlaştıran faktörlerden biridir.

Merkez Bankası'nın yeterince etkin davranmadığı düşüncesine rağmen, bankacılık sektörüne verilen Merkez Bankası kredilerinde, özellikle 2001 yılında yaşanan yukarı yönlü hareketler dikkat çekicidir. Krizin hemen öncesinde %400'lerin üzerine çıkan Interbank faiz oranları ve likiditesini kaybetmiş bankaların kurtarılmasını takiben, Merkez Bankası tarafından bankacılık sektörüne verilen kredilerde büyük bir artış yaşanmıştır.[405]

Uygur (s. 32), 2001 Şubat Krizi'nden önce, para tabanı ve faiz oranı, sermaye akımlarına bağlı olarak değiştiği için, aslında bir para politikasının mevcut olmadığını ve para politikası oluşturma gerekliliğinin de olmadığını belirtmiştir. Şubat Krizi'nden sonra ise tam tersi bir durum yaşanmıştır. TCMB tarafından para politikasının çok dikkatli bir şekilde oluşturularak uygulanması; para tabanının ve kısa vadeli faiz oranlarının gelişmelere göre belirlenmesi gerekmiştir. Ancak,

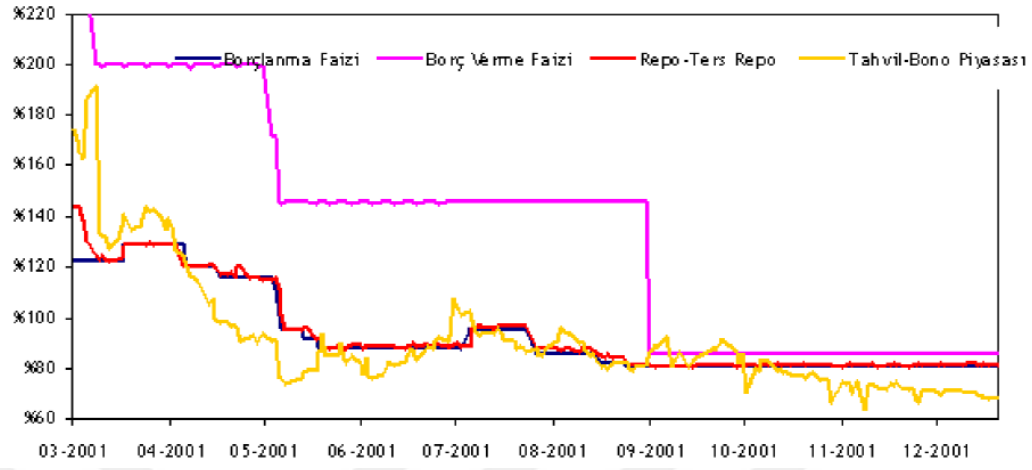
[403] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 7
[404] Çolak, Ö. Faruk (2001); a.g.m., s. 23-24
[405] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., s. 214

örneğin, çok sıkı bir para politikası uygulanması, ekonominin daralmasına yol açarak, krizin daha da derinleşmesine neden olabilirdi.[406]

Şubat Krizi sonrasında Merkez Bankası'nın ana hedefi, mali istikrarı yeniden sağlamak ve hiperenflasyonu önlemek amacıyla piyasadaki likidite fazlasını kontrol altında tutmak ve yapılan likidite operasyonlarının mali yükünü azaltmaya çalışmak olmuştur. Kasım ayında yaşanan bankacılık krizinde sadece yabancıların döviz talebinin arttığı görülürken, Serdengeçti (s. 4-5), Şubat Krizi sırasında yerleşiklerin döviz talebinin de arttığına işaret etmektedir. Bankalar, müşterilerinden gelen yüksek miktarda döviz talebinin yanısıra, uluslararası yatırımcıların risklerini azaltmak istemelerinin sonucunda uluslararası piyasalardan fon bulma olanaklarının sınırlı hale gelmesiyle, büyük likidite problemleri yaşamışlardır. Programın terkedilmesini izleyen ilk günlerde, kamu ve özel bankaların likidite ihtiyaçlarının artması ve dövize olan talebin tırmanması nedeniyle aşırı yükselen faiz oranları karşısında, Merkez Bankası, ödemeler sisteminin bütünlüğünün ve finansal piyasalarda istikrarın yeniden sağlanabilmesi için, alış satış oranlarını ilan ederek para piyasalarına girmiş ve döviz piyasalarındaki aşırı oynaklığı gidermek için, piyasaya müdahale etmiştir. Yerli bankaların döviz cinsinden sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için, Merkez Bankası, bankalara bir hafta vadeli döviz mevduatı olanağı sunmuş ve Mart ayında 2 milyar USD satış yapmıştır. Aynı zamanda, yurt içi krediler üzerindeki sınırlamayı kaldırmıştır.[407]

[406] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 32
[407] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 4-5

Grafik 19: TCMB'nin Para Piyasalarındaki Faiz Oranı Kotasyonları



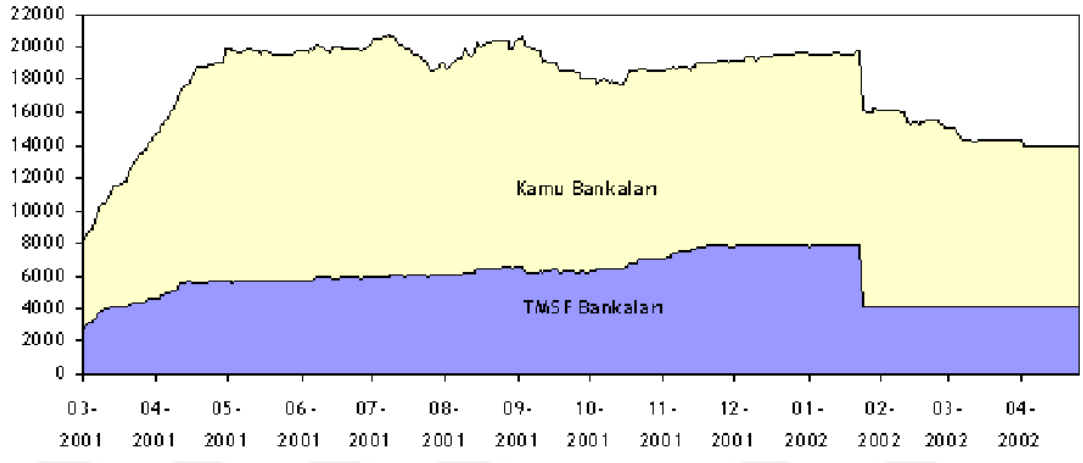
Kaynak: TCMB[408]

Kamu bankaları ve fon bankaları, Kasım Krizi öncesinde likidite ihtiyaçlarını para piyasalarında, diğer bankalardan ve Merkez Bankası'ndan borç alarak karşılamaktaydı. TL likiditenin bankalar arasında eşit olmayan dağılımı, faiz oranlarının hem seviyesini hem de volatilitesini arttırarak, Kasım Krizi sonrasında döviz kuru çıpasının ve Türk lirası likidite yönetiminin etkinliğini azaltmıştır. Bu durum, piyasalarda güvenin sarsılmasına yol açarak, dövize doğru bir yönelim başlatmıştır. Kasım Krizi'nden sonra mudilerin mevduatları da dahil olmak üzere, Türk finans sistemi içerisindeki tüm işlemlerin vadeleri önemli ölçüde kısalmıştır. Dolayısıyla, kamu bankaları ve fon bankalarının Şubat Krizi'ne büyük bir kısmı gecelik olmak üzere birikmiş kısa vadeli yükümlülüklerle girmiş olması, bankacılık sektörünü faiz oranı riskine karşı aşırı savunmasız hale getirmiştir. Kriz sırasında, bankacılık sektörü likidite problemleri yaşadığı için, ödemeler sistemi çökmüştür. Bankalar piyasadan farklı oranlarda borçlanabiliyorlardı. Örneğin, bir kamu bankasının borçlanma oranı %850 iken, başka bir kamu bankası %2,200 seviyesinde aşırı yüksek bir maliyetle fon sağlayabiliyordu. Bankaların likidite ihtiyaçlarının çok yüksek bir boyuta gelmesi, para politikasının uygulanmasına büyük bir engel teşkil etmekteyken, piyasadaki faiz oranları, Merkez Bankası'nın likidite yönetim stratejisi yerine bankaların likidite ihtiyaçları doğrultusunda belirlenmekteydi. Bankacılık

[408] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 5

sektörünün 26 Şubat 2001'de 15 katrilyon TL olan gecelik borçlanma gereksinimi, 16 Mart 2001 itibariyle 21,8 katrilyon TL'ye yükselmiştir. Yükümlülüklerin finanse edilemeyeceği ve para piyasalarının zarar göreceği düşüncesinden hareketle TCMB, Şubat Krizi sonrasında likidite operasyonlarına başlamıştır.[409]

Grafik 20: Kamu ve TMSF Bankalarına Sağlanan TCMB Likidite Desteği (Repo Stoku+Doğrudan Alımlar, Trilyon TL)



Kaynak: TCMB[410]

Yapılan yüklü döviz satışlarıyla, hem Hazine tarafından piyasalara sağlanan likidite fazlasının sterilize edilmesi, hem de dalgalı kur rejiminin işleyişi bozulmadan bankacılık sektörünün döviz ihtiyacının karşılanması amaçlanmıştır. 2001 yılı içerisinde iç borç takas işlemleri operasyonu gerçekleştirilmiştir. Hazine bonosu ve devlet tahvillerinin USD'ye endeksli tahviller ve TL cinsinden tahvillerle takas edilmesi içeren bu işlemlerin amacı, borçların sürdürülebilirliğini sağlamak, faiz oranlarındaki düşüşü kolaylaştırmak ve bankacılık sektörünün açık döviz pozisyonlarını kapatmalarına yardımcı olmaktır.

[409] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 6
[410] Serdengeçti, Süreyya; a.g.m., s. 7

4.7 Kriz Öncesi, Kriz Anı ve Kriz Sonrası Süreçlerde IMF'in Tutumu

IMF'in hem kriz öncesi hem de kriz sonrası süreçte, gerek direktifleri, gerek fon desteğiyle, Türkiye ekonomisinde söz sahibi olduğunu görmekteyiz. Bu konuya daha detaylı bir şekilde girmeden önce, öncelikle, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, IMF tarafından uygulanan programların nasıl tasarlandığına, genel hatlarıyla bakmamızda fayda bulunmaktadır. Radelet ve Sachs, bu süreci aşağıdaki şekilde anlatmaktadır (s. 51)[411];

1. Vadesi gelen borçların geri ödenmesi konusunda, doğrudan veya dolaylı olarak destek sağlanması için uluslararası kreditörlere başvurulmaktadır.
2. Döviz kuru istikrarının sağlanmasına yönelik, yüksek nominal faiz oranlarının uygulanmasına, yurtiçi kredilerin kısıtlanmasına ve denk bütçe veya bütçe fazlası verilmesine dayalı bir makroekonomik çerçeve oluşturulmaya çalışılmaktadır.
3. Sıkıntı yaşayan finansal kurumların derhal kapatılması veya faaliyetlerinin durdurulması ve finansal sektördeki denetimin arttırılmasına dayanan, finansal sektörün köklü bir şekilde yeniden yapılandırılmasına yönelik bir program izlenmektedir.
4. Program, hızlandırılmış ticaret reformu, demonopolizasyon ve özelleştirme süreçlerini içeren, şeffaflığın ve rekabetin arttırılmasını amaçlayan diğer "yapısal" ve "iyi yönetim" önlemlerini içermektedir.

Radelet ve Sachs, IMF destekli programların dayanağı olan kavramları şu şekilde özetlemektedir. Öncelikle, IMF'in asli amacı, döviz kurundaki istikrarın büyük ölçüde sağlanmasıyla, finansal piyasalarda güvenin tekrar tesis edilmesidir. Döviz kuru istikrarı ise, makroekonomik disiplinin sağlanması (mali dengenin sağlanması, faiz oranlarının arttırılması, kredilerin sıkılaştırılması), döviz rezervlerinin arttırılması ve finansal sistemde yapısal reformların gerçekleştirilmesiyle mümkün olacaktır. Bu reformlar, programın başında, zararda olan finansal kurumların kapatılması veya söz konusu kurumların faaliyetlerinin askıya alınması, finansal piyasalarda yapılacak uzun vadeli reformlara dair sıkı bir

[411] Radelet, S. ve J. Sachs; a.g.m., s. 51

zaman çizelgesinin anons edilmesi, kurumsal yönetim ve piyasadaki rekabetin arttırılmasına yönelik alınan kararlı aksiyonlarla işaret edilmektedir.

Türkiye'de IMF desteğiyle uygulanan programa 2. Bölümde ayrıntılı bir şekilde değindiğim için burada bir kez daha girmeyeceğim. Ancak, IMF'in, uyguladığı programlarla, krizlere karşı almış olduğu aksiyonların, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde hızlı büyümeyi önleyemediğini belirtmek istiyorum. Ayrıca, Meksika, Arjantin ve Doğu Asya ülkelerine sağlanan acil kurtarma paketleri de, uluslararası kredilerde ahlaki risk probleminin şiddetlenmesine yol açmıştır. IMF, bizzat kendisi, gelişmekte olan herhangi bir ülkede bir temerrüt yaşanması durumunda aşırı tedirgin davranmış ve aslında, yabancı kreditörleri kurtarmak için büyük miktarda parasal destek sağlamıştır.

Türkiye'de de, tekrarlanan çok sayıda kurtarma, ahlaki riske yol açtığı için eleştirilmiştir. Çünkü hükümetlerin dış kreditörlere olan borçlarını geri ödemesini kolaylaştıran bir finansal destek şekli, piyasa katılımcılarını, riskleri dikkatli bir şekilde incelemeden kredi vermek yönünde teşvik etmekte ve bu durum ahlaki risk probleminin oluşmasına ve şiddetlenmesine yol açmaktadır. Bu durum, aynı zamanda, hükümetler için de aşırı risk alımını teşvik etmektedir. Finansal risklere karşı kısmi sigorta sağlanması, yetkili kurumları daha riskli politikalar uygulamak yönünde teşvik ederek, ahlaki risk probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, Eichengreen (s. 27-28), IMF tarafından Türkiye'ye finansal destek sağlanmaması gerektiğini vurgulamaktadır. Gerekçe olarak da, hükümetin bütçeyi ve bankacılık sektörünü güçlendirmek için gerekli çabayı göstermediğini belirtmektedir. Aşırı risk alımını arttırarak ahlaki risk problemlerinin şiddetlenmesine yol açtığı için, IMF, kredi verip vermemek hususunda kendisini çok zor bir noktada bulmuştur.[412]

Kriz yaşayan ülkelerde ahlaki risk olgusunun artmasına yol açtığı düşünülen finansal desteklerin eleştirilmesinin arkasında yatan neden, kriz çıkaran ülkenin yanlış yapmış olması ve yanlışının bedeline katlanması gerektiği düşüncesidir. Ancak, Türkiye'de kriz, IMF tarafından desteklenen bir programın uygulanması

[412] Eichengreen, Barry; a.g.m., s. 27-28

sırasında patlak vermiştir. Diğer yandan, IMF ayağında hakim olan bir diğer görüş, bir ülkenin kendi iç dinamikleriyle krizden çıkamaması ve dışarıdan gelen destekle kurtarılması, tekrar bir kriz yaşama olasılığını arttırmakta ve sağlanan finansal desteğin boşa gitmesidir. Bu nedenlerden dolayı, Şubat Krizi'nin yaşanmasının arkasından Mart-Nisan aylarında IMF kredisinin 10-15 milyar USD civarında olacağı yönünde düşünceler hakim olmuştur.[413]

2000-01 Krizleri'nde, kriz anı ve sonrasında, Niyet Mektupları ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, IMF'in yakın denetim ve finansal desteği altında uygulanmıştır. Haziran 1999-2002 yılları arasında, IMF'in resmi onaylanmış desteği toplam 31,9 milyar USD olup; gerçekleşen kullanım 28,2 milyar USD şeklindedir. Hazine Müşteşarlığı'nın internet sitesinden sağlanan verilerle Yeldan tarafından hazırlanan aşağıdaki tabloda (s. 9), IMF tarafından 1999-2002 yılları arasında Türkiye'ye sağlanan finansal desteğin detayları yer almaktadır.

1999 Temmuz-Aralık	Kurul Denetiminde İzleme
2000-2002	Stand-by
2000 Kasım-Aralık	Kasım 2000 Krizi'ni Takiben Ek Rezerv Sağlanması
2001 Şubat-Mart	Şubat 2001 Krizi'nin Çözümüne Yönelik Ek Finansman Sağlanması
2002-2004	Stand-by
11 Eylül	Uluslararası Kriz Nedeniyle Ek Finansman
Onaylanmış Toplam Ek Finansman;	31,930 milyar USD
1999-2002 Gerçekleşen Kullanım;	28,168 milyar USD
2001-2002 Sermaye Ödeme;	7,519 milyar USD
Net Kullanım; 28,168 milyar USD – 7,519 milyar USD = 20,649 milyar USD	
Fonların Dağılımı;	
- Bütçe Finansmanı	11,9 milyar USD
- TCMB'ye Rezerv Desteği	7,6 milyar USD
- Hazine Müsteşarlığı Rezerv	1,1 milyar USD

[413] Uygur, Ercan (2001); a.g.m., s. 31

Tablodaki verilere göre, 2000 ve 2001 yıllarında yapılan net ödemelerle (7,519 milyar USD sermaye ödemesi çıkarıldıktan sonra), Türkiye, kriz boyunca, IMF'ten toplam 20,6 milyar USD kredi kullanmış olup; 13 milyar USD Hazine tarafından, 7,6 milyar USD Merkez Bankası tarafından kullanılmıştır. Bu arada, IMF'ten sağlanan fonların öncelikle ve esasen bankacılık sektörü tarafından, borçların yenilenmesi amacıyla kullanıldığı açıkça görülmektedir.[414] Yine de, Türkiye'nin krizden çıkışının örneğin Arjantin'e göre çok daha hızlı olmasında, IMF kredi enjeksiyonlarının olumlu etkilerinin olduğunu söyleyebiliriz. 2000-01 Krizleri'nde, IMF, "uluslararası kredi mercii" rolünü büyük ölçüde icra etmiştir. IMF kredileri olmaksızın krizlerin negatif etkilerinin bu denli hızlı giderilemeyeceği de ortadadır.

[414] Yeldan, Erinç; a.g.m., s. 8-10

BEŞİNCİ BÖLÜM

EKONOMETRİK UYGULAMA

Türk Bankacılık Sektörünün zayıf görünümünün ve bilançolarda yaşanan bozulmanın Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri'nde önemli bir rolü bulunmaktadır. 2. ve 3. Bölümlerde krizlere yol açan majör faktörleri incelerken, finansal liberalizasyon sürecine, liberalizasyon sürecinin beraberinde sermaye akımlarında, kısa vadeli borçlanmada ve yurtiçine verilen kredilerde yaşanan artışa, sabit kur sistemi politikasına, makroekonomik değişkenlere ve bankacılık sektöründe varolan kırılganlıklara ayrıntılı bir şekilde değinmiştim. Ayrıca, makroekonomik görünümdeki bozulmanın krizlere yol açan ana neden olması durumunda, bu krizlerin çok daha önce, örneğin makroekonomik anlamda çok daha kötü bir performans sergilenen 1998-99 yıllarında yaşanabileceğini vurgulamış; bu hususun asimetrik enformasyon teorisiyle de tutarlılık arz ettiğini belirtmiştim. Bu nedenle, makroekonomik değişkenlerden ziyade, 1990-2014 dönemi için, Türk Bankacılık Sektörünün sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, karlılık ve likidite durumu gösteren birtakım değişkenleri inceleyerek bir model oluşturmaya çalıştım. Bu arada, özellikle 2000 yılı öncesi verilere ulaşmakta birtakım sıkıntılarla karşılaştım ve 1980-2014 dönemini incelemek istememe rağmen, sözkonusu sıkıntılar nedeniyle, 1990-2014 dönemiyle çalışmamı sınırlandırmak durumunda kaldım. Modelle ilgili açıklamalara geçmeden önce, literatürde yer alan benzer çalışmalara kısaca değinmek istiyorum.

5.1 Akademik Literatür

Literatür araştırması sırasında, bankacılık sektöründe ve genel anlamda finansal piyasalarda kırılganlığın arttığına işaret eden ve bu konuda yapılan çalışmaları içeren çok sayıda makaleye rastladım. Makalelerin önemli bir kısmında, kriz dönemlerinin belirlenmesi ve krizlerin öngörülmesinde baskı endeksleri yaygın şekilde kullanılmıştır. Çeşitli risk unsurlarına yer verilen ve genellikle aylık veya çeyreklik olarak oluşturulan endekslerde, değerin belli bir sınır değerini aşması, kriz olduğunu ve gelecekte kriz yaşanabileceğini göstermektedir. Spekülatif Baskı

Endeksi, Para Piyasası Dalgalanma Endeksi, Aşırı Risk Alımı Endeksi ve Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi, finansal piyasalardaki baskının ölçülmesi ve krizlerin tahmin edilmesine yönelik olarak geliştirilen endekslere örnek teşkil etmektedir.

Eichengreen (1996) tarafından geliştirilen "Spekülatif Baskı Endeksi", nominal döviz kurları, faiz oranları ve rezervlerde yaşanan değişimlere göre oluşturulmuştur. Ağırlıklı ortalamaların dikkate alındığı bu endeks "Finansal Baskı Endeksi" olarak da bilinmektedir. Döviz kurları ve faiz oranlarındaki pozitif değişimler veya rezervlerdeki negatif değişimler, döviz piyasalarındaki baskının arttığını göstermektedir. Endeks değerinin, önceden belirlenen endeks değerini aşması durumunda bir kriz oluştuğu görülmektedir.[415]

Kaminsky ve Reinhart (1999) tarafından geliştirilen "Para Piyasası Dalgalanma Endeksi", krizlerin öngörülmesinde kullanılan bir diğer endekstir. Bu endeks, rezervler ve nominal döviz kuru ağırlıklı ortalamalarındaki değişimlere göre oluşturulmaktadır. Döviz kurlarındaki değişimler pozitif, rezervlerdeki değişimler negatif katkı sağlamaktadır.[416]

Kibritçioğlu (2003) tarafından geliştirilen "Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi"nde ise, bankacılık sektörünün kırılganlığı aylık bazda izlenmiştir. Endeks, banka mevduatlarının, özel sektöre kullandırılan kredilerin ve bankaların yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin standartlaştırılmış değerlerinin ortalamasına göre oluşturulmuştur. Bu değişkenler likidite, kredi ve döviz kuru risklerinin göstergeleri olarak endekse dahil edilmiştir. Endekste ağırlıklandırma yapılmamıştır. Bu şekilde oluşturulan endeks, bankacılık sektöründeki likidite, kredi ve döviz kuru risklerinin direkt göstergesi olarak düşünülmektedir. Üç göstergede yaşanan değişimler, bankacılık sektöründeki kırılganlığa dair işaretler vermektedir. Herhangi bir dönemde, endeks değerinin, $-0,5 < BSK_t < 0$ arasında olması durumunda, bankacılık sektörünün orta derecede kırılgan, $BSK_t \leq -0,5$ olması durumunda ise, bankacılık

[415] Eichengreen, Barry, A. Rose ve C. Wyplosz (1996); "Contagious Speculative Attacks", NBER Working Paper, No: 5681

[416] Kaminsky, G. and C. M. Reinhart (1999); "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems", American Economic Review, 89-3, 473-500

sektörünün yüksek derecede kırılgan olduğu belirtilmektedir. Bilançolarda oluşan risk birikimi, bankacılık sektöründeki kırılganlığı arttırmaktadır.[417]

Ural ve Balaylar (2007) tarafından geliştirilen "Aşırı Risk Alımı Endeksi" ise, "Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi"ne benzer nitelikler taşıyan bir endekstir. Finansal istikrarsızlığa yol açan faktörler dikkate alınarak, Türkiye için 1987-2007 dönemi aylık verileri kullanılarak yeni bir endeks türetilmiştir. Banka mevduatları, özel sektöre verilen krediler ve banka dışı yükümlülüklerin yanısıra endekste, banka menkul kıymet stoku ve banka mevduatlarına yer verilmiştir.[418]

Demirgüç-Kunt ve Detragiache geliştirdikleri çok değişkenli logit modelde birçok değişkeni kullanarak, bankacılık sektöründeki kırılganlığı açıklamaya çalışmıştır. 1980-94 periyodu için çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için yapılan çalışmada, düşük GSYİH büyümesi, yüksek reel faiz oranları, yüksek M2/rezervler oranı ve mevduat garantisi değişkeni bankacılık krizlerini açıklamada başarılı olmuştur. Sözkonusu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin temel nedenlerini açıklamak üzere geliştirilen panel regresyon modeli ile kriz olasılığı ölçülmeye çalışılmıştır.[419]

Arı ve Dağtekin (2008), 2000-01 Krizleri için erken uyarı sinyalleri elde etmek amacıyla, ilk aşamada, bir ekonominin spekülatif saldırılara olan hassasiyetini ölçmek için indikatörlerini oluşturmuşlar; ikinci aşamada, krizlerin mikro ve makro boyutlarını içeren yeni jenerasyon bir kriz indikatörü geliştirmişlerdir. 3. kuşak döviz krizi modelleri, ekonomik temellerdeki zayıflıklarla finansal sistemin özellikle bankacılık sektörünün zayıflıklarını ilişkilendirmekte olduğu için, bu nedenle, kriz indikatörünün ikinci kısmı, bankacılık sistemine ilişkin üç tane risk ölçütüne başvurmaktadır; özel sektörden alacaklar, döviz cinsinden yükümlülükler, toplam TL mevduatlar. Oluşturdukları denklemin ilk kısmında, Eichengreen tarafından geliştirilen "Spekülatif Baskı Endeksi"yle, piyasadaki baskıyı ölçmeye, ikinci

[417] Kibritçioğlu, Aykut (2003); "Monitoring Banking Sector Fragility", Arab Bank Review, 51-66, Vol:5-2, October 2003 ve (2002); "Excessive Risk-Taking, Banking Sector Fragility and Banking Crises" College of Commerce and Business Administration, University of Illionis at Urbana-Champaign, Working Papers, 02-0114

[418] Ural, Mert ve Nilgün Acar, Balaylar (2007): "Bankacılık Sektöründe Yüksek Risk Alımı ve Baskı İndeksleri", Finans Politik&Ekonomik Yorumlar, Cilt 44-509, 47-56

[419] Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998); a.g.m., 1-29

kısmında ise, Türk Bankacılık Sektörünün zayıflıklarını ölçmeye çalışmışlardır. Arı ve Dağtekin'in çalışması, 2000-01 Krizleri'nin tahmin edilmesinde bazı değişkenlerin açıklayıcı gücünü test etmeyi amaçlamıştır. Çalışma sonuçlarına göre, krizler, özellikle bankacılık sektöründeki kırılganlıklar, cari açık ve parasal dengesizliklerden ciddi anlamda etkilenmiştir.[420]

5.2 Data ve Metodoloji

2000-01 Krizleri'nde öne çıkan unsurlar, kısa vadeli dış borçlanmada yaşanan artış, tüketici kredilerindeki artış, reel kurda yaşanan aşırı değerlenme, banka bilançolarındaki sıkıntılar, aktif kalitesinde bozulma, vade ve döviz kuru uyumsuzlukları ve döviz cinsinden yükümlülüklerin döviz cinsinden varlıklara oranının yüksek olması gibi faktörlerdir. Dolayısıyla, yapılan ekonometrik çalışmada, bankacılık sektörü bilançolarında yaşanan bozulmayı açıklayabilmek için sektörün sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, karlılık performansı ve döviz yükümlülüklerini gösteren indikatörlere yer verilmiştir. Ayrıca, finansal liberalizasyon sürecinin yaşanan krizlerde tartışılmaz bir rolü olduğu düşüncesinden hareketle, sermaye hesabının liberalizasyonunu takiben sermaye akımlarında yaşanan değişim ve bir ülkenin dışa açıklığının göstergesi olarak kabul edilen ithalat ve ihracattaki değişim, dikkate alınması gereken önemli değişkenler olarak analize dahil edilmiştir.

Ekonometrik modelimi oluştururken, kullanacağım değişkenleri makro ve mikro değişkenler olarak gruplayarak, bu değişkenlerin 1990-2014 dönemine ilişkin yıllık performanslarını inceledim. Verilerimi toplarken özellikle TCMB, Hazine Müsteşarlığı, BDDK ve TBB'nin istatistiklerinden yararlandım. 1980'lerde başlayan ve 1989'da sermaye hesabının liberalizasyonuyla büyük ölçüde tamamlanan finansal liberalizasyon sürecinin, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri'ne giden yolda büyük katkısı olduğunu belirtmiştim. Bu düşünceden hareketle, sermaye akımları, kısa vadeli borçlanma/uluslararası rezervler oranı, dış borç/ihracat oranı ve tüketici kredilerindeki artış oranı gibi değişkenleri ilk grup makro değişkenlerim olarak çalışmama dahil ettim. 1999 yılının sonlarına doğru uygulanmaya başlanan döviz

[420] Arı, A. ve R. Dağtekin; a.g.m., 191-218

kuruna dayalı istikrar programı sonucunda, TL'de yaşanan aşırı değerlenme, iç talebi canlandırmış ve ithalatta büyük bir artışa yol açmıştır. Dolayısıyla, ikinci grup makro değişkenler olarak; reel kurda yaşanan değerlenme, cari açık/GSYİH, ihracat ve ithalattaki değişim ile ihracatın ithalatı karşılama oranını inceledim. Ayrıca program sonrasında, faiz oranlarında yaşanan hızlı değişimin etkisini gösterebilmek için, O/N faiz oranlarındaki değişimi de modele dahil etmeye karar verdim. Mikro değişkenler olarak ise, bankacılık sektöründe, sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, likidite ve karlılık performansını gösteren indikatörleri ele aldım.[421]

- Sermaye yeterliliği performansı; özkaynaklar/toplam aktifler[422] ve net çalışma sermayesi/toplam aktifler oranları
- Aktif kalitesi performansı; toplam krediler ve alacaklar/toplam aktifler ve döviz cinsinden varlıklar/döviz cinsinden yükümlülükler oranları
- Likidite performansı; likit aktifler/toplam aktifler ve duran aktifler/toplam aktifler oranları
- Karlılık performansı; ROA-Aktif karlılığı ve ROE-Özkaynak karlılığı oranları

2000 ve özellikle 2001 yılında geri dönmeyen kredilerdeki büyük artışı dikkate alarak, modelimde, bağımlı değişken olarak, geri dönmeyen krediler/toplam krediler oranını kullandım. Modelin oluşturulması sürecinde, iki ayaklı bir uygulamaya başvurdum. Öncelikle, 2000-01 Krizleri'nin etkisi (kırılma noktası) ilave edilmeksizin ADF Testi, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında ilişkinin varlığını tespit edebilmek için Engle-Granger Metodu ve akabinde VAR-Granger Nedensellik Metodunu uyguladım. Krizlerin yarattığı kırılma etkisini ihtiva eden ikinci uygulamada ise, Perron (1989) Testi, Engle-Granger ve VAR-Granger

[421] Modelin ilerleyen aşamalarında, ihracattaki ve ithalattaki değişim, cari açık/GSYİH, ihracatın ithalatı karşılama oranı, özkaynaklar/toplam aktifler, net çalışma sermayesi/toplam aktifler, tüketici kredilerindeki değişim, o/n faiz oranlarındaki değişim, döviz cinsinden varlıklar/döviz cinsinden yükümlülükler ve ROE değişkenleri anlamlı sonuçlar vermediği için, bu değişkenleri modelden çıkarmak durumunda kaldım.

[422] Burada, çalışmaya aslında, riske dayalı sermaye yeterlilik rasyosu olarak adlandırılan Özkaynaklar/(Kredi + Piyasa + Operasyonel Riski İçin Gerekli Sermaye Yükümlülüğü) oranını almayı düşündüm. Ancak, bu orana ilişkin hesaplamaların, 2002 yılından itibaren yapıldığını tespit ettiğim için, ilgili oranı çalışmama dahil edemedim.

Nedensellik metodlarını kullanarak değişkenler arasında bir nedenselliğin mevcudiyetini tespit etmeye çalıştım.

5.2.1 Kırılma İlave Edilmeyen İlk Uygulama

Modelde, yukarıda belirttiğim üzere, ilk olarak kırılma ilave edilmemiş bir çalışma yaptım. Bu doğrultuda, bağımlı değişken ve bağımsız değişkenlerden oluşan modeli oluşturduktan sonra, tüm değişkenlerin durağanlıklarının test edilmesi amacıyla, Augmented Dickey Fuller Test uyguladım. Birimkök test sonuçlarına göre, düzeyde birimköklü, ilk farkları alındığında durağan hale gelmiş seriler sözkonusudur. Bağımlı değişkenimiz, geri dönmeyen krediler/toplam kredilerdir. Test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Makro ve Mikro Değişkenler için Birimkök Testi (ADF) Sonuçları		
Seriler	Düzey	İlk Fark
Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler	-2,1762	-4,7587***
Sermaye Akımlarındaki Değişim	-2,7332	-5,0432***
Kısa Vadeli Dış Borçlanma/Uluslararası Rezervler	-1,416	-5,4769***
Dış Borç/İhracat	-2,2602	-4,9255***
Reel Kurda Değerlenme	-2,1402	-6,5259***
Toplam Krediler ve Alacaklar/Toplam Aktifler	-1,1423	-3,7152**
Duran Aktifler/Toplam Aktifler	-2,9533	-6,1589***
Likit aktifler/Toplam Aktifler	-1,4348	-4,1037***
ROA	-2,3949	-4,6969***

*** %1 Kritik Değer

** %5 Kritik Değer

* %10 Kritik Değer

Engle-Granger Kointegrasyon Tekniği ile, durağan olmayan seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı tespit edilmeye çalışılmaktadır. I(1) düzeyinde durağan olan diğer değişkenlerle model oluşturularak değişkenler arasında kointegrasyonun varlığının tespit edilebilmesinin ikinci koşulu, kalıntı serilerinin durağanlık arz etmesidir. Bu amaçla, kalıntı serilerine Dickey Fuller Testi uygulanarak durağan olup olmadığı araştırılmakta ve serilerin durağan olması durumunda, değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri anlaşılmaktadır. Kalıntı serilerine ait birimkök test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kalıntı Serileri için Birimkök Testi (DF) Sonuçları		
Bağımsız Değişkenlere Ait Seriler	t-istatistiği	Prob.
Sermaye Akımlarındaki Değişim, Kalıntı Serisi 1	-2.3843	0.1563
Kısa Vadeli Dış Borçlanma/Uluslararası Rezervler, Kalıntı Serisi 2	-1,9905	0,2886
Dış Borç/İhracat, Kalıntı Serisi 3	-3,1791**	0.0340
Reel Kurda Değerlenme, Kalıntı Serisi 4	-2.0454	0.2669
Toplam Krediler ve Alacaklar/Toplam Aktifler, Kalıntı Serisi 5	-2.4085	0.1500
Duran Aktifler/Toplam Aktifler, Kalıntı Serisi 6	-2.5975	0.1073
Likit Aktifler/Toplam Aktifler, Kalıntı Serisi 7	-1,6411	0.4470
ROA, Kalıntı Serisi 8	-1,3571	0.5857

*** %1 Kritik Değer
** %5 Kritik Değer
* %10 Kritik Değer

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, geri dönmeyen kredilerde artış ile dış borç/ihracat arasında uzun dönemli korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır. İzleyen aşamada, kalıntı serileri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemeyen değişkenlerle birlikte VAR-Granger Tekniği uygulanmaktadır. Burada, orijinal serilerle değil, farkı alınmış değişkenlerle nedensellik ilişkisi tespit edilmeye çalışılmaktadır.

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FCAPFLOWS (Sermaye akımları)	1.176907	1	0.2780
All	1.176907	1	0.2780

Dependent variable: FCAPFLOWS (Fark Sermaye akımları)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler)	0.007275	1	0.9320
All	0.007275	1	0.9320

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri dönmeyen Krediler/Toplam Krediler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FSHORTTERM (Fark Kısa Vad. Dış Borç./Ulus. Rezerv)	4.695504**	1	0.0302
All	4.695504	1	0.0302

Dependent variable: FSHORTTERM (Fark Kısa Vad. Dış Borç./Ulus. Rezervler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönm. Kredi/Toplam Kredi)	0.424375	1	0.5148
All	0.424375	1	0.5148

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: D(NPL) (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(DEBTTOEXPO) (Fark Dış Borç/İhracat)	3.572112*	1	0.0588
All	3.572112	1	0.0588

Dependent variable: D(DEBTTOEXPO) (Fark Dış Borç/İhracat)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(NPL) (Fark Geri Dön. Kredi/Topl. Kredi)	2.844711*	1	0.0917
All	2.844711	1	0.0917

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FREALEFFRATE (Fark Reel Kurda Değerlenme)	5.348368**	1	0.0207
All	5.348368	1	0.0207

Dependent variable: FREALEFFRATE (Fark Reel Kurda Değerlenme)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönm. Kredi/Toplam Kredi)	0.594977	1	0.4405
All	0.594977	1	0.4405

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FTOTALCREDIT (Fark Toplam Kredi ve Alacaklar/Toplam Aktifler)	2.337591	1	0.1263
All	2.337591	1	0.1263

Dependent variable: FTOTALCREDIT(Fark Toplam Kredi ve Alacak/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönm. Kredi/Toplam Kredi)	0.296964	1	0.5858
All	0.296964	1	0.5858

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FPERASSET (Fark Duran Varlıklar/Toplam Aktif)	1.625415	1	0.2023
All	1.625415	1	0.2023

Dependent variable: FPERASSET (Fark Duran Varlıklar/Toplam Aktif)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Kredi	0.238599	1	0.6252
All	0.238599	1	0.6252

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FLIQUIDASSET (Fark Likit Varlık/Toplam Aktif)	7.044097***	1	0.0080
All	7.044097	1	0.0080

Dependent variable: FLIQUIDASSET (Fark Likit Varlıklar/Toplam Aktif)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)	13.89071***	1	0.0002
All	13.89071	1	0.0002

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: D(NPL) (Fark Geri dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(ROA) (Fark ROA)	8.354361***	1	0.0038
All	8.354361	1	0.0038

Dependent variable: D(ROA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(NPL) (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)	2.675146	1	0.1019
All	2.675146	1	0.1019

VAR-Granger Nedensellik Testi sonuçları bize, kısa vadeli dış borçlanma/uluslararası rezervlerden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere, dış borç/ihracattan geri dönmeyen krediler/toplam kredilere ve aynı zamanda, geri dönmeyen krediler/toplam kredilerden dış borç/ihracata, reel kurda değerlenmeden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere, likit aktifler/toplam aktiflerden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere ve aynı zamanda geri dönmeyen krediler/toplam kredilerden likit aktifler/toplam aktiflere ve son olarak, ROA'dan geri dönmeyen krediler/toplam kredilere doğru bir nedensellik olduğunu göstermektedir.

5.2.2 Kırılmanın İlave Edildiği Uygulama

Bir zaman serisi değişkeni, analiz döneminin değişik alt dönemlerinde deterministik trend etrafında durağan özelliğe sahip olabilmektedir ve bu alt dönemler, sabit terimde ve/veya eğim parametresindeki yapısal değişikliklerden etkilenebilmektedir. Bu yapısal değişiklikler dikkate alınmaksızın yapılan birim-kök testleri yanlış sonuçlar doğurabilmekte ve testin gücünü azaltabilmektedir. Yapısal kırılmanın varlığı halinde, örnek verilerinden yararlanılarak tahmin edilen regresyon doğrusu, gerçek regresyon doğrusundan farklı olmakta ve zaman serisi analizinin durağanlığın test edilmesi yoluyla yapmak istediği tahmin çalışmalarının zayıflamasına yol açmaktadır. Zaman serisi değişkeninde analiz dönemi içerisinde görülen yapısal değişiklikler biliniyorsa, kurulan modele, dummy (kukla) değişken/değişkenlerin eklenmesi ile birim-kök testi yapılmaktadır. Perron, dışsal bir yapısal kırılmanın olduğu (null) sıfır hipotezini test etmek amacıyla alternatif bir yöntem geliştirerek ve (null) sıfır hipotezi ile alternatif hipotezi gözönünde bulundurarak, yapısal kırılma için üç denklem ortaya koymuştur. [423] Bu doğrultuda, kırılmanın değişkenler üzerindeki etkisini gösterebilmek amacıyla Perron (1989) Testi'nin kullanıldığı ikinci uygulamada, 2000-01 Krizleri, dışsal olarak modele ilave edilmiştir.

[423] Hanedar, Avni Önder ve Gümüş, Salih; "Zaman Serisi Analizi ve Yapısal Kırılma", www.deu.edu.tr/userweb/onder.hanedar/KIRILMA, erişim tarihi; Nisan 2016

Makro ve Mikro Değişkenler için Perron (1989) Testi Sonuçları		
Seriler	Düzey	İlk Fark
Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler	-1,1324	-6,1812***
Sermaye Akımlarındaki Değişim	-3,1340	-6,7352***
Kısa Vadeli Dış Borçlanma/Uluslararası Rezervler	-2,1118	-5,9697***
Dış Borç/İhracat	-2,3900	-4,8149***
Reel Kurda Değerlenme	-2,3098	-6,3685***
Toplam Krediler ve Alacaklar/Toplam Aktifler	-1,343	-5,0760***
Duran Aktifler/Toplam Aktifler	-0,078	-7,4909***
Likit aktifler/Toplam Aktifler	-2,7883	-6,6573***
ROA	-0,3333	-4,3354***

*** %1 Kritik Değer
** %5 Kritik Değer
* %10 Kritik Değer

Engle-Granger (2000-01 Krizleri Dummy Değişkeni İlave Edilerek Yapılan Uygulama) Bağımlı Değişken; Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler		
Bağımsız Değişkenlere Ait Seriler	t-istatistiği	Prob.
Sermaye Akımlarındaki Değişim, Kalıntı Serisi 1	-2.1931	0,2136
Kısa Vadeli Dış Borçlanma/Uluslararası Rezervler, Kalıntı Serisi 2	-1,9981	0,2856
Dış Borç/İhracat, Kalıntı Serisi 3	-2,9494**	0.0545
Reel Kurda Değerlenme, Kalıntı Serisi 4	-2.0756	0.2554
Toplam Krediler ve Alacaklar/Toplam aktifler, Kalıntı Serisi 5	-2.2259	0.2028
Duran Aktifler/Toplam Aktifler, Kalıntı Serisi 6	-2.6099	0.1048
Likit Aktifler/Toplam Aktifler, Kalıntı Serisi 7	-2,0232	0.2755
ROA, Kalıntı Serisi 8	-3,8989***	0,0069

*** %1 Kritik Değer
** %5 Kritik Değer
* %10 Kritik Değer

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, geri dönmeyen kredilerde artış ile dış borç/ihracat ve ROA değişkenleri arasında uzun dönemli korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır. İzleyen aşamada, kalıntı serileri arasında anlamlı bir ilişki tespit

edilemeyen değişkenlerle birlikte VAR-Granger Tekniği uygulanmaktadır. Burada, orijinal serilerle değil, farkı alınmış değişkenlerle nedensellik ilişkisi tespit edilmeye çalışılmaktadır.

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FCAPFLOWS (Fark Sermaye Akımları)	1.750986	1	0.1858
All	1.750986	1	0.1858

Dependent variable: FCAPFLOWS (Fark Sermaye akımları)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dön Kredi/Toplam Kredi)	0.049195	1	0.8245
All	0.049195	1	0.8245

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FSHORTTERM (Fark Kısa Vadeli Dış Borçlanma/Ulusl. Rezervler)	7.091500***	1	0.0077
All	7.091500	1	0.0077

Dependent variable: FSHORTTERM (Fark Kısa Vadeli Dış Borç./Uluslararası Rezerv)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)	0.172274	1	0.6781
All	0.172274	1	0.6781

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: D(NPL) (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(DEBTTOEXPO) (Fark Dış Borç/İhracat)	7.316082***	1	0.0068
All	7.316082	1	0.0068

Dependent variable: D(DEBTTOEXPO) (Fark Dış Borç/İhracat)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(NPL) (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)	0.003976	1	0.9497
All	0.003976	1	0.9497

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FREALEFFRATE (Fark Reel Kurda Değerlenme)	4.275379**	1	0.0387
All	4.275379	1	0.0387

Dependent variable: FREALEFFRATE (Fark Reel Kurda Değerlenme)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)	0.603422	1	0.4373
All	0.603422	1	0.4373

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Krediler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TOTALCREDIT (Fark Toplam Kredi ve Alacaklar/Toplam Aktifler)	4.809659**	1	0.0283
All	4.809659	1	0.0283

Dependent variable: TOTALCREDIT (Fark Toplam Kredi ve Alacaklar/Toplam Aktif)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Krediler)	0.170642	1	0.6795
All	0.170642	1	0.6795

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Krediler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FPERASSET (Fark Duran Varlıklar/Toplam Aktifler)	1.121582	1	0.2896
All	1.121582	1	0.2896

Dependent variable: FPERASSET (Fark Duran Varlıklar/ToplamAktifler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Krediler)	0.002715	1	0.9584
All	0.002715	1	0.9584

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: FNPL (Fark Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FLIQUIDASSET (Fark Likit Varlıklar/Toplam Aktif)	12.60707***	1	0.0004
All	12.60707	1	0.0004

Dependent variable: FLIQUIDASSET (Fark Likit Varlıklar/Toplam Aktif)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
FNPL (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Krediler)	14.99503***	1	0.0001
All	14.99503	1	0.0001

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 1990 2014
Included observations: 23

Dependent variable: D(NPL) (Fark Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(ROA) (Fark ROA)	0.229411	1	0.6320
All	0.229411	1	0.6320

Dependent variable: D(ROA) (Fark ROA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(NPL) (Fark Geri Dönmeyen Kredi/Toplam Kredi)	0.044502	1	0.8329
All	0.044502	1	0.8329

Kırılmanın ilave edildiği VAR-Granger Nedensellik Testi sonuçları bize, kısa vadeli dış borçlanma/uluslararası rezervlerden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere, dış borç/ihracattan geri dönmeyen krediler/toplam kredilere, reel kurda değerlenmeden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere, toplam krediler ve alacaklar/toplam aktiflerden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere, likit aktifler/toplam aktiflerden geri dönmeyen krediler/toplam kredilere ve aynı zamanda geri dönmeyen krediler/toplam kredilerden likit aktifler/toplam aktiflere doğru bir nedensellik olduğunu göstermektedir.

5.3 Sonuçların Değerlendirilmesi

Model sonuçları çalışmamızla tutarlılık arzetmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal liberalizasyon süreçlerinin, aşamalı ve doğru bir şekilde yönetilmezse, bu ülkeler için tehlikeli sonuçlar doğuracağını ve portföy yatırımları ve kısa vadeli dış borçlanma şeklinde sermaye akımlarında yaşanan hızlı artışın, bankacılık ve para krizlerinin yaşanma olasılığını ciddi anlamda yükselteceğini belirtmiştim. Model sonuçlarına göre, kırılmanın dikkate alınmadığı ve alındığı her iki uygulamada, dış borç/ihracat oranlarındaki değişim ile geri dönmeyen krediler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. 3. Bölümden hatırlayacağımız üzere, bankacılık sektöründe sermaye yeterliliğinde ve aktif kalitesinde yaşanan bozulmalar dikkat çekiciydi. Kırılmanın dikkate alındığı ikinci uygulamada, geri dönmeyen krediler ile ROA arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğu görülmektedir. Bu sonuç bize, aktif karlılığında yaşanan düşüşün etkisini açıkça göstermektedir. Ayrıca, 1999 sonunda uygulanmaya başlanan döviz kuruna dayalı istikrar programı, faiz oranlarında hızlı bir düşüşü beraberinde getirmiş, enflasyonun faiz oranlarının bir hayli üzerinde kalması sonucu, reel kurda aşırı değerlenme meydana gelmiştir. Kırılmanın dikkate alındığı ve alınmadığı her iki uygulamada, VAR-Granger Nedensellik Testi sonuçlarına göre, sözkonusu değişken ile bağımlı değişkenimiz arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğu anlaşılmaktadır. Son olarak, kısa vadeli dış borçlanmada yaşanan belirgin artış, toplam krediler ve alacaklar ve likit aktiflerdeki değişim ile geri dönmeyen krediler arasında uzun dönemli ilişkiler tespit edilmiştir.

Sonuç

Bu çalışmada, 2000-01 Krizleri'ne yol açan nedenleri ve mekanizmaları asimetrik enformasyon teorisi yardımıyla açıklamaya çalıştım. Krizler öncesi dönemde ve krizler süresince yaşanan gelişmeler ve ulaşılan veriler, genel olarak teoriyle uyumlu görünmekte ve Türkiye 2000-01 Krizleri'nin asimetrik enformasyon teorisiyle açıklanabilir olduğunu göstermektedir. Krizlerin ortaya çıkmasında, finansal liberalizasyon süreciyle sermaye akımlarında ve kısa vadeli borçlanmada yaşanan kontrolsüz artış, bilançolarda özelikle bankacılık sektörü bilançolarında yaşanan bozulmalar, etkin olmayan düzenleme ve denetleme mekanizmaları ve sabit kur sistemine dayalı olarak yürütülen dezenflasyon programının beraberinde getirdiği birtakım sıkıntılarla birlikte mevduat sigortası gibi kurtarma operasyonları, etkili olan majör faktörlerdir.

Öncelikle, diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde olduğu gibi, Türkiye'de de, finansal liberalizasyon sürecinin doğru yönetilemediğini görmekteyiz. 1980 sonrasında özellikle 1990'larda hız kazanan finansal liberalizasyon süreci, Türkiye'nin uluslararası piyasalarla entegrasyonunun gerçekleştirilmesine büyük katkı sağlamıştır. Bununla beraber, yaşanan gelişigüzel ve kısmi finansal liberalizasyon, yabancı sermayenin Türkiye ekonomisine girebilmesi için yeni kanallar açarak, özellikle portföy yatırımları ve kısa vadeli krediler şeklinde gerçekleşen sermaye akımlarında büyük bir artışa yol açmış ve uygulanan istikrarsız politikalarla, ekonomi içerisinde yatırım fonlarının dağılımını kötüleştirmiştir. Güçlü bir denetim, etkin düzenleme ve denetleme mekanizmaları ve yeterli kapitalizasyon olmaksızın, sayı olarak genişleyen bankacılık sektörünün yanlış uygulamalarına zamanında ve yeterli şekilde müdahale edilmemiştir.

Diğer yandan, Türkiye, uzun yıllardır yüksek ve değişken enflasyonla boğuşmaktadır. Yüksek faiz oranları nedeniyle kamu borcu büyük oranda artmış ve makroekonomik temellerde şiddetli bir bozulmaya yol açmıştır. 1999 sonunda kronik hale gelen enflasyonu normal seviyere indirebilmek için, IMF destekli ve döviz kuruna dayalı bir istikrar programı başlatılmıştır. Aslında, 1999 yılında IMF'in

desteğiyle uygulanmaya başlanan dezenflasyon programı, ilk 10 aylık periyodda olumlu sonuçlar vermiş gibi görünmektedir. Makroekonomik görünüm açısından bakıldığında, faiz dışı fazla hedefinin fazlasıyla gerçekleştirilmesi, kamu borcu/GSMH oranının azalması, enflasyonun hedeflenen oranın üzerinde kalmakla birlikte ciddi anlamda düşmesi, nominal ve reel faiz oranlarının azalması, %7'ye yakın bir büyüme gerçekleştirilmesinin yanısıra güvenin tesis edilmesi ve ülkenin kredibilitesinin artmasıyla daha düşük maliyetlerle dış borçlanmanın sağlanması ve vadelerin uzaması yaşanan olumlu gelişmelerdir.

Bununla beraber, portföy yatırımları ve kısa vadeli dış borçlanma şeklinde gerçekleşen sermaye girişleri, banka kredilerinde hızlı bir artışa ve reel döviz kurunda aşırı bir değerlenmeye yol açmış ve ani olumsuz gelişmeler sonucu yaşanabilecek spekülatif saldırılara karşı, ülkeyi çok kırılgan hale getirmiştir. Ayrıca, program sonucunda zaten sorunlu bir yapıya sahip olan bankacılık sektöründeki kırılganlıklar artmış, bilançolarda yüksek döviz kuru ve vade uyumsuzluğu riskleri birikmiş ve cari açık tırmanmıştır. Uygulanan döviz kuruna dayalı program, yatırımcılara kurun belirli bir band içerisinde sabit kalacağı konusunda bir nevi garanti sağlayarak, ahlaki risk olgusunun artmasına yol açmıştır. Ekonomide yanlış yönetim ve yolsuzlukların artması, politik istikrarsızlıklar nedeniyle belirsizlikte yaşanan artış ve bilançolardaki zayıflıkların şiddetlenmesi, finansal piyasalarda asimetrik enformasyon problemlerini arttırmıştır. Özellikle banka bilançolarının bozulması, yüksek riskli bankaları düşük riskli bankalardan ayırt etmeyi zorlaştırmış, bankaların özsermayelerindeki azalma, teminatların değerini ve kalitesini düşürmüştür. Finansal piyasalarda ahlaki risk probleminin artmasına yol açan bir diğer önemli faktör, mevduat sigortası uygulamasıdır. Mevduatların tamamının güvence altına alınması, bankacılık sektörünün risklerinin gözardı edilmesine yol açarak, yine ahlaki risk olgusunun artmasına yol açmıştır.

Çalışmamın çıkış noktası banka bilançolarındaki bozulmalar olduğu için, bankacılık sektöründeki kırılganlıkların, krize giden süreçte, nasıl en önemli faktör haline geldiğini örneklerle incelemeye çalıştım. Bilançolarda aşırı risk birikimi ve uygulanan sabit kur sisteminin neden olduğu birtakım sıkıntılar, mevduat sigortasının yarattığı ahlaki risk olgusuyla birleşerek finansal piyasalarda asimetrik enformasyon

problemlerinin artmasına yol açmıştır. Bankacılık sektöründe uzun süredir var olan risklerin görünür ya da algılanır hale gelmesiyle, sorunlu bankaların TMSF tarafından devralınması ve finansal kırılganlıkların artması sonucunda, Türkiye ekonomisi Kasım 2000'de şiddetli bir bankacılık krizi yaşamıştır. Üç ay gibi kısa bir süre sonra ise, politik istikrarsızlık döviz krizini tetiklemiş, Şubat 2001'de, ülke ekonomisi açısından son derece yıkıcı sonuçları olan büyük ölçekli bir para krizi yaşanmıştır.

Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizler, bu ülkelerde finansal liberalizasyon süreçlerinin doğru ve aşamalı bir şekilde yönetilmesinin, tutarlı ve sağlam para ve maliye politikalarının uygulanmasının, düzenleyici ve denetleyici güçlü mekanizmalara olan ihtiyacın, vade ve döviz kuru uyumsuzlukları gibi problemlerin minimize edilerek bilançolardaki zayıflıkların azaltılmasının önemini açıkça göstermektedir. Ayrıca, sabit kur sistemleri bu ülkeler için gerçekten tehlikeli sonuçlar doğurabilmektedir. Döviz kurundaki aşırı değerlenme süreci ile para krizleri arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kaçınılmaz hale gelen vade ve döviz kuru uyumsuzlukları nedeniyle, bilançoların bozulmasını sağlayacak politikalar ve uygulamalardan kaçınmak, finansal bir kriz yaşanması olasılığını minimize etmek için gerekli görünmektedir.

Gelecekteki krizlerin önlenebilmesi ve finansal istikrarın sağlanabilmesi için geliştirilecek politikalarda, sağlam mali dengelerin yanısıra, çok daha güçlü ve sağlam bir finansal sistem ve özellikle sağlıklı ve reforme edilmiş bir bankacılık sektörünün oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Bu açıdan, Türkiye tecrübesinden, diğer gelişmekte olan piyasa ekonomileri için çok önemli bir ders çıkarılmaktadır; güçlü bir finansal sistem ve bankacılık sektörüyle, bir ülkenin finansal krizlere olan dayanıklılığı arttırılmakta, aynı zamanda, bir kriz yaşanması olasılığında, krizin şiddeti ve ülke ekonomisine vereceği zarar büyük ölçüde azaltılabilmektedir. Ayrıca, yukarıda vurguladığım üzere, kırılgan bir finansal sisteme sahip ülkeler için, döviz kuru çıpasına dayalı kur sistemlerinin kullanılması, enflasyonu indirmekte kısmen başarılı olmasına rağmen, son derece risklidir. Döviz kurunun çöküşüyle yaşanan para krizi, kolaylıkla büyük bir finansal krize

dönüşebilmektedir. Aslında, gelişmiş ülkelerin finansal sektörlerinde benzer finansal problemlerin olmayışı, yaşanan döviz krizlerinden sonra çok daha acısız ve kolay bir iyileşme dönemi geçirmelerindeki temel nedendir. Başka bir deyişle, bir ülkede, iyi işleyen bir finansal sistemin yokluğu, güvenle uygulanabilecek döviz kuru rejimlerini sınırlandırmaktadır.

Yaşanan krizler, denetim standartlarının iyileştirilmesi, uygulamalarda şeffaflığın ve tarafsızlığın arttırılması ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına yönelik düzenlemelerin, bir ülke ekonomisinin finansal krizlere olan dayanıklığının arttırılması için son derece gerekli olduğunu açıkça göstermektedir. Nitekim Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri sonrasında, özellikle finansal sektörde gerçekleştirilen yeniden yapılandırma ve reform süreçleri, Türk Bankacılık Sektörünün çok daha güçlü bir yapıya kavuşmasında önemli rol oynamıştır. Sermaye rekapitalizasyon süreçleriyle kamu ve özel bankaların bilanço yapıları güçlendirilmiş, bankacılık sektörü açık pozisyonları ile likidite ve sermaye yeterliliği rasyoları konusunda önemli düzenlemeler yapılmıştır. Düzenleme ve denetleme mekanizmaları güçlendirilmiş, sadece fiyat istikrarı değil, finansal istikrarın sağlanması ve güçlendirilmesine ilişkin uygulamalar hayata geçirilmiştir.

Ayrıca, BDDK ve SPK'nın çalışmalarının yanısıra, Bankacılık Kanunu'nda yapılan banka ortaklık yapısının güçlendirilmesi, banka kurmanın birtakım şartlara bağlanarak zorlaştırılması, risk yönetimi süreçlerinin güçlendirilmesi, sermaye ve likidite karşılıklarının arttırılması gibi değişiklikler, olası dalgalanmalara karşı, Türk Bankacılık Sektörünün sağlamlığını arttırmaya yönelik uygulamalardır. Keza daha sonraki yıllarda, sermaye girişlerinde hızlanma ve yurtiçine verilen kredilerde büyük bir artış yaşanmasına rağmen, bankacılık sektörünün güçlü yapısı ve aşırı risk alımını engellemeye yönelik düzenlemeler, 2006 Amerika Konut Krizi, 2008-09 Global Finansal Kriz ve 2010 Avrupa Borç Krizi gibi birçok ülke açısından çok negatif etkileri olan finansal türbülansların Türk Bankacılık Sektörü üzerindeki etkilerinin sınırlı kalmasını sağlayarak ve bankacılık sektörünün finansal yapısında büyük bir bozulmanın yaşanmasını büyük ölçüde önleyerek, finansal piyasaların ve Türk Bankacılık Sektörünün dış kaynaklı dalgalanmalara karşı daha güçlü olmasını sağlamıştır.

Kaynakça

Akyüz, Yılmaz ve Korkut Boratav (2002); **"The Making of the Turkish Financial Crisis"**, United Nations Conference on Trade and Development, Discussion Papers, No:158, April 2002, 1-39

Allen, M., C. Rosenberg, C. Keller ve diğ. (2002); **"A Balancesheet Approach to Financial Crises"**, IMF Working Paper, 02/210

Alper, C. Emre (2001); **"The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong?"**, Russian and East European Finance and Trade, Vol. 37-6, 51-71

Arı, Ali ve Rüstem Dağtekin (2008); **"Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis"**, International Journal of Emerging and Transition Economies, Vol.1-8, 2008, 191-218

BDDK (2001); **Annual Report**

BDDK (2001); **"Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı"**, Mayıs 2001

BDDK (2001a); **Banking Sector Reform**

BDDK (2001b); **"Towards a Sound Turkish Banking Sector"**, May 2001, 1-24

BDDK (2001c); **"Türk Bankacılık Sektöründe Camels Analizi"**, MSPD Çalışma Raporları 2001/6, Eylül 2001

BDDK (2009); **"Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi"**, Aralık 2009, Çalışma Tebliği, 1-43

BDDK (2010); **"Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi"**, Çalışma Tebliği, Eylül 2010, 14-85

Beim, D. ve C. Calomiris (2000); **"Emerging Financial Markets"**, McGraw-Hill, 1st Edition, October 31, 2000, 1-384

Boratav, Korkut (2001); **"2000-2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri"**, İktisat, İşletme ve Finans, 186, Eylül 2001, s. 7-47

Bordo, Michael (2006); **"Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Markets: Déja Vu?"**, NBER Working Paper 12393

Bordo, Michael ve Christopher Meissner (2006); **"Financial Crises, 1880-1913: The Role of Foreign Currency Debt"**, NBER Working Paper

Bordo, M. ve Peter L. Rousseau (2006); **"Legal-Political Factors and the Historical Evolution of the Finance-Growth Link"**, European Review of Economic History, Vol. 3, December 2006, 421-444

Calomiris, C. W. ve G. Gorton (1991); **"The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Nank Legislation"** in R. G. Hubbard (ed.), Financial Markets and Financial Crises, NBER and the University of Chicago Press, 109-174

Calomiris, Charles (2009); **"Financial Innovation, Regulation and Reform"**, Cato Journal, Vol. 29-1

Calvo, G. ve E. Talvi (2005); **"Sudden Stops, Financial Factors and Economic Collapses in Latin America: Lessons from Argentina and Chile"**, NBER Working Paper 11153

Celasun, Merih (2002); **"2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik Bir Değerlendirme"**, University of Utah, 1-56

Chang, M. ve A. Velasco (2000); **"Financial Fragility and Exchange Rate Regime"**, Journal of Economic Theory, No:92

Corsetti, G., P. Pesenti ve N. Roubini (2000); **"Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances"**, NBER Tenth Annual East Asia Seminar, March

Çolak, Ömer Faruk (2001); **"Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri"**, G.Ü İ.İ.B.F Dergisi, Şubat 2001, 15-30

Çolak, Ömer Faruk (2012); **"Türk Bankacılık Sektörünün Şubat 2001 Krizi Sonrası Durumu ve Yeniden Yapılandırma Programı"**, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, 2012/14, Nisan 2012

Demirgüç-Kunt, A. ve E. Detragiache (1998); **"The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Contries"**, IMF Staff Papers, Volume: 45-1, 81-110

Demirgüç-Kunt, A. ve E. Detragiache (2000); **"Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariete Logit Approach"**, World Bank Economic Review, Vol 14-2, 287-307

Deutsche Bank (2000); **Report on Emerging Markets**

Dornbusch, Rudriger (2001); **"A Primer on Emerging Market Prices"**, NBER Conference on Preventing Currency Crises in Emerging Markets, January 11-13

DPT (2001); **"2001 Yılı Programı"**, 2001

DPT (2002); **"Temel Ekonomik Göstergeler"**, 2002

Dymond, D. ve P. Dybvig (1983); **"Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity"**, Journal of Political Economy, No:91

Eichengreen, Barry (2001); **"Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey"**, October 2001, 1-44

Eichengreen, B., A. Rose ve C. Wyplosz (1996); **"Contagious Speculative Attacks"**, NBER Working Paper, No: 5681

Erçel, Gazi (1999a); **"2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması"**, Aralık 1999

Erçel, Gazi (1999b); **"Turkish Banking Sector"**, Speech on the Occasion of the American Turkish Council Meeting in Ankara, March 1999, s. 3-4

Feldstein, Martin (2002); **"Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management"**, NBER Working Paper 8837, March 2002, 1-37

Frankel, J. ve N. Roubini (2001); **"The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises"**, NBER Working Paper 8634, December 2001, 1-110

Ghosh, Atish (2006); **"Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention"**, IMF, Prepared for the High Level Seminar on Crisis Prevention, Singapore, July 10-11, 2006, 1-24

Goldfajn, Illan ve Rodrigo Valdes (1997); **"Are Currency Crises Predictable?"**, IMF, WP/97/159

Goldstein, Morris (2007); **"Emerging Market Financial Crises: Lessons and Prospects"**, Speech delivered at the 25th Anniversary Membership of the Institute of International Finance, October

Greenwald, Bruce, Joseph E. Stiglitz ve Andrew Weiss (1984); **"Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctations"**, Working Paper, 1335, 194-199

Gropp ve Vesala (2001); **"Deposit Insurance and Moral Hazard: Does the Counterfactual Matter?"**, ECB Working Paper, No: 47

Günçavdı, Ömer ve Suat Küçükçiftçi (2002); **"Financial Reforms and the Decomposition of Economic Growth: An Investigation of the Changing Role of the Financial Sector in Turkey"**, Ağustos 2002, 1-30

Hanedar, Avni Önder ve Salih Gümüş; **"Zaman Serisi Analizi ve Yapısal Kırılma"**, www.deu.edu.tr/userweb/onder.hanedar/KIRILMA, erişim tarihi; Nisan 2016

Hazine Müsteşarlığı (1999); **"Stand-by Agreement, Letter of Intent"**, December 9

Hazine Müsteşarlığı (2000); **"Supplementary Letter of Intent"**, December 18

Hazine Müsteşarlığı (2000); **"Supplementary Letter of Intent"**, June 22

Hazine Müsteşarlığı (2000); **"Supplementary Letter of Intent"**, March 10

Hazine Müsteşarlığı (2001); **"Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar"**, 2001

IMF Staff Country Report (2000); **"Turkey: Selected Issues and Statistical Appendix"**, February 2000

IMF, **World Economic Outlook**, 2001

IMF World Economic Outlook (2004); **"Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?"**, April 2004

İMKB (2010); **"Verilerle İMKB, 25. Yıl"**, 2010

Kaminsky, G. ve C. Reinhart (1999); **"The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems"**, American Economic Review, 89-3, 473-500

Kaminsky, Graciela (1999); **"Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress"**, IMF Working Paper, 99/178, December

Kaminsky, G., S. Lizondo ve C. Reinhart (1999); **"Leading Indicators of Currency Crises"**, IMF Staff Pepers, 45(1), 1-48

Keyder, Nur (2001); **"The Aftermath of the Exchange Rate-Based Program and the November 2000 Financial Crisis in Turkey"**, Russian and East European Finance and Trade, Vol.37-5, 22-44

Keyder, Nur (2001a); **"2000 and 2001 Crises and Stabilization Programs in Turkey"**, Journal of Economics, Business and Finance, 183

Keyder, Nur (2003); **"The Story of a Stabilization Effort: Turkey (2000-2002)"**, ERC Working Papers in Economics, No: 03/05, March

Kibritçioğlu, Aykut (2002); **"Excessive Risk-Taking, Banking Sector Fragility and Banking Crises"**, College of Commerce and Business Administration, University of Illionis at Urbana-Champaign, Working Papers, 02-0114

Kibritçioğlu, Aykut (2003); **"Monitoring Banking Sector Fragility"**, Arab Bank Review, 51-66, Vol:5-2, October 2003

Koch, Levent ve Chaudhary (2001); **"February 2001 Crisis in Turkey: Causes and Consequences"**, Pakistan Development Review, 467-486

Krugman, Paul (1979), **"A Model of Balance-of-Payment Crises"**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.11-3

Merrill Lynch (2001); **"Turkey; What Now?"**, February 22

Mishkin, F. (1990); **"Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective"**, NBER Working Paper 3400, July 1990, 1-42

Mishkin, F. (1991); **"Anatomy of a Financial Crisis"**, NBER Working Paper 3934, December 1991, 1-28

Mishkin, F. (1994); **"Preventing Financial Crises: An International Perspective"**, NBER Working Paper 4636, February 1994, 1-44

Mishkin, F. (1996); **"Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective"**, NBER Working Paper 5600, May 1996, 1-45

Mishkin, F. (1998); **"The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging Market Countries"**, International Finance 1, 81-101

Mishkin, F. (1999a); **"Lessons from the Asian Crisis"**, NBER Working Paper 7102, April 1999, 1-25

Mishkin, F. (1999b); **"Lessons from the Tequila Crisis"**, Journal of Banking&Finance 23, 1999, 1521-1533

Mishkin, F. (2000); **Comment on "The Onset of the East Asian Financial Crisis"**, NBER, 153-161

Mishkin, F. ve Joon-Ho Hahm (2000); **"Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy"**, NBER Working Paper 7483, January 2000, 1-79

Mishkin, F. (2001); **"Prudential Supervision. Why is Important and What are the Issues?"** in Mishkin, F. (ed), "Prudential Supervision. What Works and What Doesn't?" NBER Conference Report, The University of Chicago Press

Mishkin, F. (2001a); **"Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries"**, NBER Working Paper 8087, January 2001, 1-42

Mishkin, F., A. Crockett, M. Dooley ve diğ. (2003); **"Financial Policies"**, NBER Publications, January 2003, 93-153

Mishkin, F. (2005); **"Is Financial Globalization Beneficial?"**, NBER Working Paper 11891, December 2005, 1-52

Mshkin, F. (2007); **"Will Monetary Policy Become More of a Science?"**, NBER, 13566, 1-41

Mishkin, F. (2008); Speech on **"Monetary Policy Flexibility, Risk Management and Financial Disruptions"** at the Federal Reserve Bank of New York, January 2008, 1-7

Mishkin, F. (2009); **"Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?"** NBER Working Paper 14678, January 2009, 1-17

Mishkin, F. (2010); **Comment on "Monetary Rules in Emerging Economies with Financial Market Imperfections"**, NBER, 311-317, February 2010

Mishkin, F. (2012); **"Central Banking After the Crisis"**, Paper Prepared for the 16th Annual Conference of the Central Bank of Chile, November 15-16, 2012, Working Paper 714, 1-46

OECD (2001); **Economic Survey of Turkey**, 2001

OECD (2006); **Economic Survey of Turkey**, 2006

Özatay, Fatih (2000); **"2000-2002 yıllarında Türkiye Ekonomisi: Sorunlar, Makroekonomik Politikalar ve Beklentiler"**, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Ocak 2000, s. 17-23

Özatay, Fatih ve Güven Sak (2002); **"Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis"**, The Central Bank of Republic of Turkey, Research Department Discussion Paper, December 2003, 1-39

Özkan, F. Gülçin (2005); **"Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?"**, The World Economy, Vol.28-4, 541-572, April 2005

Radelet, Steven ve Jeffry Sachs (1998); **"The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects"**, Brookings Papers on Economic Activity, No:1, 1-87

Rodrik, D. ve A. Velasco (2000); **"Short-term Capital Flows"**, Annual World Bank Conference on Development Economics Proceedings

Rojas-Suarez ve Weisbrod (1996); **"Banking Crises in Latin-America: Experiences and Issues"**, John Hopkins University Press

Rosenberg, C, I. Halikias, B. House ve diğ. (2005); **"Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises"**, IMF Paper, October 24, 2005

Serdengeçti, Süreyya (2002); **"Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler, Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler"**, ODTÜ VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması, Eylül 2002, 1-9

TBB (2001); **"Turkish Banking System"**, Annual Report

TBB (2001); **"Son Dönemde Bankacılık Alanında Gerçekleştirilen Yasal ve Düzenleyici Değişiklikler"**, Aralık 2001

TBB (2011); **Banka ve Sektör Bilgileri**, Raporlar, 30.06.2011

TCMB (2001); **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001

TCMB (2002); **2001 Yıllık Rapor**, 2002

Türkiye Kalkınma Bankası (2003); **"İstihdam, Birikim ve Sektörel Gelişme Dinamikleri"**, Genel Araştırmalar, Ekim 2003

Ural, Mert ve Nilgün Acar Balaylar (2007): **"Bankacılık Sektöründe Yüksek Risk Alımı ve Baskı İndeksleri"**, Finans Politik&Ekonomik Yorumlar, Cilt 44-509, 47-56

Uyar, Seçil (2003); **"Bankacılık Krizleri"**, Ziraat Matbaacılık, Ankara, 2003

Uygur, Ercan (2001); **"Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri"**, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 7 Nisan 2001, 1-40

Uygur, Ercan (2003); **"Finansal Şişkinlik, Riskler Ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar"**, İktisat İşletme ve Finans, 2003, Vol. 18-202, 49-66

World Bank; **"Turkey-Country Economic Memorandum-Structural Reforms for Sustainable Growth"**, Vol. I ve II", 20657TU, September 15

WorldBank, **World Development Indicators 2005**, Time Series

Yay, Gülsün Gürkan; **"1990'lı yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi"**, Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, 42, 1234-1248

Yayla Münür, Alper Hekimoğlu ve Mahmut Kutlukaya (2008); **"Financial Stability of the Turkish Banking Sector"**, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt:2, Sayı:1, 2008

Yeldan, Erinç (2002); **"Behind the 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility and Governance for Whom?"**, Paper presented at the IDEAS Conference, Chennai, December, 1-22

Yilmazkuday, Hakan (2008); **"Twin Crises in Turkey, A Comparison of Currency Crisis Models"**, The European Journal of Comparative Economics, Vol. 5-1, 107-124