

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

FİNANSAL KRİZLER ve KRİZ YÖNETME POLİTİKALARI:

1980 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(DOKTORA TEZİ)

Cengiz SAMUR

BURSA 2008

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

FİNANSAL KRİZLER ve KRİZ YÖNETME POLİTİKALARI:

1980 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(DOKTORA TEZİ)

Cengiz SAMUR

Danışman
Prof. Dr. Emin ERTÜRK

BURSA 2008

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İKTİSAT Anabilim Dalı, İKTİSAT Bilim Dalı'nda U2002753 numaralı Cengiz SAMUR'un hazırladığı "FİNANSAL KRİZLER ve KRİZ YÖNETME POLİTİKALARI: 1980 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ" konulu Doktora Tezi ile ilgili tez savunma sınavı, 16 / 06 / 2008 Pazartesi günü, 14:00 - 16:00 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin "başarılı" olduğuna "oybirliği" ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu Başkanı)
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi
Prof. Dr. Emin ERTÜRK
Uludağ Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet DUMAN
Sakarya Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi
Prof. Dr. Sacit ERTAŞ
Uludağ Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi
Prof. Dr. Ercan DÜLGEROĞLU
Uludağ Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi
Doç. Dr. Feridun YILMAZ
Uludağ Üniversitesi

16/06/ 2008

ÖZET

Yazar : Cengiz Samur
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat
Tezin Niteliği : Doktora Tezi
Sayfa Sayısı : XXI + 451+32
Mezuniyet Tarihi : /06/ 2008
Tez Danışman(lar)ı : Prof. Dr. Emin ERTÜRK

“FİNANSAL KRİZLER ve KRİZ YÖNETME POLİTİKALARI: 1980 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ”

Finansal krizler ülkemizde ve diğer gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ülkelere ve önceki dönemlere göre 1990’lardan itibaren daha sık karşılaşılmakta ve daha maliyetli geçmektedir. Ekonominin krize mukavemetinin artırılması, krize tam zamanında ve etkin müdahale edilmesi finansal krizlerin mahiyetinin teorik ve amprik açıdan iyi kavranmasını gerektirir.

Çalışmada ülkemizde 1980 sonrasında tecrübe edilen krizlerin, finansal kriz teorileri zeminine oturtularak kavranması hedeflenmiştir.

“Finansal kriz nedir?” sorusu cevaplanmış ve realitede tecrübe edilen finansal kriz türleri ele alınmıştır. Finansal kriz türleri para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz, SS krizi, borç krizi, ikiz para ve bankacılık krizi, ikiz para ve borç krizi şeklinde tasnif edilmiştir.

Finansal kriz teorileri birinci ve ikinci nesil para krizi teorileri, monetarist yaklaşım, finansal kırılganlık-aşırı spekülasyon ticaret yaklaşımı, dış borç kriz teorisi, üçüncü nesil kriz teorileri, asimetrik bilgi yaklaşımı, SS kriz teorisi şeklinde sınıflandırılmıştır.

Kriz yönetimi krize mukavemet ve krize müdahale şeklinde ele alınmıştır. Krize mukavemet gelecekte bir krizin vuku bulması açısından şimdiden kriz zemininin yok edilmesini hedefler. Krize müdahale başlamış veya başlamak üzere olan bir krizin nasıl durdurulacağını ve krizden nasıl çıkılacağını konu alır.

“Olay” metodu ve yıllık veriler kullanılarak 1980 sonrasında ülkemizde tecrübe edilen finansal kriz vakaları tanımlanmıştır. Kriz mahiyetindeki finansal istikrarsızlıklar 1978-80, 1988, 1991, 1994, 1998-9, 2001 vakaları, kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlıklar 1984, 1986, 1996 (döviz kuru istikrarsızlıkları); 1981, 1984, 1993, 2000, 2002, 2003 (bankacılık sektörü istikrarsızlıkları) olarak tanımlanmıştır. Kriz tecrübelerinden 1978-80, 1988, 1991, 1994 vakalarının pür para krizi, 1998-9 vakasının pür bankacılık krizi, 2001 krizinin ikiz para ve bankacılık krizi, 1994, 2001 krizlerinin SS krizi olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler

dış borç
ikiz kriz
borç krizi

finansal kriz
para krizi
sistemik risk

asimetrik bilgi
bankacılık
sermaye hareketleri

Türkiye ekonomisi
panikleri
cari açık

ABSTRACT

Yazar : Cengiz Samur
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat
Tezin Niteliği : Doktora Tezi
Sayfa Sayısı : XXI + 451+32
Mezuniyet Tarihi : /06/2008
Tez Danışman(lar)ı : Prof. Dr. Emin Ertürk

FINANCIAL CRISES, CRISIS MANAGEMENT POLİCİES: THE CASE OF TURKEY AFTER 1980

Financial crises in the developping countries are more cost than in the developed countries. And they have been more cost since 1990's than before. They have more frequently occurred in the EM countries since 1990's. We have to understand their natures to perform prompt corrective action in the ideal time during intervention the crisis, and to decrease the backround of crisis.

In this study we have target to explain the financial crises that have occurred in our country after 1980's by comparing with the crises in the other EM countries and replacing theoretically to a ground. Financial crisis is a severe disturbance that causes to a serious contraction in the economy.

In the first chapter we focused to the question as "whaat is a financial crisis?". Additionally we classified the financial crises experied in reality as seven types: currency/BOP crises, banking crises, systemic financial crises, debt crises, Sudden Stops (SS) crises, twin currency and banking crises, and twin currency and debt crises.

There are the financial crisis theories in second and thirth chapter. It is possible to classify the financial crises theories as that: first and second generation (canonical) currency crisis theories, monetarist approach, financial fragility/overtrading speculatively, foreign debt crisis theory, asymmetric information approach, and SS crisis theories.

Fourth chapter focused management crisis. The management crisis has been studied as two areas: first preventing or intervention the crises (recovery from crises) during happening., and second resistance to crises before happening.

In the final chapter, we studied financial crises experied in our country after 1980 as the "event's" method and annual datas are used. The financial disturbance defined as financial crisis are the occurrences in 1978-80, 1988, 1991, 1994, 1998-9, and 2001. Those of them are sufficiently sever financial disturbances but non-crises: 1984, 1986, 1996 (that are currency rate instabilities), and 1981, 1984, 1993, 2000, 2002, and 2003 (that are banking instabilities). In this chapter, the financial crises occurred in our country since 1980 were empirically defined as that: 1978-80, 1988, 1991, and 1994 crises are pure currency crises; 1998-9 is a pure banking crisis; 2001 is twin currency and banking crisis; and 1994, 2001 are Sudden Stops (SS) crises.

Key Words

sovereign debt
twin crisis, crises
debt crises, default

financial crises, crisis
systemic risk
banking

currency crisis, crises
asymmetric information
capital inflows

Turkey economy
panic
current deficit

ÖNSÖZ

Gelişmiş ekonomiler finansal krizlerin üstesinden gelebilmeyi öğrenmişlerdir. Bu ülkelerde hem kriz vaka sayısının daha az olduğu hem de daha hafif atlatıldığı görülmektedir. Bunda hem ekonomik temellerinin daha sağlam oluşunun hem de kriz yönetimi alanında kazandıkları teorik ve tecrübi birikimin önemli rolü vardır.

Gelişmekte olan ekonomiler finansal krizlerle hem daha sık karşılaşmakta, hem de daha büyük bir ekonomik maliyet ödemektedirler. Finansal krizler ülkemizde 1990'lı yıllardan itibaren daha sık ve daha şiddetli tecrübe edilmektedir. Ülkenin finansal şokları atlatabilmesi, krizleri önleyebilmek veya ekonominin daha az hasar alması bakımından bu olguların tabiatları kavranmak zorundadır. Herhangi bir finansal şok veya kriz ile karşılaşıldığında ancak bu takdirde tam zamanında ve doğru iktisat politikaları uygulanabilmesi mümkündür. Çalışmada krizlerin teorik ve amprik açıdan anlaşılmasına katkıda bulunulması hedeflenmiştir.

Çalışmanın tamamlanması için son derece meşakkatli, yorucu ve uzun bir süreçten geçilmiştir. Handikapların aşılması alınan maddi ve manevi çok büyük destekler sayesinde mümkün olmuştur. Böyle bir fırsat verdiği ve her tür kolaylığı daima sağladığı için Enstitü yönetimine, yapıcı ve değerli katkılarından, derin hoşgörülerinden dolayı Tez İzleme Komitesi ve Jüri üyelerine teşekkür ederim.

Çalışmanın tamamlanabilmesi sürecinde en büyük pay Tez Danışmanı'na aittir. Maddi-manevi her tür desteğini, çok derin hoşgörüsünü ve kuvvetli sabrını hep yanımda buldum. Bunlar en zor anlarda çıkış yolu bulunabilmesi ve o yönde adım atabilmem için her zaman büyük bir ümit ve cesaret vermiştir. Derin birikim ve tecrübesi ile hep yol gösteren değerli Hocam Prof. Dr. Emin ERTÜRK'e ne kadar teşekkür etsem azdır.

Bu yorucu ve güçlüklerle dolu, uzun süreçte ailemin ve çocuklarımin desteklerini hep yanımda hissettim. Bana katlanabildikleri ve sınırsız destek verdikleri için çok teşekkür ederim.

Son olarak sözkonusu süreçte Fakülte ve Yüksek Lisans dönemi arkadaşlarımin çok büyük yardımlarını gördüm, kendilerine teşekkürlerimi sunuyorum.

2008-Ankara

Cengiz Samur

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	II
ÖZET	III
ABSTRACT	IV
ÖNSÖZ	V
İÇİNDEKİLER	VI
KISALTMALAR	XV
TABLolar	XVI
ŞEKİLLER	XVII
GİRİŞ	IXX

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ NEDİR?

I. FİNANSAL SEKTÖRÜN TANIMI ve ÇERÇEVESİ	3
II. FİNANSAL KRİZİN GENEL TANIMI	6
A. FİNANSAL KRİZİN GENEL TANIMININ ANA UNSURLARI	8
1. “Finansal Alanda Yani Ödünç Piyasalarında Vuku Bulmuş Olmak	8
2. Finansal Karakterli Olmak (Firmaların Malî Durumlarını Kötüleştirmek)	8
3. “Şiddetli Bir İstikrarsızlık Yani Dengesizlik” Mahiyetinde Olmak	9
4. Olumsuz Etkilerinin Çok Büyük Olması	9
5. Arzu Edilmeyen Yani Olumsuz İstikamette Etkiler Doğurabilecek Mahiyette Olmak	10
B. FİNANSAL PİYASALAR İTİBARIYLA FİNANSAL KRİZ	11
C. BANKACILIK ALANI İTİBARIYLA FİNANSAL KRİZ	12
D. TEORİK OLARAK FİNANSAL KRİZİN KAPSAMIYLA İLGİLİ BAZI HUSUSLAR	14
1. Döviz Krizleri, Borsa Krizlerinin ve Altın Piyasasındaki Krizlerin “Finansal Kriz” Kapsamında Yer Alıp Almadığı Meselesi	14
2. Para Krizlerinin “Finansal Kriz” Mahiyetinde Olup Olmadığı Meselesi	15
3. “Finansal Kriz”in Kavramsal Olarak “Ülkeden Uluslararası Sermaye Çıkışı” ile Özdeşleştirilip Özdeşleştirilemeyeceği Meselesi	16
4. “Finansal Kriz”in Kavramsal Olarak “Para ve Tahvil İkamesi” Kavramıyla Özdeş Kabul Edilip Edilemeyeceği Meselesi	20
5. Finansal Alanda İki Zıt İstikametteki her İstikrarsızlığın “Finansal Kriz” Mahiyetinde Olup Olmadığı Meselesi	24
a. Finansal Piyasalarda İstikameti Ne Olursa Olsun Her İstikrarsızlığın Bir “Finansal Kriz” Mahiyetinde midir?	24
b. Bankacılık Alanındaki (Mevduat ve Kredi Piyasalarındaki) Her İstikrarsızlık Mahiyeti İtibarıyla Bir Finansal Kriz midir?	25
(1) Mevduat Piyasalarında Mevduat Arzında Artış, Bir “Finansal Kriz” Mahiyetinde midir?	25
(2) Toplam Kredi Talebinde Genişleme, Mahiyeti İtibarıyla Bir Finansal Kriz midir?	25
(3) Kredi Piyasalarında Toplam Kredi Talebinde Daralma, Bir Finansal Kriz Mahiyetinde midir?	28

III. GELİŞMİŞ ve GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSAL SEKTÖRLER ARASINDA YAPISAL FARKLILIKLAR	30
A. BORÇLARIN PARA BİRİMİ VE VADE YAPISI İTİBARIYLA FARKLILIK	31
B. GEÇMİŞ DÖNEMLERDE TECRÜBE EDİLEN VE GELECEKTE BEKLENEN ENFLASYON ORANLARI İTİBARIYLA FARKLILIK	32
C. MERKEZ BANKASININ KUVVETLİLİĞİ, BAĞIMSIZLIĞI ve KREDİBİLİTESİ İTİBARIYLA FARKLILIK	33
D. ETKİN BİR FİNANSAL MURAKABE-DÜZENLEME SİSTEMİNİN VARLIĞI İTİBARIYLA FARKLILIK	33
E. POLİTİK, EKONOMİK İSTİKRAR VE KREDİBİLİTE İTİBARIYLA FARKLILIK	34
IV. REALİTE OLARAK FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ	34
A. PARA/ÖDEMELER BLANÇOSU KRİZLERİ	35
B. BANKACILIK KRİZLERİ	41
C. SİSTEMİK FİNANSAL KRİZLER	46
D. SS KRİZLERİ	54
E. İKİZ KRİZLER	62
1. İkiz para ve bankacılık krizi	63
2. İkiz para ve kamu dış borç krizleri	69
a. Para ve borç krizleri arasında pozitif yönde irtibatın varlığı	70
b. Para ve borç krizleri arasında negatif yönde irtibatın varlığı	73

İKİNCİ BÖLÜM

ASYA KRİZİ ÖNCESİNDE

FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

I. BİRİNCİ ve İKİNCİ NESİL PARA KRİZİ TEORİLERİ	77
A. BİRİNCİ NESİL (KANONİKAL) PARA KRİZİ TEORİLERİ	77
1. Birinci nesil para krizi modellerinde teorik zemin	77
2. Birinci nesil para krizi teorisine göre para krizinin vukû bulma şekli	80
3. Para krizinin meydana gelişinin derli-toplu halde tasvir edilmesi	83
4. Finansal Krizleri İzah Edebilme Kabiliyeti Bakımından Birinci Nesil Para Krizi Teorisinin Değerlendirilmesi	87
B. İKİNCİ NESİL PARA KRİZİ TEORİLERİ	90
1. Birinci nesil para krizi teorilerinin 1992-3 ERM krizini açıklayamaması	90
2. İkinci Nesil Para Krizi Teorilerinin Genel Teorik Zemini	91
3. Ekonomide çoklu makro dengenin varlığı	93
4. Sabit kuru sürdürüp sürdürmeme hususunda hükümetlerin bir mübadele ile karşı karşıya kalmaları	93
5. Bir uluslararası münferit spekülâtör öncü bir spekülâtif hücum başlatıp başlatmayacağına nasıl karar verir?	94
6. İkinci nesil para krizi teorilerinin birinci nesil para krizi teorileriyle bir mukayesesini	99

II. FİNANSAL KRİZLER ve MONETARİST YAKLAŞIM	102
A. MONETARİST YAKLAŞIMA GENEL BAKIŞ	102
B. REEL VE SAHTE (PSEUDO) FİNANSAL KRİZ AYRIMI	105
C. FİNANSAL KRİZ MEYDANA GELİRKEN EKONOMİDE FİNANSAL PARASAL ve REEL SEKTÖRLER ARASINDA İLLİYETİN YÖNÜ: “HARCAMA HİPOTEZİ”NE KARŞI “MONETARİST HİPOTEZ”	107
D. FİNANSAL KRİZİN YANI BANKACILIK PANİĞİNİN TABİATI	110
E. MONETARİSTLERE GÖRE 1929-33 EKONOMİK KRİZİNDE PARA OTORİTELERİNİN YANLIŞLIKLARI VE KRİZİN DERİNLEŞİP ŞİDDETLENMESİ	114
III. FİNANSAL KIRILGANLIK-AŞIRI SPEKÜLATİF TİCARET YAKLAŞIMI	118
IV. “FİNANSAL BALONCUKLAR” GÖRÜŞÜ	122
V. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİ TEORİSİ	124
A. KAMU DIŞ BORÇ PİYASALARI VE YURTIÇI KREDİ PİYASALARINDAN FARKLI ÖZELLİKLERİ	125
B. KAMU DIŞ BORÇ ACIZLIĞI (SOVEREİGN DEFAULT)	132
C. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİ	135
D. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİNİN SEBEPLERİ, GÖSTERGELERİ ve HÜKUMETİN ACZİYET RİSKİNİ ETKİLEYEN DEĞİŞKENLER	139
E. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİNİ TAHMİN ETMEK İTİBARIYLA AMPİRİK AĞAÇ (TASNİF VE REGRESYON AĞACI) YAKLAŞIMI	146

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ASYA KRİZİ SONRASINDA

FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

I. ÜÇÜNCÜ NESİL KRİZ TEORİLERİ	155
A. ÜÇÜNCÜ NESİL KRİZ TEORİLERİNE GENEL BAKIŞ	155
1. Birinci ve ikinci nesil (geleneksel) para krizi teorileri Asya krizini niçin izah edememektedir?	155
2. Üçüncü nesil kriz teorilerinin ana hatlarıyla tasnif edilmesi	157
3. Üçüncü nesil kriz teorilerinin ana özellikleri	162
B. “AHLAKİ TEHLİKE” PROBLEMLERİ GÖRÜŞÜ	165
1. Krugman (1998a ve 1998b)’ye göre “ahlakî tehlike” görüşü	168
2. Corseti, Roubini, ve Pessenti (1998a,b,c)’ye göre “ahlaki tehlike” problemleri yaklaşımı	171
C. “REEL SEKTÖR FİRMA BLANÇOSU KÖTÜLEŞMESİ” YAKLAŞIMI	176
1. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının Birinci Versiyonu	176
2. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının İkinci Versiyonu	183
3. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının Üçüncü Versiyonu	193
3. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının Üçüncü Versiyonu	194
4. Blanço Kötüleşmesi Yaklaşımının Dördüncü Versiyonu	198
D. ULUSLARARASI İLLİKİDİTE ve FİNANSAL PANİK YAKLAŞIMLARI	203
1. Giriş: “Kendiliğinden Vuku Bulan” Bankacılık Paniği Modeli	203

2. Uluslararası İllikidite Yaklaşımı	207
3. Uluslararası Finansal Panik Yaklaşımı	214
a. Uluslararası finansal panik yaklaşımının ana özellikleri	216
b. Uluslararası finansal panik yaklaşımı ve 1997/8 Asya krizi	222
E. İKİZ KRİZ YAKLAŞIMI	223
II. ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMI	225
A. KLASİK “LİMON PROBLEMİ”	225
B. FİNANSAL PİYASALAR İTİBARIYLA KLASİK “LİMON PROBLEMİ”	228
C. “ASİMETRİK BİLGİ” YAKLAŞIMINA GÖRE FİNANSAL KRİZ	232
1. Finansal Sektörde “Asimetrik Bilgi”	232
a. Finansal piyasalarda asimetrik bilgi	233
b. Bankacılık sektöründe asimetrik bilgi	235
(1) Mevduat toplama alanında asimetrik bilgi	236
(2) Kredi cephesinde ya da kredi piyasalarında asimetrik bilgi	238
(3) Ödünç hakkında müdiler ile kredi piyasasından ödünç alanlar arasında asimetrik bilgi	242
(4) Ödünç hakkında uluslararası ödünç sahipleri ile ulusal finansal aracı kuruluşlar arasında asimetrik bilgi	242
2. “Kredi Derecelendirme” Teorisi	243
3. “Asimetrik bilgi” yaklaşımına göre “finansal kriz”in tanımı	244
a. Finansal Kriz Tanımının Unsurları: Asimetrik Bilgi Problemleri	244
(1) “Ahlakî tehlike” problemi	244
(2) “Ters seçim” problemi	246
b. Finansal krizin tanımlanması	249
c. Aktif piyasalarında asimetrik bilgi problemleri şiddetlendiğinde düşük ve yüksek kaliteli kâğıtların faiz oranları arasındaki mesafenin (farkın) küçülmesi meselesi	250
4. Asimetrik Bilgi Yaklaşımına Göre Finansal Krize Götüren Faktörler	253
a. Faiz oranlarında artış	253
b. Belirsizlikte artış	254
c. Borsada ve bono piyasasında çöküş	255
d. Bankacılık panikleri	256
e. Toplam fiyatlar düzeyinde beklenmedik bir düşme (deflasyon)	260
f. Finansal ve reel sektör firma bilançolarında kötüleşme	260
g. Beklenmedik büyük bir depresyasyon veya devalüasyon (gelişmekte olan ekonomilerde)	263
5. Asimetrik Bilgi Yaklaşımına Göre Finansal Krizin Safhaları	264
a. Başlangıç safha: Para krizine doğru	264
b. İkinci safha: Para krizi	266
c. Üçüncü safha: Para krizinden bankacılık krizine	267
III. SS KRİZİ TEORİSİ	272
A. GENEL OLARAK SS KRİZİ	272
B. SS KRİZİNİN ANAHTAR UNSURLARI	274
1. Uluslararası Sermaye Girişinde (KI) ve Cari Açıkta (CAD) Âni, Büyük Bir Düşüş ve Tersine Dönme (Reversal)	274

2. Ekonomide Büyük Bir Daralma: Toplam Üretimde, Büyüme Oranında Ani, Büyük Bir Düşüş (Derin Ve Şiddetli Bir Ekonomik Durgunluk)	279
3. Aktif Fiyatlarında Çöküş	281
4. Ticaret Edilemez Mal Fiyatlarının Ticaret Edilebilir Mal Fiyatlarına Nisbetinde ve Reel Döviz Kurunda Çöküş	285
C. SS KRİZİ ve GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER	289

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KRİZE MUKAVEMET VE KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI

I. KRİZE MÜDAHALENİN GEREKLİ OLUP OLMADIĞI MESELESİ	296
II. FİNANSAL KRİZE KARŞI MUKAVEMET POLİTİKALARI	299
A. SON ÖDÜNÇ VERİCİ MERCIİ	299
1. Ödünç İçin Bir Son Başvuru Mercii'nin Varlığı	299
2. Ödünç İçin Son Müracaat Mercii'nin Hangi Firmaları Kurtaracağı Meselesi	304
3. Ödünç Verici Son Mercii'nin Ne Zaman Gelmesi Gerektiği Meselesi	307
4. Kurtarılacak firmaların kamuoyuna ilân edilip edilmemesi	307
5. Kurtarma Şekli	309
B. KRİZİ ÖNLEMEK İTİBARIYLA TERCİH EDİLECEK KUR SİSTEMİ MESELESİ	309
C. ETKİN BİR FİNANSAL MURAKABE SİSTEMİ ve FİNANSAL SEKTÖRÜN DÜZENLENMESİ	319
1. Ekonomide Etkin bir Finansal Murakabe ve Müdahale Sisteminin Kurulması	320
2. Finansal Sektörün Düzenlenmesi	330
D. KRİZE MUKAVEMET KONUSUNDA DİĞER TEMEL POLİTİKALAR	333
1. "Kur" ya da "faiz" istikrarı hedeflemesi yerine "fiyat istikrarı hedeflemesi"	333
2. "Başarısızlığa düşmesine izin verilemeyecek kadar çok büyük"ün kurtarılması politikası	333
3. Başarısız olan birinci en büyüğün iflasına izin verilmesinin, fakat ikinci büyüğün ve diğerlerinin başarısız olması halinde iflaslarına izin verilmemesinin kararlaştırılıp ilan edilmesi	334
4. Kısa vadeli spekülatif yabancı sermaye girişini caydırıcı ve uzun vadeli yabancı sermaye (özellikle FDI) girişini ve dış borçların vadesinin uzamasını teşvik edecek politikalar	334
5. Para otoritesinin bir krize tam zamanında ve yerinde müdahaleye her an hazır olması ve bunu ilân etmesi politikası	335
6. "Sistemik risk" ile "sistemik olmayan risk" arasında ayrıma gidilmesi	335
7. Merkez bankalarının, reel sektörde "ödeyebilme gücüne sahip" fakat likidite krizi içerisinde olan firmalara ya doğrudan doğruya ya da dolaylı surette yani bir banka aracılığıyla ödünç (likidite) temin etme ve "iskonto penceresi"ni açık tutma politikası	336
8. "Ödeyebilme gücünden mahrum" duruma düşen fakat faaliyetine fiilen hala devam etmekte olan finansal kuruluşların, derhal faaliyetlerine son verilerek kapatılması	338

9. Yurtiçi para birimine serbest kur sistemi uygulamasından ayrılmamak şartıyla tekrar istikrar ve güven kazandırılması	339
10. Merkez bankasının kuvvetli, bağımsız ve daha güvenilir hale getirilmesi	339
11. Finansal kuruluşları aşırı risk almaktan vazgeçirmek üzere onların üzerinde piyasa otokontrolünün ve disiplininin sağlanması	340
12. Bir ülkedeki finansal kriz potansiyeline ya da finansal krize karşı, diğer ülkelerin ve uluslar arası finansal kuruluşların kayıtsız kalmayıp sorumluluk alması zorunluluğu	340
13. Riskliliğin murakabe edilmesi ve azaltılması maksadıyla bankacılık sistemiyle ilgili olarak risk yönetimi ve aktif kalitesi üzerinde yoğunlaşılması	343
14. Yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişi	344
15. Finansal Aktif Piyasası Acil İstikrar ve Müdahale Fonu (EMSF) Oluşturulması	348

III. KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI: KRİZE MÜDAHALE ve KRİZDEN ÇIKIŞ	349
A. GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE KRİZ YÖNETİMİ	349
1. Ekonominin finansal krizden kurtulması itibarıyla “devalüasyon”un uygun bir alet olup olmadığı meselesi	349
2. Finansal krizden kurtulmak için sıkı veya genişletici para politikasından hangisinin uygulanması gerektiği meselesi	351
3. Finansal krizden kurtulmak için genişletici maliye politikası mı sıkı maliye politikası mı uygulanacağı meselesi	352
4. Finansal krizden kurtulmak için gerekli finansal kaynağın yurtiçinden mi uluslararası finansal kuruluşlardan mı sağlanacağı meselesi	353
B. GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE KRİZ YÖNETİMİ	355
1. Ekonominin finansal krizden kurtulması itibarıyla “devalüasyon”un uygun bir alet olup olmadığı meselesi	355
2. Finansal krizden kurtulmak için sıkı veya genişletici para politikasından hangisinin uygulanacağı meselesi	357
3. Finansal krizden kurtulmak için genişletici veya sıkı maliye politikasından hangisinin uygulanacağı meselesi	358
4. Finansal krizden kurtulmak için gerekli finansal fonun yurtiçinden mi uluslararası finansal kuruluşlardan mı sağlanacağı meselesi	359

BEŞİNCİ BÖLÜM

1980 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE

FİNANSAL KRİZ TECRÜBELERİ

I. FİNANSAL KRİZLERİN AMPRİK TANIMI	362
A. PARA KRİZLERİNİN AMPRİK OLARAK TANIMLANMASI	362
1. Şiddetli Finansal İstikrarsızlık (Döviz Kuru İstikrarsızlığı) Unsuru	363
2. Ekonomik Daralma Unsuru	363
B. BANKACILIK KRİZLERİNİN AMPRİK OLARAK TANIMLANMASI	364
1. Bankacılık Sektöründe Finansal İstikrarsızlık Unsuru	364
2. Ekonomik Daralma Unsuru	365

C. İKİZ PARA VE BANKACILIK KRİZLERİNİN AMPRİK TANIMLANMASI	366
1. Hem para hem de bankacılık krizinin vuku bulması	366
2. “Eşanlılık” döneminin başlangıcı ve uzunluğu	366
3. Ekonomik daralma unsuru	367
D. SS KRİZLERİNİN AMPRİK OLARAK TANIMLANMASI	367
1. Para veya Bankacılık Krizlerinden En Az Birisinin Müşahede Edilmesi	368
2. Uluslararası Sermaye Girişinde Ani ve Şiddetli Bir Düşme	368
3. Cari Açıkta Ani ve Şiddetli Bir Düşme	368
4. Reel Sektörde Hammadde, Enerji, Yarı Mamul, Yatırım Malları Tedariki itibarıyla İthalata Bağımlılığı Kuvvetli Endüstrilerde Üretim Şoklarının Müşahede Edilmesi	368
II. 1980 SONRASI FİNANSAL KRİZ TECRÜBELERİ	368
A. PARA KRİZİ ve DÖVİZ KURU İSTİKRARSIZLIK TECRÜBELERİ	369
1. Para Krizi Vakaları	370
a. 1980 (1978-1980) Para Krizi Vakası	370
(1) İlk kademe: Amprik tanım	370
(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından	370
(b) Ekonomik daralma unsuru bakımından	371
(2) İkinci kademe: Kriz vakasının reel ekonomik maliyeti	371
(3) Son kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları	372
b. 1988 Para Krizi Vakası	373
(1) İlk kademe: Amprik tanım	373
(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından	373
(b) Ekonomik daralma unsuru bakımından	373
(2) İkinci kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti	374
(3) Sonuncu kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları	374
c. 1991 Para Krizi Vakası	375
(1) İlk Kademe: Amprik Tanım	375
(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından	375
(b) Ekonomik daralma unsuru	375
(2) İkinci kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti	376
(3) Son kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yollarının tesbiti	376
d. 1994 Para Krizi Vakası	377
(1) İlk kademe: Amprik tanım	377
(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından	377
(b) Ekonomik daralma unsuru	377
(2) İkinci kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti	378
(3) Üçüncü kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları	378
(4) 1994 Tecrübesinin Türü ve Karakteri Bakımından SS Krizi Olması	379
e. 2001 Para Krizi Vakası	384
(1) İlk kademe: Amprik tanım	384
(a) Finansal istikrarsızlık unsuru	385
(b) Ekonomik daralma unsuru itibarıyla	385
(2) İkinci Kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti	385
(3) Üçüncü kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları	386
2. Kriz Mahiyetinde Olmayan Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakaları	386
a. 1984 Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakası	386
(1) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından	386

(2) Ekonomik daralma unsuru bakımından	387
b. 1986 Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakası	387
(1) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından	388
(2) Ekonomik daralma unsuru bakımından	388
c. 1996 Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakası	388
(1) Finansal istikrarsızlık unsuru itibarıyla	389
(2) Ekonomik daralma unsuru itibarıyla	389
B. BANKACILIK SEKTÖRÜNDE İSTİKRARSIZLIK ve KRİZ TECRÜBELERİ	393
1. Bankacılık Sektöründe İstikrarsızlık Tecrübeleri	393
a. Yeterince Şiddetli Oldukları Dikkate Alınmaksızın Tecrübe Edilen İstikrarsızlıklar	393
(1) Yeterince şiddetli olmaları bir tarafa istikrarsızlık tecrübelerinin nasıl tanımlandığı	394
(2) Yeterince Şiddetli Olup Olmadıkları Dikkate Alınmaksızın Tesbit Edilen İstikrarsızlık Vakaları	394
(a) Mevduatlarda Azalma itibarıyla (herhangi bir tür mevduatta azalma)	394
(b) Net Dönem Zararı Tecrübeleri (herhangi bir tür zarar tecrübesi)	395
(c) Takipteki Alacaklar itibarıyla	396
(d) Özsermaye Kaybı İtibarıyla	397
(e) Kapanan Bankalar İtibarıyla	398
(f) Tatil ilânı, Genelleştirilmiş (Tam) Mevduat Garantisi Uygulaması İtibarıyla	405
b. Yeterince Şiddetli İstikrarsızlık Tecrübelerinin Tesbit Edilmesi	407
(1) “İstikrarsızlık Tecrübelerinden Hangilerinin “Yeterince Şiddetli” Olduğunun Nasıl Tanımlandığı	407
(a) Mevduatlarda azalma itibarıyla	407
(b) Net dönem zararı itibarıyla	407
(c) Takipteki alacaklar itibarıyla	408
(d) Özsermaye kaybı itibarıyla	409
(e) Kapanan bankalar itibarıyla	409
(f) Tatil ilânı, mevduat garantisinin genelleştirilmesi itibarıyla:	410
(2) Finansal İstikrarsızlık Tecrübelerinden Bankacılık Krizinin “Finansal İstikrarsızlık” Unsurunun Varlığı itibarıyla “Yeterince Şiddetli” Olan Vakalar	410
(a) Mevduatlarda Yeterince Şiddetli Azalma Vakaları	410
(b) Net Zarar İtibarıyla Yeterince Şiddetli Vakalar	410
(c) Takipteki Alacaklar İtibarıyla Yeterince Şiddetli İstikrarsızlık Vakaları	411
(d) Özsermaye Kaybı İtibarıyla Yeterince Şiddetli İstikrarsızlık Vakaları	412
(e) Kapanan Bankalar İtibarıyla Yeterince Şiddetli Vakalar	413
(f) Mevduat Garantisinin Genelleştirilmesi İtibarıyla Yeterince Şiddetli Vakalar	414
2. Yeterince Şiddetli İstikrarsızlıkların Amprik Olarak Bankacılık Krizi Olup Olmadıkları	416
a. 1981 Yılı Vakası	417
b. 1984 Yılı Vakası	417
c. 1993 Yılı Vakası	418
d. 1998 Yılı Vakası	419
e. 1999 Yılı Vakası	419
f. 2000 Yılı Vakası	420
g. 2001 Yılı Vakası	421
h. 2002 Yılı Vakası	422
i. 2003 Yılı Vakası	422

III. KRİZE GÖTÜREN SEBEPLER ve KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI	427
A. KRİZE GÖTÜREN SEBEPLER	426
B. KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI KONUSUNDA ÖNERİLER	434
SONUÇ	438
KAYNAKLAR	444
EKLER	452
ÖZGEÇMİŞ	484

KISALTMALAR

- ADB: Asya Kalkınma Bankası (Asian Development Bank)
bak.: Bakanlık
BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS: Bank for International Settlements
BOP: Ödemeler Balansı, Ödemeler Balansı Dengesi (Balance of Payments)
BOP's: BOP (Balance of Payment's) İstatistikleri
BRT: Binary Repercussion Tree (Amprık Ağaç Yaklaşımı)
CAD: Cari Açık, Cari İşlemler Hesabı Açığı
CART: Tasnif ve Regresyon Ağacı (Amprık Ağaç Yaklaşımı)
DİE: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
EM: Gelişmekte olan piyasalar, gelişmekte olan ekonomiler
EMSF: Tahvil Piyasası Acil Müdahale Fonu
EVDS: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
EWS: Erken Uyarı Sistemi
FDI: Doğrudan Yabancı Yatırım; Doğrudan Yabancı Sermaye
GDP: Gross Domestic Product (GSYİH)
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HM: Hazine Müsteşarlığı
IFS: Uluslar arası Finansal İstatistikler
IMF: Uluslar arası Para Fonu
KI: Uluslar arası Sermaye Girişi
MB: Merkez Bankası
NPL: Geri Dönmeyen Ödünçler; Takipteki Alacaklar (Non-Performing Loans)
PPP: Satınalma Gücü Paritesi
Q: Çeyrek yıl, Çeyrek
S&P: Standart and Poors
s. : Sayfa
SS: Aniden kesiliverme; çok şiddetli, keskin düşme
TBB: Türkiye Bankalar Birliği
TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu; Fon
TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE: Üretici Fiyat Endeksi
WB: Dünya Bankası
WEO: World Economic Outlook

TABLolar LİSTESİ

Tablo 5.1A: İktisadi faaliyet kollarına ve üretici fiyatlarına göre GSYİH, GSMH (1987 fiyatlarıyla)	453-4
Tablo 5.1B: Uluslar arası rezervlerde değişme	453-4
Tablo 5.1C: İşsizlik, enflasyon	453-4
Tablo 5.2: Harcamalar yöntemiyle gayri safi yurtiçi hasıla, 1987-2006 (sabit fiyatlarla, çeyrek dönemler itibarıyla)	455-6
Tablo 5.3: Çeyrek dönemler itibarıyla nominal döviz kurunda değişme	457
Tablo 5.B1: Herhangi bir mevduat türünde önceki yıla göre azalma görülen tecrübeler (1980-2003) (yılı, türü, para birimi, azalma oranı itibarıyla)	458-60
Tablo 5.B2: Net dönem kâr (zarar)ı (1979-2003)	461-3
Tablo 5.B3: Takipteki alacaklar (1986-2003)	464-7
Tablo 5.B4: Bankacılık sektöründe yıllar itibarıyla özsermaye değişimi (1979-2003)	461-2
Tablo 5.B5A: Faaliyeti sona eren bankalar (Kasım 2007 itibarıyla)	468
Tablo 5.B5B: Faaliyeti sona eren bankalar (22 Kasım 2007 itibarıyla)	469-70
Tablo 5.B5C: Kapanma yılında, faaliyeti sona eren bankaların sektördeki ağırlığı (Kasım 2007 itibarıyla)	471
Tablo 5.B5D: Faaliyeti sona eren bankaların sektördeki toplam ağırlığı (yıllar itibarıyla, aktif büyüklükleri bakımından, 1995-2006)	472
Tablo 5.B5E: Faaliyeti sona eren bankaların sektördeki toplam ağırlığı (aktif büyüklükleri bakımından), bankacılık sektöründe toplam net kâr (zarar) ve özsermaye değişimi (yıllar itibarıyla, %, 1995-2006)	472
Tablo 5.B5F: TMSF'ye intikal eden bankalar (yıllar itibarıyla)	473
Tablo 5.B5G: Zarar eden ve müteakip yılda faaliyeti sona ermiş bankalar	473
Tablo 5.B5H: TMSF'ye intikal eden bankaların kapanma yılında bankacılık sektöründeki ağırlığı (intikal yılında aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı, %)	473
Tablo 5.B6: 2002-6 alt dönemi için bankacılık sektörü istikrarsızlıklarına dair veriler (2002-6)	475-6
Tablo 5.B7: 2002-6 alt dönemi için bankacılık sektörü istikrarsızlıklarına dair veriler (seçilmiş oranlar) (2002-6)	477
Tablo 5.B8: Munzam karşılık oranlarının 1980-2003 arasında alt dönemler ortalaması itibarıyla seyri (1980-2003)	478

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şema 1.1: Pür para, pür borç, ikiz para ve borç krizleri itibarıyla realitede mevcut 4 alternatif durum_____	70
Şema 1.2: Para ve borç krizleri arasındaki pozitif yönlü bağlantı_____	72
Şema 1.3: Bütçe ve kamu finansman açığının finanse edilmesi bakımından pür para, borç krizleri ve ikiz krizler_____	74
Şema 1.4: Para, borç krizleri ve ikiz krizlerin karakteriyle ilgili özet_____	75
Şema 2.1: Krizde parasal ve reel unsurlar arasında illiyetin yönü (monetarist hipotez)_____	109
Şema 2.2: Krizin meydana gelişinde harcama hipotezine göre illiyetin yönü (reel sektörden finansal sektöre doğru)_____	110
Şema 2.3: Amprik Ağaç (a)_____	149
Şema 2.4: Amprik Ağaç (b)_____	150
Şema 3.1: Üçüncü Nesil Kriz Teorilerinin Gruplandırılması_____	161
Şema 3.2 : Krugman (1998b)'ye göre krizin meydana gelme mekanizması ve illiyet zinciri_____	170
Şema 3.3: Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c)'ye göre ahlaki tehlike problemleri yaklaşımı çerçevesinde Asya krizinin meydana gelme mekanizması ve illiyet zincirleri_____	175
Şema 3.4: Krugman (1999)'da tasavvur edilen “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) para krizi mekanizmasında illiyet zinciri_____	180
Şema 3.5: Krugman (1999)'da tasavvur edilen para krizi mekanizması (geribesleme kanallarıyla birlikte) (a)_____	181
Şema 3.6: Aghion et al (2000,2001)'de tasvir edilen para krizi mekanizması_____	186
Şema 3.8: “Kendiliğinden vuku bulan” Aktif Piyasası Çöküş Mekanizması_____	200
Şema 3.9: Krugman (2001)'de tasavvur edilen “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling aktif piyasası çöküşünde bağlantılar ve geribesleme mekanizmaları)_____	201
Şema 3.10.(a, b) “Kendiliğinden vuku bulan” Uluslararası Finansal Paniğin Vukû Bulma Suretine Dair 2 Tasavvur_____	219
Şema 3.11a: Asimetrik bilgi teorisine göre tipik finansal kriz fenomeninde olayların meydana geliş sırası (ABD'deki krizlerde)_____	271
Şema 3.11b: Asimetrik bilgi teorisine göre tipik finansal kriz fenomeninde olayların meydana geliş sırası (Meksika 1994-5 ve 1997/8 Asya krizlerinde)_____	271
Grafik 3.1: IPLM dengesi_____	190
Grafik 3.2: IP dengesi_____	191
Grafik 3.3: IP-LM dengesi_____	191
Grafik 3.4: IPLM (eşanlı döviz ve para piyasası) denge eğrisi_____	192
Grafik 3.5: Kur artışı ile üretim bağlantısı (firma sahiplerinin net serveti üzerinden)_____	193
Grafik 3.6: Döviz kuru paritesi/faiz-para piyasası ve servet genel denge modeli_____	193
Grafik 3.7: Aktif piyasası denge eğrisi_____	195
Şema 3.7: Döviz kuru (E) ile Toplam üretim (y) Arasında Net İhracat ve Blanço Kötüleşmesi yani Mal Piyasası Dengesi (GG) üzerinden Kurulan Bağlantı_____	196
Grafik 3.8: Mal piyasası denge eğrisi ve Kur artışı-üretim bağlantısı (Mal piyasası dengesi üzerinden, kur artışının net servet üzerine etkisi dikkate alınmamış)_____	197
Grafik 3.9: Mal piyasası-Aktif piyasası eşanlı dengesi_____	197
Grafik 3.10: Mal piyasası dengesi (Kur artışının hem ihracat hem de net servet üzerine etkisi dikkate alınmış)_____	198

Grafik 3.11: IPLM-W dengesi	198
Grafik 3.12: “Kendiliğinden vuku bulan” Aktif Fiyatları Çöküşü Modeline göre genel denge	202
Grafik E3.1: 1994 ve 2001 krizlerinde hem Cari Açık, Finansal hesap, Sermaye ve Finansal Hesap dengesinin (GSYİH’ya oranı olarak, %) hem de reel ekonomik büyüme oranının seyri	479
Grafik E3.2: 1988 ve 1991 krizlerinde hem Cari Açık, Finansal hesap, Sermaye ve Finansal Hesap dengesinin (GSYİH’ya oranı olarak, %) hem de reel ekonomik büyüme oranının seyri	480
Grafik E3.3: 1984 istikrarsızlık vakasında hem Cari Açık, Finansal hesap, Sermaye ve Finansal Hesap dengesinin (GSYİH’ya oranı olarak, %) hem de reel ekonomik büyüme oranının seyri	481
Grafik E3.4: 1980-2006 döneminde Finansal hesap, Sermaye ve Finansal Hesap dengesinde değişme (yıllık, GSYİH’ya oranı olarak, %)	482
Grafik E3.1: 1980-2006 döneminde Cari İşlemler Hesabı dengeside (GSYİH’ya oranla), nominal ve reel ekonomik büyüme oranında değişme	483

GİRİŞ

Finansal kriz gelişmekte olan ekonomilerin 1990'lı yıllardan itibaren daha sık karşılaşmakta oldukları bir fenomendir. Gelişmiş ekonomiler de finansal kriz tecrübeye sahiptirler. Fakat kriz esas olarak gelişmekte olan ülkeleri, özellikle de EM ekonomilerini vurmuştur. EM ekonomilerinin tecrübeye ettiği finansal krizler gelişmiş ülkelere göre çok daha şiddetli ve maliyetlidir.

Finansal kriz kısaca çok büyük finansal istikrarsızlıklar, çalkantılardır. Ancak o kadar şiddetli bir istikrarsızlık ve dengesizliktir ki olumsuz etkileri finansal sektörle sınırlı kalmayıp reel sektöre de geçer ve sonuçta ekonomide büyük bir daralmaya götürür. Finansal istikrarsızlık eğer ekonomik faaliyetlerde yani toplam üretim, reel gelir, istihdam ve ekonomik büyüme oranında önemli bir düşme meydana getirmemişse bir finansal kriz mahiyetinde değildir. Bu tür finansal istikrarsızlıklar Schwartz'ın terminolojisiyle reel bir finansal kriz değil sahte (pseudo) finansal krizdirler.

Gelişmekte olan ekonomiler içerisinde finansal krizlerle en fazla karşılaşanlar ve en büyük ekonomik bedeli ödeyenler EM ekonomileridir. EM ekonomilerinin önemli ve yaygın bir karakteri 1980'li yıllardan itibaren çok hızlı bir finansal liberalizasyon-deregölasyon tecrübeye geçirmiş olmalarıdır. Ne var ki sözkonusu hızlı finansal liberalizasyon-deregölasyon sürecine paralel şekilde "etkin bir finansal murakabe sistemi" kurmamışlardır. Bu çerçevede EM ekonomileri özellikle 1990'lı yıllardan itibaren çok büyük miktarlarda uluslararası finansal sermaye çekmiştir. Ancak bu ülkelere giren çok büyük miktarda uluslararası sermaye onların ekonomik refahını ilerletmemiş, özellikle finansal sektörde olmak üzere gerek finansal ve reel sektörde gerekse bütün ekonomide finansal kırılganlığı artırmıştır. Bu ülkelere yönelen çok kuvvetli uluslararası sermaye akımları sonuçta ekonomilerini finansal krizlerin meydana gelmesine ve olumsuz etkilerine daha açık hale getirmiştir. Bunun ana sebeplerinden birisi çok büyük uluslararası sermaye girişi gerçekleşirken bu ülkelerin diğer yandan "etkin bir finansal murakabe sistemi" kuramamaları, finansal sistemin "etkin" işlemeyişi ve finansal fonları etkin kullanamamasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal kriz tecrübeleri önemli benzerlikler taşımaktadır. Genellikle hikaye hızlı finansal liberalizasyon-deregölasyon süreci ile başlamaktadır. Bu ülkelerin kriz tecrübelerinde uluslararası sermaye hareketleri önemli bir unsurdur. Sözkonusu ülkelerde meydana gelen krizler bir bakıma uluslararası karakterdedir.

1980'li yıllardan bu yana dünya ekonomisinde tecrübeye edilen en önemli krizler olarak literatüre göre şunlar sayılabilir: 1982 Latin Amerika borç krizi, 1992 ERM krizi, 1994/5 Meksika krizi, 1997/8 Asya krizi, 2001 Türkiye krizi, 2001/2 Arjantin krizi. 1980'lerden bu

tarafa Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen en büyük finansal krizler olarak 1994 ve 2001 krizleri kaydedilebilir.

1994/5 Meksika krizi bir başlangıç, yeni nesil kriz türlerinin habercisidir. 1997/8 Asya krizi hiç şüphesiz en şaşırtıcı, en beklenmedik ve 1929 ekonomik krizinden bu yana dünya ekonomisinde tecrübe edilen en şiddetli krizdir. 1997/8 Asya krizi bir dönüm noktası durumundadır. Bu yüzden krizle ilgili olarak gerek teorik gerekse ampirik alanda bir çığır açmıştır.

Finansal kriz teorileriyle ilgili olarak literatürde çeşitli tasnifler vardır. Finansal kriz teorileri bu çalışmada birinci nesil para krizi teorileri, ikinci nesil para krizi teorileri, monetarist yaklaşım, finansal kırılganlık-aşırı spekülasyon ticaret yaklaşımı, finansal kabarcıklar görüşü, üçüncü nesil kriz teorileri, asimetrik bilgi yaklaşımı, SS kriz teorisi, kamu dış borç kriz teorisi şeklinde tasnif edilmiştir.

Literatürde finansal kriz türleri itibarıyla de farklı tasnifler vardır. Finansal kriz türleri bu çalışmada para krizleri, bankacılık krizleri, sistemik finansal krizler, SS krizi, dış borç krizi ve ikiz krizler (ikiz para-bankacılık, ikiz para-borç krizleri) şeklinde kategorilere ayrılmıştır.

Kriz yönetimi politikaları temelde iki ana kısımdan oluşmaktadır. İlki krize karşı mukavemet, ikincisi krize müdahaledir. Krize mukavemet kısmı kriz zeminini yok etmeye veya zayıflatmaya yönelik politikaları içerir. Krize karşı mukavemet ve krizi önleme politikaları gelecekte krizlerin meydana gelmesini bugünden, uygun politikalar takip ederek önünün alınmasını hedefler. Dolayısıyla bu politikalar kriz meydana gelmeden önceki dönemle ilgilidir. Krize müdahale kısmı kriz başlamak üzere olduğunda nasıl önlenilebileceğini veya başladığında nasıl durdurulabileceğini ele alır. Ayrıca krizden nasıl çıkılacağı da bu kısım içerisinde yer almaktadır.

Çalışmamızın beş bölümden oluşması hedeflenmektedir. İlk bölümde “finansal kriz nedir?” sorusunun cevabı üzerine odaklanılmaktadır. Bu bölümde finansal krizin tanımı yapılmaya ve realite itibarıyla finansal kriz türleri ele alınmaya çalışılmıştır. Burada finansal kriz türleri olarak para krizi, bankacılık krizi, SS krizi, sistemik finansal kriz, kamu dış borç krizi, iki kriz türlerine yer verilmiştir. İkiz kriz türü çerçevesinde de birinci tip ikiz krizler yani ikiz para ve bankacılık krizi, ikinci tip ikiz kriz yani ikiz para ve borç krizi türü ele alınmıştır.

İkinci ve üçüncü bölümlerde finansal kriz teorileri ele alınmaktadır. Kriz teorileri aslında başlangıçta tek bölüm olarak tasavvur edilip oluşturulmuştur. Ancak kriz teorileri alanında ortaya çıkan hacimde bir büyüklüğü tek bölümün kaldıramayacağı düşünülmüştür. Kriz teorileriyle ilgili olarak başlangıçta tek bölüm olarak tasavvur ve inşa edilmiş olan tek bölüm bu yüzden, 1997/8 Asya krizinin meydana gelişi kriteriyum alınarak iki bölüme ayrılmıştır. Kriz teorileriyle ilgili iki bölümden ilki Asya krizi öncesi teorileri konu almaktadır. Bu bölüm birinci

nesil para krizi teorileri, ikinci nesil para krizi teorileri, monetarist yaklaşım, finansal kırılganlık- aşırı spekülasyon ticaret yaklaşımı, finansal baloncuklar teorisi, kamu dış borç krizi teorisini içermektedir. Kriz teorileriyle ilgili bölümlerden ikincisi Asya krizi sonrası teorileri konu almaktadır. Bu bölüm de üçüncü nesil kriz teorileri, asimetrik bilgi yaklaşımı, SS kriz teorisini içermektedir.

Kriz teorilerinin bu şekilde iki bölüme ayrılması kuvvetli bir teorik gerekçeden öte pragmatik gereklilikten kaynaklanmıştır. Çünkü hacminin büyüklüğü dolayısıyla, kriz teorileriyle ilgili olarak başlangıçta oluşan bölümün ikiye ayrılması gerekmiştir. Bu çerçevede kriz teorilerinin ikiye ayrılmasında teorik açıdan zayıf kalmakla beraber 1997/8 Asya krizinin kriter alınması anlamlı düşmektedir.

Ne var ki Asya krizi kriter alınarak kriz teorilerinin iki bölüme ayrılması teorik açıdan bazı problemler içermektedir. Çünkü kimi teoriler Asya krizi öncesinde doğmuş, ancak sonrasında yeniden inşa edilip şekillendirilmiştir. Bu çerçevede asimetrik bilgi, kamu dış borç krizi teorileri kaydedilebilir. Asimetrik bilgi yaklaşımı Asya krizinden önce doğmuş, sonrasında da önemli değişiklikler geçirmiştir. Asya krizi öncesi teorilere mi sonraki teorilere mi dahil edileceği sınıktır. Kamu dış borç krizi teorisi temelde Asya krizi öncesinde oluşmuştur. Bu teoriyle ilgili klasik (öncü) çalışmalar Asya krizinden önce verilmiştir. Bununla beraber Asya krizi sonrasında yeniden şekillenmiştir.

Dördüncü bölüm kriz yönetimi politikalarını ele almaktadır. Kriz yönetimi ilki krize mukavemet, ikincisi krize müdahale ve krizden çıkış olmak üzere iki ana kısma ayrılmaktadır. Krize mukavemet alanı kriz zemininin zayıflatılmasını hedefler. Bugünden uygulanacak politikalarla krizin gelecekte vuku bulması önlenmeye çalışılmaktadır. Krize mukavemet bu münasebetle kriz öncesi (normal) dönemle ilgilidir. Krize müdahale ve krizden çıkış politikaları hemen başlamak üzere olan bir krizin önlenmesi, başlamış bir krizin durdurulması ya da yatıştırılması, krizden nasıl çıkılacağı ile ilgilidir. Çalışmamızda krize müdahale ve krizden çıkış gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde kriz yönetimi şeklinde iki kısım olarak ele alınmıştır.

Beşinci bölümde 1980 sonrası Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen finansal krizler ele alınmıştır. Son bölümde 1980 sonrası dönemi dış borç krizinin ve buna bağlı olarak ikiz para ve borç krizlerinin tecrübe edilmesi açısından incelemek mümkün olmamıştır. Bu bölümde sözkonusu dönem kriz türlerinden para krizi, bankacılık krizi, SS krizi, ikiz para ve bankacılık krizi vakaları bakımından araştırılabilmiştir. Dış borç krizleri ve buna bağlı olarak ikiz para ve borç krizlerinin tecrübe edilmesi açısından irdelenememiştir.

Kriz vakaları ampirik olarak tanımlanırken olay ve endeks metotları olmak üzere 2 metot vardır. Beşinci bölümde kriz vakaları tanımlanırken olay metodu ve yıllık veriler kullanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ NEDİR?

I. FİNANSAL SEKTÖRÜN TANIMI ve ÇERÇEVESİ

Finansal alan ekonomide ödünç piyasalarından meydana gelir. Ödünç piyasaları; doğrudan ödünç piyasaları ve dolaylı ödünç piyasası olmak üzere iki kısımdan teşekkül eder. Doğrudan ödünç piyasası, finansal fon şeklinde ödünçleri temsil eden kâğıtların mübadele edildiği finansal piyasalardır. Finansal piyasalarda tedavül etmekte olan finansal kâğıtlar, finansal fon şeklinde ödünçleri temsil eden “borç senetleri” mahiyetindedirler. Bu piyasalarda mübadele edilen finansal kâğıtların vadelerinin 1 yıldan uzun olup olmadığı dikkate alınarak finansal piyasalar; para piyasaları ve sermaye piyasaları şeklinde ikili bir tasnife tabi tutulurlar. Finansal piyasalara; mübadeleye konu olan, tedavül eden finansal kâğıtlar eğer 1 yıl ya da daha kısa vadeli ise para piyasaları; 1 yıldan daha uzun vadeli ise sermaye piyasaları denir.

Dolaylı ödünç piyasası ise “bankacılık sektörü”dür. Bankacılık sektörü, mevduat piyasalarıyla kredi piyasalarından oluşur.

Şu halde ekonomide finansal alan; kısaca finansal piyasalar ile bankacılık sektöründen teşekkül etmektedir. (*)

Firmaların ödünç şeklinde finansal fon temin edebildikleri alan, finansal alandır. Bir firma, ya borç senedi mahiyetinde olan finansal kâğıtlar ihraç etmek yoluyla ödünç finansal fon temin edebilir; ya da bankacılık sektöründen kredi almak yoluyla. Hanehalkları ve firmalar açısından tasarruflarını ödünç olarak verebildikleri alan; finansal alandır. Hanehalkları ve firmalar tasarruflarını, âtıl tutmak istemediklerinde; tasarrufları ile örneğin bir fabrika kurmak veya hisse senedi satın alarak bir fabrikanın mülkiyetine ortak olmak yolları bir tarafa; ya bir tahvil satın alarak finansal piyasalar kanalıyla ödünç verebilirler, ya da bir bankaya yatırarak mevduata dönüştürebilirler ve banka da o mevduatı kredi piyasalarında kredi olarak verir. Bir firmanın borç alabileceği ve bir hanehalkının borç verebileceği; yani genel anlamda borç almak isteyenler ile borç vermek isteyenlerin buluştuğu alan; ekonomide

(*) Gerçekte borsa finansal alana dahil değildir. Çünkü borsada tedavül eden kâğıtlar finansal aktif değil reel aktif kâğıtlardır. Bir diğer ifadeyle sermaye piyasasında (borsada) tedavül eden kâğıtlar “ödünç fonlar”ı temsil etmez, ilgili şirkete “sahip olmayı” temsil eder. Diğer taraftan ekonomide finansal alan “ödünç fon alınıp verilmesi” ile ilgilidir yani “ödünç fon arz ve talep edildiği alan”dır.

Bununla beraber kimi çalışmalar finansal alanın kapsamının belirlenmesi itibarıyla kriter olarak “ödünç fon (borç) alınıp verilmesi” yerine “işletmelerin finansal fon temin etmesi”ni almaktadırlar. Buna göre, firmaların finansal fon temin ettiği alan, bu fon ne şekilde temin edilirse edilsin yani ister borç olarak isterse şirkete ortaklık bedeli olarak alınsın, finansal alandır. Bu durumda hisse senedi piyasası da finansal alana dahil olur [Mishkin (2003), s. 181]. Fakat finansal alana bu yönde bakmak hatalı, sınırlar çizilirken “ödünç fon alınıp verilmiş olması”nın merkez alınması daha doğrudur.

finansal alandır. Şu farkla ki sözkonusu ödünç fizikî bir mal şeklinde değil, bir fon şeklinde olmalıdır.

Finansal piyasalarda mübadeleye finansal kâğıt konu olur, finansal aktif alınıp satılır. Finansal piyasalar, ödünç arz ve talebinin gerçekleştiği; finansal fonların arz ve talep edildiği piyasalardır. Finansal sektör finansal piyasalar ile bankacılık sektöründen meydana gelir. Finansal piyasalar bir bakıma borç piyasalarıdır. Bu piyasalarda temsilî finansal- borç (ödünç) kâğıtları mübadele edilir. Finansal piyasalar bono piyasalarından ibarettir.

Borçlanma veya borç verme bankacılık sektöründe olduğu gibi ya direkt surettedir, ya da alternatif olarak finansal piyasalar vasıtasıyla dolaylı surettedir. Finansal piyasalarda finansal kâğıt ihraç eden bir şirket veya hazine, kimden borç aldığını veya borç senedinin belirli bir anda hâmillerinin kimler olduğunu bilemez. Bununla beraber borç veren, finansal piyasalarda, isim olarak kime borç verdiğinden haberdardır.

Mahiyetleri itibarıyla “borçlanma piyasaları” mübadeleye konu olan, tedavül eden kâğıtlar ya yurtiçi nakit cinsinden ya da herhangi bir yabancı nakit cinsinden muharrerdir.

Finansal yatırım yapmak, portföy yatırımı diye de isimlendirilir. Finansal yatırım, finansal kâğıt satın almak demektir. Finansal kâğıt satın almak, tahvilin ilk elden satın alınmış olması şartıyla, tahvili tedavüle ihraç edene borç vermek demektir. Finansal kâğıt satın almak ya yurtiçi nakit cinsinden ya da yabancı nakit cinsinden tahvil satın almak şeklinde olur. Tahvil, her zaman ilk elden satın alan kişide kalmaz, el değiştirir yani piyasada tedavül eder. Finansal aktifi belirli bir anda elinde tutana, kâğıdın “hâmil”i denir. Finansal kâğıdın hâmili, kâğıdı elinde tuttuğu müddetçe, kâğıt üzerinde -nominal olarak- muharrer “faiz getirisi” elde eder. Genel olarak finansal kâğıtlar muayyen bir vadeye sahiptirler. Vadesi geldiğinde değerleri hâmillere ödenerek kâğıtlar piyasada tedavülden çekilir. Bu, borçlu tarafından borcun ana parasının “itfası” diye ifade edilir.

Piyasaya finansal kâğıt ihraç etmek, borç talep etmek demektir. Piyasaya ihraç edilen finansal kâğıt eğer yurtiçi nakit cinsinden ise, bu, yurtiçi nakit cinsinden ödünçlere talepte bulunmaktır. Piyasada tedavüle sürülen kâğıt eğer yabancı nakit cinsinden ise, bu, yabancı nakit cinsinden ödünçleri talep etmektir.

Piyasada tedavüle ihraç edilen kâğıtlar, ödünç talebi demek olup, ancak satın alındıkları takdirde, ödünç talebi karşılık bulmuş yani borçlanma, ancak ödünç arzı vukû bulunduğu zaman gerçekleşmiş olur. Yurtiçi nakit cinsinden finansal kâğıtlar satın alındığında, bu kâğıdı ihraç eden, yurtiçi nakit cinsinden borçlanmış demektir. Yabancı nakit cinsinden piyasaya ihraç edilen finansal kâğıtlar satın alındıkları zaman bu kâğıtları ihraç eden, yabancı nakit cinsinden borçlanmış olur.

Çok yaygın, fakat hatalı bir kanaatin aksine borsa finansal piyasalara dahil değildir. Borsada arz ve talep edilen, mübadeleye konu olan finansal değil, reel aktiflerdir. Hisse senetleri finansal bir değeri değil, reel değeri temsil eden kâğıtlardır. Yani hisse senetleri fizikî sermayeyi temsil eder. Hisse senetleri maddî sermaye mallarına pay ortaklığı (hissedarlık) anlamına gelir. Hisse senetleri; bir borç senedi, ödünçleri veya finansal aktifleri temsil eden kâğıtlar değildir. Hisse senedi satın almak, bu çerçevede bir finansal yatırım değil, maddî-fizikî yatırımdır. Hisse senedi, fizikî sermaye mallarına sahipliği ifade eder.

Hisse senedi, fizikî sermaye mallarına, meselâ bir fabrikaya sahipliği müşterek hale getirip anonimleştirir. Bir bakımdan finansal kâğıt ihraç mekanizması da borçlanmayı anonimleştirmektedir. Hisse senedi, fizikî sermaye mallarına sahipliği; hem bölünebilir kılmakta hem de tabana yaymaktadır. Meselâ hisse senedini satın alarak binlerce küçük tasarruf sahibi Microsoft'un sahibi, maliklerinden birisi olabilir. Kısaca hisse senedi, servetin tabana yayılmasına imkân vermektedir. Finansal kâğıtlar da, bir şirketin veya hazinenin, birkaç kurum yerine binlerce, on binlerce kişiden ve sadece çok büyük fonlara sahip olanlardan değil aynı zamanda çok küçük fonlarını ödünç verebilecek durumdaki küçük tasarruf sahiplerinden de borçlanabilmesini mümkün kılmaktadır.

Yine altın ve döviz piyasaları da ekonomide finansal alana dahil edilemez. Çünkü altın ve döviz piyasaları; ödünç arz ve talep edenlerin karşı karşıya geldiği, ödünç suretindeki fonların mübadele edildiği bir alan değildir. Altın ve döviz piyasalarında; ödünç fonları değil, altın ve döviz arz ve talep edenler karşı karşıya gelmektedir. Altın ve döviz satın almak, gerçekte bir yatırım yapmak değil, değerinin korunabilmesi noktasından serveti elde tutma biçimlerinden birisidir. Altın ve döviz satın alınır ve elde tutulur ise servetin değeri muhafaza edilmiş olur fakat altın ve dövizin temsil ettiği finansal kaynak (satın alma gücü) “atıl tutulup gömülenmiş demektir. Çünkü altın ve döviz, elde tutulduğu sürece elinde tutan bir getiri elde etmez. Sonuç olarak altın ve döviz; gerçekte ne reel ne de finansal bir yatırım aracı değil; sadece bir iddihar aracıdır. Bununla beraber ekonomide finansal alan ile özellikle döviz piyasaları arasında çok yönlü ve kuvvetli münasebetler mevcuttur.

Finansal piyasalar ile bankacılık sektörü ve borsa, kavramsal olarak birbirlerinden farklı olmakla beraber aralarında karşılıklı ve kuvvetli münasebetler, etkileşimler vardır. Dolaylı borçlanmayı temsil eden finansal piyasalar ile doğrudan borçlanmayı temsil eden bankacılık sektörü “borçlanma” şekli açısından birbirlerine alternatif halledirler. Ayrıca hisse senedi ihraç e dip sermaye arttırımına gitme yolu ile borçlanma yolu da bir şirketin yatırım projelerini finanse etmek üzere fon bulması bakımından birbirlerine alternatiftirler.

II. FİNANSAL KRİZİN GENEL TANIMI

“Finansal kriz”e dair iki tür tanımdan bahsetmek mümkündür: Finansal krizin “genel (geniş) tanımı” ve “özel tanımı”. “Genel tanım”, finansal krize dair beklentiler yaklaşımı, finansal baloncuklar yaklaşımı, asimetrik bilgi yaklaşımı gibi herhangi bir yaklaşıma bağlı kalınmaksızın yapılan tanımdır.

“Özel tanım”, beklentiler, asimetrik bilgi, monetarist görüş, birinci ve ikinci nesil para krizi teorileri, bankacılık panikleri vs. finansal krize dair herhangi bir özel yaklaşıma bağlı kalınarak, yani özel bir yaklaşım merkezinde yapılan tanımdır. Buna göre örneğin “beklentiler -yaklaşımı- orjin alınarak finansal krize getirilen tanım bir özel tanımdır. Asimetrik bilgi perspektifinden yapılan tanım, özel bir tanımdır. Yine monetarist yaklaşım merkezli yapılan bir tanım, özel bir tanımdır. Finansal krize, bu surette herhangi bir yaklaşım merkez alınmaksızın getirilen tanım ise, genel tanımdır.

Özel tanımlar finansal krize dair yukardaki genel tanımı kabul ederler. Yani finansal krizi genel olarak “finansal ödünçlerin finansal alandan hızla çekilmesi, kaçması” suretinde görürler.

Özel tanımların birbirleri arasındaki farklar nelerdir?

Özel tanımlar esas olarak kendi alarında finansal krizin niçin çıktığı noktasında yani “finansal alandan finansal ödünçlerin hızla çekilmesi”ni attettikleri temel sebep itibarıyla ayrılırlar. Finansal krizin genel olarak “finansal alandan finansal ödünçlerin hızla çekilmesi, kaçması” olduğu noktasında -hemen hemen- müttefik halde olmakla beraber, özel tanımlar, bu olayın meydana gelmesini istinat ettirdikleri merkezî sebep hususunda birbirlerinden ayrılmaktadırlar.

Gerçekten “finansal ödünçlerin finansal alandan kaçması” olayının en önemli, merkezî sebebi olarak örneğin monetarist yaklaşım para stokunda şiddetli daralmayı; finansal kırılma-aşırı spekülasyon ticaret yaklaşımı “aşırı spekülasyon kâğıt ticareti-spekülasyon ticaret müptelâlığı ve aşırı borçlanma”, “beklentiler yaklaşımı” “geleceğe dair beklentilerdeki değişme”yi; “ahlakî tehlike” yaklaşımı özellikle finansal sektörde ahlakî tehlike problemlerinin varlığı ve aşırı borçlanma-aşırı ödünç verme-aşırı yatırımı; “uluslararası finansal kırılma” yaklaşımı özellikle kısa vadeli ve döviz cinsinden borçlar başta finansal sistemde olmak üzere ekonomide “borçların artması”nı; “kanonikal (birinci nesil) para krizi teorisi” sabit kur sistemi carî iken yurt içi nakdin yabancı nakitler cinsinden sabitlenmiş değerinin korunmasını sürdürülemez kılacak kadar yurtiçi para ve kredi arzı genişlemesi”ni^(*);

(*) *Finansal kriz meydana gelirken yurtiçi para arzının genişlemesi, para arzının hem kredi bileşeni hem de merkez bankası parası itibarıyla olabilir.*

“asimetrik bilgi” yaklaşımı finansal alanda “asimetrik bilgi problemlerinin artıp şiddetlenmesi”ni; “finansal baloncuklar” yaklaşımı finansal alanda yabancı finansal yatırımcılar tarafından sun’î şekilde önce “finansal baloncuklar meydana getirilmesi ve sonra bu finansal balonların patlatılması”nı vb. görür.

Bir özel tanım, finansal krizin meydana gelme sebebi olarak, diğer özel tanımların merkez aldıkları sebeplere de kimi zaman yer verir, onları dışlamaz; fakat talî derecede. Özel tanım kendisine göre anahtar unsuru, finansal krizin merkezine yerleştirir; diğer unsurları ise finansal kriz olayını izahına yardımcı, ikincil, hatta kimi zaman dekoru tamamlayan figürler kabilinden dahil eder.

Özel tanımların finansal kriz olayının asıl, merkezî sebebi, finansal alandan finansal ödünçlerin esas olarak niçin kaçtığı sorusuna verdikleri temel cevaplar açısından birbirlerinden ayrılmaları, bir taraftan finansal krizle ilgili olarak ekonomide odaklandıkları temel alanlar bakımından ayrılmalarına yol açar.¹ Özel tanımların finansal krizin aslî, merkezî sebebi açısından birbirlerinden ayrılmaları, diğer taraftan “krize karşı mukavemet” ve “krizden kurtuluş politikaları” yani kısaca “kriz yönetimi politikaları” konusunda savundukları temel politikalar itibarıyla ayrılmalarına sebep olur.²

Bu, bir özel tanımın, finansal kriz konusunda ekonomide esas olarak hangi alana odaklanacağı ve “kriz yönetme” konusunda hangi temel politikaları savunacağı; sözkonusu özel tanımın finansal krizin niçin meydana geldiğine verdiği cevap yani “finansal alandan finansal ödünçlerin hızla kaçması”nı dayandırdığı temel sebebin ne olduğu tarafından tayin edildiğini imâ eder.

Burada önce finansal krizin genel tanımı yapılmaya çalışılacaktır.

“Genel surette tanımı”na göre finansal kriz, finansal alanda arzu edilmeyen yani reel sektör ve ekonomi üzerinde olumsuz ağır sonuçlar doğurabilecek istikametteki şiddetli istikrarsızlık ve dalgalanmalardır.

Bir diğer açıdan “genel tanımı”yle finansal kriz, ödünç piyasalarından ödünçlerin hızla kaçması; ödünç arzının hızla daralmasıdır.

Kredi bileşeni itibarıyla genişlemenin arka planında önemli ölçüde yabancı nakit cinsinden dış borçlanma yoluyla elde ettikleri finansal fonları yurtiçi finansal aracı kuruluşların yurtiçi nakit cinsinden kredi olarak vermeleri yatar. Finansal aracı kuruluşların dış borçları döviz cinsinden ve kısa vadeli iken, açtıkları krediler ise yurtiçi nakit cinsinden ve aksine daha uzun vadeli. Bir diğer ifadeyle yurtiçi finansal aracı kuruluşların borçları (aldıkları ödünçler) ile alacakları (verdikleri krediler) arasında hem vade yapıları hem de nakit birimi bakımından tutarsızlık mevcuttur.

Yurtiçi para ve kredi arzında “para arzı bileşeni” itibarıyla genişlemenin gerisinde esas olarak “bütçe açıklarını kapatmak üzere hazineyi finanse etmek için merkez bankasının para basması” yani “bütçe açıklarının merkez bankasından borçlanma (açıktan finansman yoluyla kapatılması) yer almaktadır.

¹ Radelet ve Sachs (1998b), s. 4-7 ve Tablo 1..

² Radelet ve Sachs (1998b), s.

Finansal krizin genel tanımı, “ödünç verilebilir fonlar” hareket noktası alınarak da yapılabilir. Bu takdirde finansal krizin genel tanımı ile finansal krize ödünç verilebilir fonlar nazarından getirilecek tanım aynı olur. Finansal krizin genel bir tanımını “ödünç verilebilir fonlar”dan hareketle yapabilmeyi mümkün kılan başlıca iki sebep vardır: Her şeyden önce ödünç verilebilir fonlar, finansal fon mahiyetindedirler. İkinci olarak ödünç verilebilir fon piyasaları, bir bakıma “ödünç piyasaları” demektir yani finansal fon şeklinde ödünçlerin arz ve talep edildiği piyasalardır. Bir diğer ifadeyle ödünç verilebilir fon piyasaları, tıpkı ödünç piyasaları gibi, ekonomide finansal alan ile özdeş olup finansal piyasalar ile bankacılık alanından meydana gelmektedir.

“Ödünç verilebilir fonlar” itibarıyla finansal kriz, fon piyasalarından finansal fonların çekilmesidir. Finansal kriz meydana gelirken fonlarını fon piyasasından hızla çekmek isteyen fon sahipleri, hem varsa ellerindeki finansal aktifleri hızla ellerinden çıkarıp piyasaya arz ederler hem de bankalar dahil finansal kuruluşlarda mevduatları mevcut yani müdi durumunda iseler mevduatlarını bir an önce çekmek üzere bankalara hücum ederler.

A. FİNANSAL KRİZİN GENEL TANIMININ ANA UNSURLARI

Finansal krizin genel tanımına bakıldığında tanımın 5 ana unsuru ihtiva ettiği görülür. Bu unsurlar şunlardır:

1. “Finansal Alanda Yani Ödünç Piyasalarında Vuku Bulmuş Olmak

Orjini finansal sektördedir. Finansal krizin kalbi, merkezi finansal sektördür. Her şok finansal krize dönüşmez. Şokları finansal krize ancak finansal sistem dönüştürecek veya dönüştürmeyip bertaraf edecektir. Bir şoku finansal krize dönüştürecek veya dönüştürmeyecek olan finansal sektördür. Finansal krizin kökleri bu yüzden finansal alanda aranmalıdır. Bu unsur finansal ve reel krizleri ayırmak bakımından kriteriyum olarak kullanılabilir.

2. Finansal Karakterli Olmak (Firmaların Malî Durumlarını Kötüleştirmek)

Finansal kriz finansal karakterli³ bir hadisedir yani finansman alanıyla ilgilidir. Bir diğer ifadeyle finansal kriz temelde sujelerin “finansal cepheleriyle ilgili”dir. Finansal kriz sujelerin finansman-likidite temin etmelerini zorlaştırabilir, malî durumlarını kötüleştirebilir, örneğin bu çerçevede borç yüklerini artırabilir veya borçları çevirmesini zorlaştırabilir. Burada sujeler finansal veya reel sektör firmaları da kamu veya özel sektör işletmeleri veya devlet^(*) de olabilir. Bir hadise eğer sujelerin (genel olarak finansal ve reel sektör

³ Marshall (1998).

(*) Bu çerçevede “sovereign borç krizi” de bir finansal kriz mahiyetindedir. Nitekim literatürde “sovereign borç krizi”, genel olarak “dış borç krizi” veya daha kısa surette “borç krizi” olarak da adlandırılmaktadır ve finansal kriz türü olarak kabul edilmektedir.

firmalarının) malî durumlarını kötüleştirmiyor; bu çerçevede onların ne likidite pozisyonlarına (likidite temin etmelerine), ne borç yüklerine veya vadelerine, ne borçlarını çevirme şartlarına olumsuz etki etmiyor ise böyle bir hadise “finansal kriz” kabul edilemez. “Kriz” derecesine ulaşmış ve ulaşmamış finansal istikrarsızlıklar arasında ayırım yapılırken bu unsur önemli bir kriteriyum olabilir. (*)

3. “Şiddetli Bir İstikrarsızlık Yani Dengesizlik” Mahiyetinde Olmak

Finansal kriz şiddetli bir istikrarsızlık, bir dengesizlik mahiyetindedir. Bu bir kargaşa, karışıklık ve çalkantı içermesi gerektiğini ifade eder. Ülke ekonomisinde mutedil, yavaş yavaş gerçekleşen intibak hareketi, isterse olumsuz istikamette yani ekonomiyi bir daralmaya götüreceği yönde gelişsin, finansal kriz kabul edilemez. Finansal krizden söz edilebilmesi için “finansal dalgalanma” âni, hızlı ve şiddetli olmalı; hafif ve yumuşak olmamalıdır.

4. Olumsuz Etkilerinin Çok Büyük Olması

Olumsuz etkileri önemli büyüklükte olmalıdır. Bu çerçevede olumsuz etkiler ilk olarak yalnızca finansal sektöre münhasır kalmayıp reel sektöre de geçerek büyük bir daralmaya götürebilmelidir. Olumsuz etkiler ikinci olarak münferit bir veya birkaç firma ya

(*) Acaba “döviz kuru artışı/devalüasyon” hadisesi bir “finansal kriz mahiyetinde” midir? Bu kriteriyum bu hususta bir sonuca varabilmek üzere kullanılabilir.

Döviz kuru artışı/devalüasyon ülke ekonomisinde sujelerin malî durumlarını şiddetli derecede kötüleştirmiş; bu çerçevede eğer onların örneğin borç yüklerini artırmış, finansman/likidite temin etmelerini ve maliyetini ağırlaştırmış, borç çevirme maliyetini (borç servisini) artırmış ve en sonunda da yine ekonomide (toplam üretim, reel gelir, istihdam vb. nde) önemli bir daralma meydana gelmişse “finansal kriz” mahiyetindedir. Aksi halde değildir.

Bu yaklaşımın acaba realite itibarıyla bir önemi var mıdır? Evet. Şöyle ki: Öyle bir ekonomi tasavvur edelim ki (i) sujelerin (gerek finansal ve reel sektör firmalarının ve gerekse hükûmetin) döviz cinsinden borç yükleri önemli düzeyde değil (dolarizasyon zayıf), ekonominin ithalâta (hammadde, enerji, yarı mamul, fizikî sermaye/yatırım malları temini/tedariki itibarıyla) bağımlılık derecesi çok düşük olsun. Böyle bir ekonomide genel olarak döviz kuru artışı; sujelerin (finansal ve finans dışı firmaların ve hükûmetin) malî durumunu önemli derecede kötüleştirmez. Çünkü ilk olarak sujelerin borç yüklerinin ya da borçlarını çevirme yüklerinin artışı durumu ortaya çıkmaz. İkincisi ithalatın finanse edilmesi zorlaşıp reel sektörde hammadde, enerji, yarı mamul, fizikî sermaye malları tedariki/temininde darboğazlar ortaya çıkmaz ve üretim şoklarına götürmez.

Şimdi de şöyle bir ekonomi tasavvur edelim: Firmaların veya hükûmetin döviz cinsinden borç yükleri ağırdır. Ya da onların döviz cinsinden borç stokları yüksek değil ancak sözkonusu borçlar içinde kısa vadeli olanların payı çok yüksektir yani sözkonusu borçların ortalama vadeleri çok kısadır. Yahut da reel sektörde kimi endüstri kollarında firmaların hammadde, enerji, fizikî sermaye malları tedariki/temini itibarıyla ithalata bağımlılığı kuvvetlidir. Bu durumda döviz kuru artışı/devalüasyon; ya firmaları ve hükümetin döviz cinsinden borçlarının reel yükünü ya da dış borçları çevirebilme yükünü artıracak; yahut da reel sektörde hammadde-fizikî sermaye malları temininde darboğazlara ve sonunda üretim şoklarına yol açacaktır. Böyle bir ekonomide bunların birisi veya hepsi de görülebilir. Bunlar firmaların ya da hükümetin malî durumlarının kötüleşmesini ifade eder. Dolayısıyla böyle bir ekonomide döviz kuru artışı/devalüasyon ve akabinde meydana gelen sonuçlar bir “finansal kriz” mahiyetindedir.

Kuvvetli uluslararası spekülâtif baskı altındayken sabit kuru savunmak üzere para otoritesinin yurtiçi faiz oranlarını önemli ölçüde artırması ve bunun da ekonomide büyük bir daralmaya götürmesi bir “finansal kriz” midir? Bu kriter burada da bir sonuca ulaşmak amacıyla kullanılabilir. Faiz oranları artışı sujelerin (finansal ve finans dışı firmaların ve hükümetin) finansman-likidite temin etme şartlarını ağırlaştırıp maliyetini artırır yani malî durumlarını kötüleştirir. Bu yüzden isterse çökmemiş olsun, sabit kurun kuvvetli uluslararası spekülâtif baskı altında kalması ve yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi, bunun da önemli bir ekonomik daralmaya götürmesi hadisesi bir “finansal kriz”dir.

da endüstri kolu ile sınırlı olmamalı, finansal ve reel sektörler bakımından “sektörel ölçekte” olmalıdır. Sözkonusu etkiler o kadar yaygın ve kuvvetli olmalıdır ki, ülkede makroekonomik dengeleri olumsuz yönde önemli derecede değiştirerek daralmaya götürebilmelidir. Kısaca ülke ekonomisinde toplam üretim, reel gelir, istihdamda büyük bir daralmaya yani ekonomik büyüme oranında önemli bir düşüşe götürebilmelidir.⁴

Münferit firma iflasları, belli bir malın piyasasında çöküş, belli bir finansal kâğıdın fiyatında çöküş, bir endüstri kolunun çöküşü, tüm sisteme değil münferit bir bankaya yönelik tehaccüm, büyük bir holdingin (işletme, finansal firma, banka vs.) batması; eğer yukarıda tasvir edilen karakteri kazanmaz ise bir “finansal kriz” mahiyetinde değildir. Bunlar tüm toplumun servet stokunu etkilemez, yalnızca servet transferi yani münferit kalmış servet kayıplarıdır.

5. Arzu Edilmeyen Yani Olumsuz İstikamette Etkiler Doğurabilecek Mahiyette Olmak

Sözkonusu istikrarsızlık arzu edilmeyen sonuçlar doğurabilecek mahiyette olmalı, olumlu (arzu edilen) yönde olmamalıdır. Bir dengesizlik; olumlu etkiler meydana getiriyor, yani iyi yönde âni ve çok hızlı hareket ise sözkonusu dengesizlik bir finansal kriz değildir. Daha somut olarak finansal kriz kabul edilebilmesi için bir dengesizlik; reel sektörde ve ekonomide (üretimde, ekonomik büyümede, istihdam hacminde vs.) **olumsuz** sonuçlar doğurabilecek olmalıdır.

Buna göre finansal kriz, bir dengesizliktir (istikrarsızlıktır), finansal alanda yani borç piyasalarında ortaya çıkar, bir diğer ifadeyle esasen finansal alanla (ödünç piyasalarıyla) ilgilidir ve ekonomi (reel sektör) üzerinde olumsuz sonuçlara (üretimde büyük daralma, ekonomik büyümede şiddetli düşüş, istihdam hacminde büyük bir daralma ve işsizlik oranında büyük bir artış gibi) yol açar.^(*) “İktisadî faaliyet hacminde ya da ekonomide daralma” kavramı, reel sektörde ve makro olarak ülke ekonomisinde toplam üretimde, reel gelirden, ekonomik büyüme oranında düşme, istihdam hacminde daralma ve işsizlik oranında yükselmeyi ifade etmektedir. Buna, “borçlanma maliyeti”nin yani “ödünç faizlerinin” yükselmesi de ilave edilebilir.

Genel tanımın sahip olduğu ilk unsur, finansal krizin “bankacılık alanındaki krizleri” (“bankacılık krizleri”) ile “finansal piyasalardaki (finansal aktif piyasalarındaki) krizler”den ibaret olduğunu ifade etmektedir. Çünkü finansal alan ödünç piyasaları demek olup finansal

⁴ Schwartz (1986), Bordo, Misraei, ve Schwartz (1995). Bir finansal istikrarsızlığın finansal kriz kabul edilebilmesi açısından bu kriteriyuma göre onun, reel ekonomik (reel GSMH) büyüme oranında en azından %2 lik bir düşüşe götürmesi gerekir. Bir diğer ifadeyle bu istikrarsızlık, finansal kriz mahiyetinde görülebilmesi için, reel olarak GSMH de en azından %2 oranında bir daralmaya yol açmış olmalıdır.

(*) Finansal kriz kısaca ekonomide “büyük bir daralmaya” yol açar.

piyasalar (dolaylı ödünç piyasaları) ve bankacılık alanından (doğrudan ödünç piyasalarından) teşekkül eder. Genel tanımın ilk unsuruna göre şu halde “bankacılık krizleri” de bir finansal krizdir, fakat finansal krizler, monetarist görüşün finansal kriz anlayışının aksine, bankacılık krizlerinden ibaret değildir.

B. FİNANSAL PİYASALAR İTİBARIYLA FİNANSAL KRİZ

Finansal piyasalar itibarıyla finansal kriz, finansal piyasalarda ödünç mahiyetindeki finansal fon arzının, fon talebi veri iken, daralmasıdır. Bir diğer ifadeyle finansal piyasalardan ödünç suretindeki finansal fonların çekilmesi ve kaçmasıdır. Fonlarını finansal piyasalardan hızla çekmek isteyen finansal ödünç sahipleri bu maksatla ellerindeki finansal aktifleri hızla ellerinden çıkarırlar yani piyasaya arz ederler. Bu, bir taraftan önceki finansal aktiflerin piyasa (carî) fiyatlarının, tabiatıyla de tedavüle yeni ihraç edilecek finansal aktiflerin birincil ve ikincil değerlerinin hızla düşmesine sebep olacaktır.

Diğer taraftan tahvillerin arzı, talebi veri ve başlangıç durumunda iken genişlemiş olduğu için, tahvil fiyatlarının hızla düşmesine, tabiatıyla de faiz hadlerinin hızla yükselmesine sebep olacaktır.

Tahvil ihraç eden firma açısından ihraç işlemi sonucunda kasasına girecek meblâğı tahvilin fiyatı, katlanacağı ve ödeyeceği maliyeti ise tahvilin üzerinde muharrer nominal faiz miktarı (mutlak faiz) ifade etmekte ve tahvilin üzerinde muharrer nominal faiz miktarı sabit olduğundandır ki, tahvil fiyatının düşmesi ve tahvil faizinin yükselmesi tahvil ihracı yoluyla piyasadan borçlanmaya giden firmanın “borçlanma maliyeti”nin yükselmesi anlamına gelir.

Finansal kriz finansal piyasalar itibarıyla kısaca finansal kâğıt fiyatlarının hızla düşmesi ve bunun bir sonucu olarak tahvil faizlerinin hızla yükselmesi şeklinde de tanımlanabilir.

Tasarruf sahiplerinin fonlarını finansal piyasalardan hızla çekme maksadıyla ellerindeki finansal aktifleri piyasaya arz etmeleri yani ödünç suretindeki fonların finansal piyasalardan kaçışı, sermaye zararına uğramamak istikametinde hareket etmelerine ve getirilerin düşeceği istikametindeki bekleyişlerine dayandırılabilir.

Finansal piyasalarda finansal aktiflerin arz edilmesi sonucu, veri ve başlangıç finansal aktif talebine göre bir finansal aktif fazlası oluşur. Fon piyasasından fonların kaçışı para piyasasında önce talep fazlası ortaya çıkarır (“servet kısıtı” gereği). Çünkü finansal aktifler önce nakde dönüştürülmelidir, daha sonra da elde edilen nakit diğer ikame unsurlara yönelebilir. Finansal aktifleri piyasaya arz ederek nakde dönüştürmüş olan tasarruf sahipleri elde ettikleri nakit ile, tasarruflarının reel değerini arttırmak veya en azından muhafaza etmek için, meselâ döviz piyasasına yönelip döviz satın alabilirler ve tasarruflarını döviz cinsinden

ve faiz getirmeyen finansal aktifler şeklinde tutabilirler ya da tasarruf sahipleri tasarruflarını dövize bağlı faiz getiren finansal aktiflere dönüştürmek üzere harekete geçebilir yani yabancı aktifler cinsinden tutmaya yönelebilirler. Bunun için tasarruf sahipleri, ellerindeki yerli finansal aktifleri önce ulusal paraya, sonra bu nakdi döviz piyasasında arz ederek dövize çevirmek ve nihayet ellerindeki dövizle de yabancı finansal aktifleri yani döviz cinsinden ve faiz getiren finansal aktifleri satın almak zorundadırlar.

C. BANKACILIK ALANI İTİBARIYLA FİNANSAL KRİZ

Bankacılık alanında finansal kriz (bankacılık krizleri), mevduat piyasalarındaki kriz (“likidite krizi”) ve kredi piyasalarındaki kriz (“kredi çöküşü”) olmak üzere iki türden meydana gelir. “Likidite krizi”, “kredi çöküşüne” götürür. Bununla beraber kavramsal olarak ekonomide bir likidite krizi mevcut değilken de kredi çöküşü vuku bulabilir.^(*) Bankacılık krizleri “bankacılık panikleri”nden ibaret değildir. Bankacılık krizleri faaliyet zararları ve öz sermayelerini büyük ölçüde ya da tamamen kaybetmeleri sebebiyle ortaya çıkan “banka çöküşleri ve çöken (zarar edip sermaye yapısı son derece zayıflayıp kötüleşen) bankaların tasarruf ve mevduat sigorta fonu gibi bir kamu merciine aktarılması”, “çöken bankaların kamunun finansal müdahalesine (fon aktarımına) maruz kalması” suretinde de meydana gelebilir. Nitekim finansal sektörde etkili bir mevduat garantisi sistemi varken bankacılık panikleri önlenir ve meydana gelmez. Fakat bankacılık krizi farklı surette yani “banka çöküşleri ve çöken bankalara kamunun finansal müdahalesi ya da el koyması şeklinde” olmak üzere bu durumda da yine vuku bulabilir.

Mevduat piyasalarında finansal kriz (likidite krizi), müdilerin mevduatlarını bir an önce çekmek maksadıyla bankalara üşüşmeleri (banka panikleri) suretinde tanımlanabilir. “Finansal kriz” mevduat piyasaları itibarıyla bankalarda mevduat suretinde tutulmakta olan tasarrufların bankalardan çekilmesi ve bankacılık sisteminden kaçması diye de ifade edilebilir. Müdilerin mevduatlarını çekmek üzere hep birden harekete geçmeleri, bankalara hücum edip üşüşmeleri, $r=R/D < 1$ olduğundan^(**) bankaları likidite sıkıntısı (krizi) ile karşı karşıya getirir. Çünkü hiçbir banka tüm müdilerinin, mevduatların tamamen çekilmek istenmesi halinde, mevduatların tamamının ödenmesi talebine, kaydî paranın tanımı gereği ve $r=R/D < 1$ olduğu için, cevap veremez. Bankalardaki mevduatların çekilmesi, bankaların kredi arz imkânlarının azalması, tabiatıyla kredi arz eğrisinin sola kayması anlamına gelmektedir. Müdilerin, mevduatlarının ödenmesi talebiyle bankalara hücum etmesi, aynı zamanda bir “bankacılık krizi” (“likidite krizi”)dir.

^(*) Bu, teorik olarak mümkün fakat realite itibarıyla pek mümkün görünmemektedir.

^(**) yani “kısmî rezerv tutma” prensibinin geçerli olduğundan

Mûdiler mevduatlarını çekmek üzere niçin bankalara üşüşürler? Bu hususta mûdilerin “bekleyişleri” en önemli unsurlar arasında yer almaktadır.^(*)

Kredi piyasalarında “finansal kriz” kredi arzının daralması ve kredi arz eğrisinin, kredi talebi eğrisi veri ve başlangıç vaziyetinde iken, sola kayması; sonuçta da kredi faizlerinin yükselmesi şeklinde tanımlanabilir.

Kredi arz eğrisi niçin sola kayıyor, kredi arzı niçin daralıyor? Çünkü mevduat sahipleri (mûdiler) bankalara başvurarak mevduatlarını çekmekte, bankalardaki mevduatlar azalmaktadır. Bankanın kredi arz etme imkânlarını tayin eden en önemli unsur ise kendilerindeki ticarî vadeli, vadesiz mevduatlar ve tasarruf mevduatlarıdır. Mevduatlardaki çözülme, tasarrufların bankalardan kaçışı bankaların kredi arz imkânlarını daraltmaktadır. Mevduatlardaki çözülme “nakit-mevduat oranı”nın ($cu = CU/D$) yükselmesi şeklinde de ifade edilebilir. Çözülen mevduatlar yani bankacılık sektöründen kaçan tasarruf (fon)lar meselâ dövize veya yabancı tahvillere dönüşmeye yönelebilir.^(**)

^(*) Asimetrik bilgi yaklaşımı bu soruya cevap verebiliyor. Asimetrik bilgi yaklaşımının mûdilerin mevduatlarını çekmek üzere bankalara niçin hücum ettiklerine cevabı; mûdilerin genel olarak finansal alan ve özel olarak bankalara dair beklentilerinde iyimserlikten kötümserliğe intikal şeklinde kırılma meydana gelmesidir. Mûdilerin finansal alana ve bankalara dair beklentileri niçin şiddetli bir kırılma geçiriyor? Bunun cevabı; ekonomik, finansal ve politik alanda şiddetli şekilde “belirsizlik”in tezahür etmesidir. Reel ve finansal alanda “belirsizlik”in şiddetli derecede tezahür etmesinin sebebi; reel sektörde ve müteâkiben finansal alanda peşpeşe ortaya çıkan ve yaygın surette müşahede edilen “büyük firma başarısızlıkları”dır. Büyük firma başarısızlıkları önce reel sektörde, yani finansal olmayan firmalarla ilgili olarak; daha sonra da finansal alanda ve bu arada bankacılık sektöründe, banka ve banka dışındaki finansal kuruluşlarla ilgili olarak ortaya çıkmaktadır.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre, belirsizlik kuvvetli şekilde tezahür ettiğinde, malî yapısı, blançosu vs. bakımından sadece “kötü” bankaların mûdileri değil, “iyi” (“sağlam”) bankaların mûdileri de mevduatlarını çekmek maksadıyla bankalarına hücum etmektedirler. Realitede de sadece kötü bankaların değil, iyi bankaların mûdilerinin de bankalara hücum ettikleri müşahede edilmektedir.

Bankalarına mevduatlarını çekmek üzere hücum edenler kervanına niçin iyi bankaların mûdileri de katılıyor? Asimetrik bilgi yaklaşımı buna net bir cevap verir: İyi bankaların mûdileri, mevduatlarının âkıbeti; yani borçlu bankanın şimdiki, gelecekteki malî yapısı vs. hakkında bankaya ve realiteye nazaran tam, kaliteli ve mükemmel bilgiye sahip değildir. Sonuç, mûdi ister iyi bankanın ister kötü bankanın mûdisi olsun kendi bankası “iyi” banka mıdır, “kötü” banka mıdır, bunu bilemez; yani mûdiler “iyi” bankalarla “kötü” bankaları birbirlerinden ayırdedemez. Kendi bankasının da kötü banka olabileceği ihtimaline karşılık, her mûdi, kendi mevduatlarını emniyet altına almak, tehlikeden kurtarmak maksadıyla; mevduatlarını bankalardan bir an önce çekmek üzere derhal harekete geçip bankalara hücum eder. Belirsizlik ile beraber, sadece kötü bankaların değil, iyi bankaların mûdileri de mevduatlarının geleceği konusunda büyük bir “tedirginlik” ve “endişeye” düşerler. İyi bankaların mûdileri de pekâla kendi bankalarının da başarısızlığa uğrayan büyük firmalar arasında yer alabileceğini düşünürler, isterse realitede sözkonusu bankanın başarısızlık gösterme ihtimali hiç bulunmasın. Böyle bir bankanın mûdilerinin bile, bankalarının iflas edebileceğini düşünmesinin sebebi; bankalarının gerçekte malî yapısının çok sağlam ve başarısızlığa düşme ihtimalinin realitede çok zayıf olduğunu “bilememeleri”; yani “asimetrik bilgiye sahip olmaları”dır.

^(**) Kredi piyasalarında kredi arzının daralmasının ve kredi arz eğrisinin sola aşağıya kaymasının ilâveten bir sebebi daha olabilir: Kredi piyasalarında asimetrik bilgi problemlerinin artması. Kredi piyasalarında asimetrik bilgi problemleri arttığında, riskten kaçınan karakterinde olan ödünç sahipleri ve bankalar; kredi talebi artmakta ve kredi faiz haddi yükselmekte olmasına, kredi arz etme imkânlarında hiçbir daralma meydana gelmemesine rağmen hatta isterse genişleme ortaya çıksın; kredi vermeyi durdurabilirler. Bu, kredi piyasalarında kredi arzının daralmasına yol açar. Şu halde, kredi arzı kredi piyasalarında sadece arz taraflı sebeplerden değil aynı zamanda hatta bazen yalnızca talep taraflı sebeplerle de daralmakta olabilir. Asimetrik bilgi yaklaşımı, kredi piyasalarında kredi arzının talep kaynaklı sebeplerle de daralabildiğini çok açık bir şekilde izah edip ortaya koyabilmektedir.

Kredi arz etmek imkânlarında hiçbir daralma yok hatta genişleme mevcut iken bile, kredi piyasalarında asimetrik bilgi problemleri çok artmış ve riskten kaçınan karakterinde oldukları takdirde bu finansal kuruluşların

Bankalar müdilerinin mevduatlarını ödeyebilmek için para piyasasına yönelip likidite talep ederler (çünkü $r=R/D < 1$ dir). Bankaların para piyasasına yönelmeleri likidite talebi fazlası yani likidite darlığı doğurur. Bu, likidite talebi eğrisinin sağa kayması ve likidite arz eğrisi başlangıç vaziyetinde veri iken likidite fiyatının yani faiz haddinin yükselmesine sebep olur. Bu durumda LM (i,y) ise sola kayar.

D. TEORİK OLARAK FİNANSAL KRİZİN KAPSAMIYLA İLGİLİ BAZI HUSUSLAR

1. Döviz Krizleri, Borsa Krizlerinin ve Altın Piyasasındaki Krizlerin “Finansal Kriz” Kapsamında Yer Alıp Almadığı Meselesi

Genel tanımın ilk unsuru, ekonomide finansal alan haricinde tezahür eden krizlerin bir finansal kriz olmadıklarını ifade eder, isterse sözkonusu krizler zaman itibarıyla bir finansal krizle beraber (eşanlı olarak) ortaya çıkmakta olsunlar. Sözkonusu krizler, bizzat finansal kriz olmayıp, bununla beraber finansal krizin bir sebebi, sonucu ve göstergesi mahiyetinde olabilirler.

Genel tanımın ilk unsuruna göre bu çerçevede, “borsa krizleri” bir “finansal kriz” değildir. Bununla beraber bir ekonomide finansal kriz ortaya çıkarken eşanlı olarak borsa tepetlak olur, çöker; endeks çok sert ve büyük bir düşüş kaydeder. Ancak borsanın çöküşü bizzat bir finansal kriz değil, finansal krizin sebeplerinden^(*) ve sonuçlarından birisidir. Borsa, ekonomide “finansal alanda” değil, daha önce tartışıldığı üzere “reel alanda” yer alır.

Genel tanımın ilk unsuruna göre “döviz kuru artışı”, mutlak anlamda yani her zaman “finansal kriz” mahiyetinde değildir. Çünkü döviz krizi döviz piyasalarında yani ekonominin döviz cephesinde -döviz darlığı şeklinde- ortaya çıkan şiddetli istikrarsızlık ve dengesizliktir. Döviz piyasaları ise ekonomide borç piyasalarına yani finansal alana dahil değildir. Döviz arz ve talep etmenin, ödünç verme ve alma ile bir ilişkisi yoktur. Döviz krizleri, bizzat finansal kriz değildir, fakat finansal krizin bir sebebi veya sonucu mahiyetindedir.

Döviz krizi ve döviz kuru artışlarının “finansal kriz olup olmaması” hususunda finansal kriz tanımının içerdiği ikinci unsur da kriteriyum alınabilir. Döviz kuru artışı; eğer sujelerin (firmaların ve hükûmetin) finansal durumunu önemli derecede kötüleştirmiş ve bu

kredi arzını azaltabilecekleri bir hususa daha işaret etmektedir: Kredi piyasalarında kredi krizleri (kredi arzında daralma), kavramsal olarak mevduat piyasalarındaki kriz (likidite krizi)nden farklıdır; bir diğer ifadeyle ekonomide mevduat piyasalarında bir kriz yok iken de kredi piyasalarında kredi krizi (kredi arzında daralma) teorik olarak meydana gelmekte olabilir.

(*) Nitekim asimetric bilgi yaklaşımı borsa çöküşünü finansal krizin sebeplerinden; tetikleyici unsurlarından birisi olarak görür. Borsanın çöküşü, asimetric bilgi yaklaşımına göre, finansal piyasalarda asimetric bilgi problemlerini attırarak finansal krizin daha da şiddetlenmesine ve derinleşmesine yol açmaktadır. Asimetric bilgi yaklaşımı borsanın çöküşünün finansal krizi şiddetlendirme ve derinleştirme mekanizmasını, iki kanaldan

da reel sektörde ve son tahlilde ekonomide önemli bir daralmaya götürmüşse “finansal kriz” fenomenidir. Firmaların ve hükümetin finansal-mali durumunda kötüleşme; (i) döviz cinsinden varsa borçlarının reel yüklerinin artması, (ii) döviz cinsinden borçları çevirme yüklerinin ve maliyetinin (borç servisi yükünün) artması, (iii) yurtiçi ödünç faizlerinin artarak reel sektör firmaları ve hükümet için likidite problemlerine götürmesi, (iv) ithalata hammadde, enerji fiziki sermaye malları tedariki bakımında bağımlılığı kuvvetli sektörlerde arz yanlı darboğazlar ve üretim şokları meydana getirmesi şeklinde olabilir. Döviz krizi ve kur artışı firmaların ve hükümetin mali-finansal durumunu kötüleştirmiyor, bu çerçevede yukardaki sonuçlardan hiçbirisine götürmüyor ise bir finansal kriz mahiyetinde değildir.

Genel tanımın ilk unsuruna göre, yine altın piyasalarındaki şiddetli istikrarsızlıklar yani altın krizleri de bir finansal kriz mahiyetinde değildir. Çünkü altın satmak veya satın almak, bir borç almak ya da vermek mahiyetinde değildir. Bu sebeple altın piyasaları borç piyasalarına yani finansal alana girmez. Daha önce de tartışıldığı üzere altın ve döviz, finansal -veya reel- bir yatırım aracı değil; servetin değerini muhafaza etmek, enflasyon ve kur riskinden korunmak amacıyla kullanılan bir iddihar (gömüleme) aracıdır. Servet, altına veya dövizde dönüştürüldüğünde, enflasyon ve döviz kuru yükselişine karşı erimeyip korunmuş olur, fakat sahibine -ilave- bir getiri sağlamaz. Servet altın ve dövizde dönüştürüldüğünde, sadece bu dönüştürülmeye istinaden onun dolaylı veya doğrudan “sermaye” haline geldiği iddia edilemez.

2. Para Krizlerinin “Finansal Kriz” Mahiyetinde Olup Olmadığı Meselesi

Para krizleri (currency crises) mahiyetleri bakımından “finansal kriz”dirler. Çünkü para krizleri esas olarak yurtiçi para biriminin yabancı para karşısında değer kaybetmesi sonucu borç piyasalarında yabancı para cinsinden borçluların “reel borç yükü”nün artmasına yol açmaktadır. Bir diğer ifadeyle ikinci kriteriyum dikkate alındığında para krizi “sujelerin (firmaların ve hükümetin) finansal-malî durumunu kötüleştirmekte”dir. Bu kötüleşme, döviz cinsinden borçlu sujelerin borç yükünün artması, borçları çevirme şartlarının ağırlaşp maliyetinin artması, reel sektörde üretim faktörleri (hammadde, enerji, fiziki sermaye malları) tedariki bakımından ithalata bağımlılığı yüksek endüstri kollarında üretim şokları meydana gelmesi, belirsizlik ve faiz oranlarında artış sonucu finansal sektörde şiddetli daralma,...vb. suretinde olabilir. Para krizleri son tahlilde borç piyasalarıyla ilgili olup döviz kurunun yükselmesi sebebiyle “yabancı para cinsinden borçların reel değerinin artması” suretinde

kurmaktadır: Firmaların hali hazır net piyasa değerleri ile teminatların piyasa ve reel değerlerinin, borsa çöküşüyle beraber azalması kanalları üzerinden.

ifade edilebilir. Çünkü bu hadise, eğer döviz cinsinden borçlu iseler sujelerin (firmaların) malî durumlarında kötüleşme meydana getirir. (*)

3. “Finansal Kriz”in Kavramsal Olarak “Ülkeden Uluslararası Sermaye Çıkışı” ile Özdeşleştirilip Özdeşleştirilemeyeceği Meselesi

Acaba “finansal kriz” “uluslar arası sermaye hareketleri” mihverinde(**) tanımlanabilir mi? Bir diğer ifadeyle “finansal kriz”, “ülkeden aniden ve çok hızlı bir şekilde, ekonominin makroekonomik dengelerini altüst edebilecek boyutlarda sermaye çıkışıdır” diye ifade edilebilir mi? Kavramsal olarak “finansal kriz”, “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı” kavramı ile özdeş kabul edilebilir mi? Ya da “finansal kriz”, “uluslararası sermaye”nin kapsamı daraltılarak, “ülkeden uluslararası finansal sermaye kaçıışı” suretinde tanımlanabilir mi?

İkinci olarak finansal krizin meydana gelmesi penceresinden ülkeden yabancı sermaye kaçıışı yani uluslararası sermaye hareketleri bir sebep mahiyetinde mi, yoksa bir sonuç, tezahür ve gösterge mahiyetinde midir?

Bu iki hususu izaha kavuşturabilmek için bir taraftan ülke dışına kaçan uluslararası finansal sermayenin kategorik bakımdan incelenerek finansal alandan kaçan finansal ödünçlerden ibaret olup olmadığı; diğer taraftan da finansal alandan kaçan finansal ödünçlerin tamamıyla ülke dışına kaçmakta olup olmadığı yani finansal alandan çekilen “finansal ödünçlerin yönelebileceği tek alternatif alanın ülke dışına kaçan uluslararası sermayeye dönüşmek olup olmadığı tesbit edilmelidir. Eğer hem ülke dışına kaçan uluslararası sermaye kategorik olarak saece finansal alandan kaçan finansal ödünçlerden ibaret, hem de finansal alandan kaçan finansal ödünçlerin yönelebileceği tek alternatif alan mevcut ve bu alternatif de uluslararası sermaye suretinde ülke dışına kaçmak ise, kavramsal olarak “finansal kriz” ile “ülke dışına uluslararası sermaye kaçması” kavramları birbirleriyle özdeş; aksi halde özdeş değildir.

(*) Nitekim finansal kriz teorisi alanında çok önemli bir yer tutan ve “geleneksel kriz teorileri” durumunda olan “kanonikal birinci nesil, ikinci nesil para krizi teorileri” ve bunlara ilaveten “üçüncü nesil kriz teorisi” içerisinde yer alan “blanço kötüleşmesi” yaklaşımının üç versiyonu” “standart para krizleri”ni konu almaktadır.

(**) Aslında bir kavramı, bir başka kavram ile özdeş kabul etmek ayrı bir olaydır; fakat bir kavramı, başka bir kavram mihverinde tanımlamak ayrı bir olay. Bir kavramın bir diğer kavram mihverinde tanımlanabilmesi için öncelikle iki kavramın birbirinden farklı olmaları yani birbirleriyle özdeş olmamaları şarttır.

“Finansal kriz”in kavramsal olarak “ülkeden yabancı sermaye çıkışı” kavramı ile özdeş olması ayrı bir olaydır; “ülkeden yabancı sermaye kaçıışı” mihverinde tanımlanması ayrı bir olay. “Finansal kriz”in “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı” kavramıyla özdeşleştirilmesi; “finansal kriz”in “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışıdır” şeklinde tanımlanması demektir.

Buna mukabil, “finansal kriz”in “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı” mihverinde tanımlanması; “finansal kriz”e en kuvvetli sebep statüsüne “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı” yerleştirilerek özel bir tanım getirilmesidir. “Finansal kriz”in “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı” mihverinde tanımlanabilmesi; “finansal kriz” ile “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı” kavramlarının özdeş olmasını yani “finansal kriz”in “ülkeden uluslararası sermaye kaçıışıdır” şeklinde tanımlanabilmesini değil; bilakis sözkonusu iki kavramın özdeş

Ülke dışına kaçan uluslar arası sermaye kategorik olarak sadece finansal alandan çekilen finansal ödünçlerden mi ibarettir?

Ülke dışına kaçan kısa vadeli uluslararası sermaye, sadece finansal alandan kaçan finansal ödünçlerden ibaret değildir. Ülke dışına kaçan sermaye menşei itibarıyla şu kategorilerden meydana gelmekte olabilir: a) Finansal alandan (finansal piyasalar ile bankacılık alanından) çekilen finansal ödünçler, b) Hisse senedi piyasasından (borsadan) hisse senetlerinin satılması yoluyla çekilen sermaye, c) Firmaların ve özellikle hanehalklarının ellerinde âtil halde tuttıkları maddî ya da yurt içi nakit cinsinden servetin çözülmesi yoluyla ortaya çıkan fonlar.^(*) Bu durumda ülkeden kaçan uluslar arası sermaye, menşei dikkate alındığında o ülkede “finansal alandan çekilen finansal ödünçler” ile örtüşmemekte ve özdeş olmamaktadır.

Finansal alandan çekilen finansal ödünçler için yönelebilecekleri alan olarak tek alternatif mevcut olup bu, uluslararası sermaye şeklinde ülke dışına çıkmaktan mı ibarettir?

Bir ülkede finansal alandan çekilen finansal ödünçler hangi alternatif alanlara, nerelere gidebilir?

a) Finansal alandan kaçan finansal ödünçler, gelişmiş (parası istikrarlı) ekonomilerde yurt içi nakit, gelişmekte olan ülkelerde yurtdışı nakit ve altın cinsinden fonlara dönüşerek fon sahiplerince elde âtil tutulup gömülenebilir.^(**) Gelişmekte olan ülkelerde özellikle o ülkenin vatandaşlarının sahibi oldukları finansal ödünçler, büyük bir ihtimalle önemli ölçüde bu alternatifte yönelirler.

b) Finansal alandan çekilen finansal ödünçler, ülke dışına çıkararak bir başka ülkedeki finansal sisteme intikal edebilirler. Bu durumda finansal sistemden çekilen ödünçler, bir yabancı ülkedeki finansal sisteme (finansal piyasalara ve bankacılık sistemine) geçtiklerinde; (A) bankacılık alanındaki finansal ödünçlerle ilgili olarak 1) yurt içi nakit-yabancı para

olmamalarını yani “finansal kriz”in “ülkeden uluslararası sermaye kaçıdır” suretinde tanımlanmamasını gerektirir.

^(*) Ülkeden çıkan uluslararası sermaye, menşei itibarıyla yukarıdakilere ilaveten bir kategoriyi daha ihtiva eder. Bu ilave kategori, -borsa haricinde bir kanaldan gerçekleşen- “fiziki sermaye yatırımları” yani “fabrikasyon ve işletme sermayesi”dir. Bu kategorideki sermaye orta ve daha ziyade uzun vadeli olup uluslararası alanda aniden ve hızlı surette hareket etme kabiliyeti son derece zayıftır. Bu tür sermaye, uluslararası alanda hareket etme kabiliyeti çok az olduğundan, isterse bir kriz arafesinde ya da esnasında olsun bir ülkeden bir diğer ülkeye derhal, hızlı şekilde intikal edip kaçma imkânı neredeyse hiç yoktur. Bu sebeplerle ki uluslar arası alanda hareket eden -borsa dışındaki- fizikî sermaye yani fabrikasyon ve işletme sermayesi (bir bakıma doğrudan yabancı sermaye yatırımları), finansal krizin meydana gelmesi itibarıyla hariçte bırakılmalıdır.

Şu var ki fabrikasyon ve işletme sermayesi şeklinde doğrudan yabancı sermaye kaçı, finansal krizin reel sektördeki olumsuz etkilerinin artması ve krizin derinleşmesi bakımından; ülkeye fabrikasyon ve işletme sermayesi suretindeki doğrudan yabancı sermaye girişi de finansal krizden kurtulma bakımından hariçte bırakılmayacak statüde olup son derece önemli unsurlardır. Bununla beraber Calvo (1998)’e göre ülkeye büyük miktarda yalnızca doğrudan yabancı sermaye girişinde reversal üzerinden yine bir finansal kriz (SS krizi) meydana gelebilir.

^(**) Yastık altına gidebilir.

ikamesi, 2) yurtiçi nakit - yabancı nakit cinsinden tahvil ikamesi; (B) finansal piyasalardaki finansal ödünçlerle (yurt içi nakit cinsinden tahvillerle) ilgili olarak da 1) yurt içi nakit cinsinden tahvil-yabancı nakit ikamesi, 2) yurt içi nakit cinsinden tahvil-yabancı nakit cinsinden tahvil ikamesi ortaya çıkar.

c) Finansal alandan kaçan finansal ödünçler, bir başka ülkeye geçerek hisse senedi piyasasına yönelebilir. Bu takdirde, 1) yurt içi nakit-yabancı nakit cinsinden hisse senedi ikamesi ve 2) yurt içi nakit cinsinden tahvil-yabancı nakit cinsinden hisse senedi ikamesi meydana gelir.

Finansal alandan çekilen finansal ödünçlerin yönelmesi mümkün alternatif alanlara dair bu sıralama, sözkonusu finansal ödünçlerin yönelebileceği “ülke dışına çıkmak” suretinde tek alternatif olmadığını; bunun dışında alternatif alanlar da bulunduğunu ortaya koyar.

“Finansal kriz”in kavramsal olarak “ülkeden kaçan uluslararası sermaye” kavramıyla özdeş olup olmadığı hususunda bir argüman daha vardır. Bu argüman, finansal ödünç sahiplerini, finansal kriz meydana gelirken finansal sistemden finansal ödünçlerini çekmeye sevk eden temel sâik ile uluslararası sermaye hareketleriyle ilgili olarak aktörleri sermayelerini ülke dışına çıkarmaya götüren temel sâikin birbirinden farklı olması şeklindedir. Finansal kriz meydana gelirken finansal ödünç sahiplerini finansal sistemden ödünçlerini çekmeye sevk eden temel sâik; ödünçlerinin âkıbetinden endişe etmeleri, ödünçlerini borçluların ödemeyebileceklerinden korkmaları ve bu sebeple ödünçlerini kurtarmak, garantiye almak ihtiyacı duymalarıdır. Ödünçlerini hiçbir zaman tahsil edemeyeceklerinden, ebediyen kaybedeceklerinden korkan ödünç sahipleri, onları kurtarmak gayesiyle bir an önce tahsil etmeye yönelirler.

Uluslararası sermaye hareketleri alanındaki aktörlerin sermayelerini ülke dışına çıkarırken temel sâikleri ise, -finansal ya da reel- servetlerini gelecekteki kur yükselişleri, enflasyon ve dış faiz oranları-iç faiz oranları farkı yükselişleri riski karşısında reel değer olarak koruyabilmektir. Daha açık bir ifadeyle mesela bankalarda yurt içi nakit cinsinden mevduatı olan ya da finansal piyasalarda elinde yurt içi nakit cinsinden tahviller bulunan bir ödünç sahibi; mevduatlarını bankalardan çekip elindeki tahvilleri arz ederek ödünçlerini ülke dışına çıkarır ve yabancı ülkelerde finansal piyasalarda yabancı nakit cinsinden tahvillere veya yine yabancı ülkelerde bankacılık sektöründe -bize göre- yabancı nakit cinsinden mevduatlara dönüştürürken; ödünçlerinin reel değerini kur, enflasyon ve dış faiz-iç faiz yükselişleri karşısında koruyabilmek sâikiyle hareket etmektedir. Yoksa bu ödünç sahibinin, ödünçlerinin âkıbetinden endişeye düşmesi, onları hiçbir zaman tahsil edemeyip ebediyen

kaybedecek durumda olması ve sonuçta böyle bir korkuya kapılarak ödünçlerini bir an önce tahsil edip kurtarmaya yönelme durumu burada sözkonusu değildir.

Elinde yurt içi nakit cinsinden tahvil bulunan bir ödünç sahibi, ödücünün âkıbeti hakkında hiçbir endişesi, onu tahsil edememek gibi hiçbir korkusu bulunmuyor iken yani borçluya borcunu ödeyeceği bakımından tam güven duyuyor iken de, beklenen kur haddi yükseldiği (devalüasyon-depsiasyon beklendiği), beklenen enflasyon seviyesi ve beklenen “dış faiz-iç faiz haddi farkı” arttığı takdirde, elindeki tahvilleri satıp yabancı ülkelerdeki finansal piyasalardan yabancı nakit cinsinden tahviller satın alabilir yani “yurt içi nakit cinsinden tahvil-yabancı nakit cinsinden tahvil ikamesi”ne yönelebilir. Yine bankalarda yurt içi nakit cinsinden mevduatları bulunan bir müdi; mevduatlarının âkıbetinden hiçbir endişesi yok, bankaya tam güven duyuyor, ödücü kaybetmek gibi hiçbir korku taşımıyor iken de, devalüasyon-depresiasyon bekliyor (beklenen kur haddinde yükselme), enflasyonun yüksek çıkacağını düşünüyor (beklenen enflasyon seviyesinde artış) ya da dış faiz-iç faiz farkının büyüyeceğini bekliyor ise; yurt içi nakit cinsinden mevduatlarını bankalardan çekerek yabancı ülkelerdeki finansal piyasalarda yabancı nakit cinsinden tahvil satın almaya veya yabancı ülkelerde yabancı nakit cinsinden mevduatlara dönüştürmeye yönelebilir.

Bu, finansal kriz ile ekonomiden yabancı/uluslararası sermaye çıkışı arasında bire-bir irtibat bulunmadığını ortaya koyar. Bir diğer ifadeyle ekonomide bir finansal kriz sözkonusu değilken de ülkeden önemli miktarlarda uluslararası sermaye çıkmakta olabilir. Şu halde ekonomiden uluslararası sermaye çıkışı, sadece finansal kriz olayına bağlanamaz ve finansal krizin meydana geldiği zamanlara münhasır kabul edilemez. Ekonomiden yabancı -finansal- sermaye kaçıışı, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansal krizlerde finansal krizin bir sonucudur; ancak ekonomiden yabancı -finansal- sermaye kaçıışı sadece finansal krizin sonucu değildir. Ekonomiden yabancı sermaye kaçıışı (dış faiz-iç faiz haddi farkında büyüme, beklenen enflasyon seviyesinde artış, beklenen kur haddinde yükselme gibi) başka sebeplerden de kaynaklanabilir.

Her finansal kriz ülkeden yabancı sermaye kaçıışına yol açar mı? Gelişmiş ekonomilerdeki finansal krizlerde finansal kriz ülkeden önemli ölçüde yabancı sermaye kaçıışına yol açmamaktadır.

Ülkeden çok büyük boyutlarda olmak üzere her yabancı sermaye kaçıışı olayı, bir finansal krize yol açar mı? Bir ülkeden çok büyük boyutlarda yabancı sermaye çıktığında ekonomide mutlaka bir finansal kriz ortaya çıkar mı? Finansal krizi özel surette ülkeden

yabancı sermaye kaçıışı merkezinde tanımlamanın mümkün olup olmaması yönünden en kritik sorulardan birisi de budur.^(*)

Sonuç olarak, ister yabancı sermaye isterse finansal ödünçler penceresinden bakılsın, kavramsal olarak “ülke dışına çıkan sermaye” (ya da “ülke dışına çıkan finansal sermaye”) ile “finansal alandan çekilen finansal ödünç” kavramı örtüşmemekte, özdeş olmamaktadır.

Şu halde “finansal kriz”i kavramsal olarak “ülkeden âniden, hızlı şekilde uluslar arası sermaye kaçıışı” kavramı ile özdeş kabul edebilmek; “finansal kriz”i “ülkeden çıkan yabancı sermaye hareketleri” mihverinde tanımlayabilmek mümkün değildir. İlaveten “finansal kriz”in “ülkeden âni şekilde, süratle ve ekonominin makro dengelerini altüst edebilecek miktarlarda kısa vadeli finansal sermayenin kaçması” ile özdeşleştirilebilmesi yani “kısa ya da çok kısa vadeli uluslar arası finansal sermaye hareketleri” mihverinden tanımlanabilmesi de mümkün görünmemektedir.

Böyle olmakla beraber finansal krizin meydana gelmesi esnasında eş anlı olarak özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ülkeden büyük boyutlarda yabancı sermaye kaçıışı müşahede edilir. Finansal kriz esnasında ülke dışına kaçan uluslar arası sermaye, önemli ölçüde “çok kısa ya da kısa vadeli finansal sermaye” mahiyetindedir. Ülkeden finansal kriz esnasında yabancı sermaye kaçıışının müşahede edilmesi yalnız başına “finansal kriz”i “ülkeden uluslar arası sermaye kaçıışı” ya da “ülkeden uluslar arası finansal sermaye kaçıışı” ile özdeşleştirmeye yeterli değildir. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal krizlerde, ülke dışına yabancı sermaye kaçıışı, ne bizzat finansal krizin kendisi ne de finansal krizin bir sebebi değil; fakat finansal krizin son derece önemli bir boyutu, karakteristik bir sonucu mahiyetindedir.^(**)

4. “Finansal Kriz”in Kavramsal Olarak “Para ve Tahvil İkaməsi” Kavramıyla Özdeş Kabul Edilip Edilemeyeceği Meselesi

Acaba “finansal kriz”, “para ve tahvil ikamesi” merkezinde tanımlanabilir mi? bir diğer ifadeyle “finansal kriz”, “yurt içi nakit ve yurt içi nakit cinsinden tahviller yerine hızlıca ve çok büyük boyutlarda olmak üzere yabancı nakit ve yabancı nakit cinsinden tahviller ikame edilmesidir” diye ifade edilebilir mi? Kavramsal olarak “finansal kriz”, yurtiçi nakit ve

^(*)Ülkeden çok büyük miktarlarda yabancı sermaye çıkması, “sebebe statüsüne yerleştirilerek “finansal kriz” özel surette tanımlanabilir mi?

^(**) Fakat bu husus finansal krize dair genel tanımda yer alan ikinci unsur kriteriyum alınarak, biraz daha açıklığa kavuşturulabilir. İkinci unsur kriteriyum alındığında bu hususta şu sonuca varılabilir: Ülkeden uluslararası sermaye çıkışı hadisesi eğer finansal sektörü vurmuş veya reel sektörde üretim şoklarına ve likidite problemlerine götürmüş, bir diğer ifadeyle firmaların ve hükümetin finansal durumunu kötüleştirilmişse finansal kriz mahiyetindedir. Nitekim SS krizi literatürde ekonomide uluslararası sermaye girişinde ve cari açığa eşanlı reversall vukû bulması diye tanımlanmakta [Calvo (1998)] ve finansal kriz olarak kaydedilmektedir.

yurtiçi nakit cinsinden tahviller aleyhine olmak üzere “para ve tahvil ikamesi”nden ibaret kabul edilip, “para ve tahvil ikamesi” ile özdeşleştirilebilir mi? İkinci olarak “para ve tahvil ikamesi” olayı “finansal kriz”in meydana gelmesi bakımından bir sebep mahiyetinde midir, yoksa bir sonuç, yalnızca bir tezahür ve gösterge mahiyetinde mi?

“Finansal kriz”in kavramsal olarak ekonomide “para ve tahvil ikamesi” kavramıyla özdeş olup olmadığını izaha kavuşturabilmek bakımından önce, finansal ödünçler penceresinden sonra da para ve tahvil ikamesine konu olan fonlar penceresinden bakılarak, “finansal alandan çekilen/kaçan finansal ödünçler” ile “para ve tahvil ikamesine uğrayan fonlar”ın birbirleriyle kapsam itibarıyla örtüşüp örtüşmedikleri, özdeş olup olmadıkları tesbit edilmelidir.

Finansal ödünçler penceresinden, finansal alandan çekilen ödünçler ile para ve tahvil ikamesine maruz kalan fonlar arasında bir özdeşlik, kapsam itibarıyla bir örtüşme yoktur. Finansal alandan kaçan finansal ödünçlerin tamamı değil, sadece bir kısmı para ve tahvil ikamesine maruz kalır.

Gelişmekte olan ekonomilerde -finansal kriz esnasında- finansal alandan çekilen finansal ödünçler, büyük ölçüde para ve tahvil ikamesine konu olurlar. Gelişmekte olan ülkelerde ilk olarak geçmiş dönem yüksek enflasyon tecrübeleri dolayısıyla beklenen enflasyon yüksektir ve ikinci olarak döviz kurlarında büyük artışlar olacağı beklenir. Bu, enflasyon ve kur artışı karşısında servetlerinin reel değerini koruyabilmek üzere finansal ve reel servet sahiplerini, bu arada yurt içi nakit cinsinden mevduat, nakit ve tahvil sahiplerini, -likiditesi yüksek kısmı itibarıyla- servetlerini yabancı nakit cinsinden mevduatlara, likiditeye ve tahvile dönüştürmeye sevkeder. Bir diğer ifadeyle servetlerini tutma biçimi olarak servet sahipleri, yurt içi nakit cinsinden likidite, tahvil ve mevduatlar yerine yabancı nakit cinsinden likidite, tahvil ve mevduatları ikame etmeye yönelirler.

Ancak gelişmiş (parası istikarlı ve güvenilir olan) ülkelerde ilk olarak geçmiş dönem enflasyon tecrübeleri ve dolayısıyla gelecekte beklenen enflasyon seviyesi düşüktür,⁵ ikinci olarak döviz kurlarında beklenen artış seviyesi son derece düşüktür ve üçüncü olarak merkez bankalarının paranın iç ve dış istikrarını ve fiyat istikrarını korumak bakımından güvenilirliği ve bağımsızlık derecesi -gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankalarına göre- çok daha yüksektir. Finansal ve reel servet sahipleri, gelecekte beklenen enflasyon düşük, döviz kurunda beklenen artış çok düşük olduğu için, servetlerinin reel değerini enflasyon ve kur yükselişi karşısında korumak üzere yurt dışı nakit cinsinden likidite, tahvil ve mevduatlara

Ülkeden uluslararası sermaye kaçı; eğer sujelerin finansal durumlarını kötüleştirmemiş, bu çerçevede finansal sektöre darbe indirmemiş ise finansal kriz kabul edilemez.

⁵ Mishkin (1996).

dönüştürme ihtiyacı hissetmezler. Finansal kriz meydana gelirken finansal sistemden ödünçlerini çeken finansal ödünç sahipleri, ödünçlerini yurt içi nakit cinsinden likidite suretinde elde tutmaya (yastık altında âtil tutmaya) yönelirler. Bu, finansal sistemden kaçan finansal ödünçlerin, gelişmiş ekonomilerde -yabancı nakit cinsinden- para ve tahvil^(*) ikamesine konu olmadığını; bir diğer açıdan finansal krizin para ve tahvil ikamesine yol açmadığını ifade eder. Bunun uluslar arası sermaye hareketleri itibarıyla anlamı, gelişmiş ekonomilerde finansal krizlerin ülkeden yabancı finansal sermaye çıkışına yol açmamakta olduğudur.

Şu halde finansal kriz ile para ve tahvil ikamesi arasında, gelişmiş ekonomilerdeki finansal krizler nazara alındığında bire-bir bir münasebet ve zaman itibarıyla “eş anlılık” bulunmamaktadır. Gelişmiş ekonomilerde finansal krizler para ve tahvil ikamesine yol açmamakta olduklarına göre, her finansal krizin, mutlak surette para ve tahvil ikamesine götürmekte olduğu iddia edilemez. Bir diğer açıdan finansal kriz meydana gelirken her ekonomide para ve tahvil ikamesi olayı müşahede edilmez.^(**)

Para ve tahvil ikamesine maruz kalan fonlar penceresinden, finansal sistemden kaçan finansal ödünçler ile para ve tahvil ikamesine konu olan fonlar arasında bir özdeşlik, kapsam itibarıyla bir örtüşme bulunmamaktadır. İlk olarak para ve tahvil ikamesine konu olan fonlar, kategorik olarak finansal alandan çekilen finansal ödünçlerden ibaret değildir. Yurt içi nakit cinsinden hisse senetlerinin satılması yoluyla elde edilen yani borsadan kaçan fonlar; finansal sistemin dışında, yastık altında yurt içi nakit cinsinden tutulan (gömülenen) fonlar da para ve tahvil ikamesine konu olabilir, kategorik olarak para ve tahvil ikamesine maruz kalan fonların kaynağını teşkil edebilir.

İkinci olarak ekonomide finansal sistem içerisinde yer almaya devam eden, finansal sistemden kaçmamış olan finansal ödünçler de para -ve o ülkedeki finansal piyasalarda tedavül eden fakat yabancı nakit cinsinden olan tahviller- ikamesine konu olabilir. Bu durumda finansal ödünç, yine finansal sistem içerisinde kalarak bankacılık sektöründe “yabancı nakit cinsinden mevduatlara” dönüşür. Başlangıçta finansal sistem içerisinde yer alan yurt içi nakit cinsinden tahviller ve mevduatlar, bankacılık sisteminde yabancı nakit cinsinden mevduatlara dönüşmekle, finansal sistemden kaçmış olmazlar. Bu, ekonomide para ikamesi yaşanırken eşanlı surette daima bir finansal krizin de müşahede edilemeyeceğini ifade etmektedir.

(*) Bununla beraber gelişmiş ekonomilerde finansal krizlerin “yabancı nakit cinsinden tahvil ikamesine yol açmadıkları” tezi ileri sürülürken daha ihtiyatlı olmak gereklidir. Bu nokta tartışmaya açıktır.

(**) Tarihe bakıldığında da ülkelerin yaşadığı her finansal kriz tecrübesinde ülkeden uluslararası sermaye kaçışı hadisesinin mutlaka müşahede edilmiş olduğu iddia edilemez. Tarihte kimi finansal kriz tecrübelerinde uluslararası sermaye hareketi meydana geldiği görülmemektedir.

Şu halde bir ekonomide bir finansal kriz meydana gelmiyor; finansal ödünçlerin finansal alandan kaçmalarından bahsedilmiyor iken de para ikamesi olayı müşahede edilebilir.

“Finansal kriz” ile “para ve tahvil ikamesi” kavramlarının aynı mahiyette olmadıkları, özdeş kabul edilemeyecekleri istikametinde bir başka argüman daha vardı. Bu argüman, finansal kriz meydana gelirken finansal ödünç sahiplerini ödünçlerini finansal alandan çekmeye yönelten temel sâik ile “para -ve tahvil- ikamesi”ne yönelenlerin buna yönelişlerindeki temel sâikin birbirlerinden farklı olması suretindedir. Finansal kriz meydana gelirken finansal sistemden ödünçlerini çekenler; ödünçlerinin âkıbetinden son derece endişeye düşmekte, onu hiçbir zaman tahsil edemeyip ebediyen kaybedebilecekleri korku ve telaşına kapılmakta; ödünçlerini kurtarıp garantiye alabilme sâikiyle hareket ederek bir an önce tahsil etmeye yani ellerindeki finansal kâğıtları satmak ve bankalardaki mevduatlarını çekmek üzere koşmaktadırlar. Fakat, “para -ve tahvil- ikamesi”nde aktörler para ve tahvil ikamesine yönelirken temel sâik “servetlerinin reel değerini -yüksek- enflasyon ve kur yükselişleri karşısında koruyabilmek”tir. Para ikamesi, dar (para ikamesi) ve geniş (para ve tahvil ikamesi) anlamıyla, gerçekte istikrarlı olamayışı sebebiyle yurt içi para biriminin paranın asli fonkiyonlarından olan “servet saklama-muhafaza etme” ve “kıymet biriktirme” vasıtası olmak fonksiyonunu yerine getiremeyişinin -kaçınılmaz- sonucudur.

Nitekim uzun zamandır yüksek enflasyon tecrübe etmekte olan, yüksek enflasyon ve başka sebeplerle yurt içi paranın dış değerinin sürekli azalmakta yani (ABD tipi tanıma göre) döviz kurlarının sürekli yükselmekte olduğu -pek çok gelişmekte olan- ekonomide; ülke herhangi bir finansal kriz tecrübe etmiyorken de, para -ve tahvil- ikamesi büyük boyutlarda uzun yıllardır müşahede edilmektedir.

Şu halde “finansal kriz” kavramsal olarak ne dar ne de geniş anlamında “para ikamesi” kavramı ile aynı mahiyette değildir ve özdeş kabul edilemez. Bir diğer ifadeyle “finansal kriz”, “ne dar anlamında (para ikamesi) ne de geniş anlamında (para ve tahvil ikamesi) para ikamesidir” şeklinde tanımlanamaz.

Gelişmiş -para birimi kuvvetli ve güvenilir- ülkelerde para ve tahvil ikamesi önemli boyutlarda müşahede edilmemektedir. Bu ülkelerdeki finansal krizler, para ve tahvil ikamesine götürmemektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, yurt içi para birimi kuvvetli bir güven ve istikrara sahip bulunmadığından, para ve tahvil ikamesi çok büyük boyutlarda olağan dönemlerde (finansal veya reel herhangi bir kriz yaşanmıyor iken) bile müşahede edilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde finansal kriz, para ve tahvil ikamesini körükleyip son derece şiddetlendirmekte, normal dönemlerde önemli ölçüde zaten mevcut olan para ve tahvil ikamesinin boyutlarını daha da büyütmektedir.

Para ve tahvil ikamesi, sadece finansal krizin bir sonucu değildir. Hatta gelişmiş ekonomilerde finansal kriz, para ve tahvil ikamesine sebep olamaz. Böyle olmakla beraber gelişmekte olan ekonomiler nazara alındığında -dramatik boyutlara ulaşan- para ve tahvil ikamesi, 1990'lardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde görülen “finansal kriz”lerin son derece önemli bir boyutu ve karakteristik bir sonucudur. Yine de gelişmekte olan ülkelerde, finansal kriz esnasında, para ve tahvil ikamesi olayının tek sebebinin “finansal kriz” olduğu iddia edilemez.

5. Finansal Alanda İki Zıt İstikametteki her İstikrarsızlığın “Finansal Kriz” Mahiyetinde Olup Olmadığı Meselesi

Finansal krizin genel tanımının beşinci unsuru, finansal alandaki şiddetli her istikrarsızlığın finansal kriz mahiyetinde olmadığını imâ eder. Beşinci unsur, finansal alandaki istikrarsızlıklardan hangilerinin bir finansal kriz olduğu hususunda önemli ve mevcut yegane kriteriyumdur. Genel tanımın bu unsuruna göre, finansal alandaki şiddetli istikrarsızlıklardan hepsi değil sadece reel sektör üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilecek olanlar -mahiyet itibarıyla- bir finansal krizdirler.

“Reel sektör (ekonomi) üzerinde olumsuz, arzu edilmeyen sonuçlar” kavramından burada kastedilen “iktisadî daralma”dır. “İktisadî daralma”, iktisadî faaliyet hacminde daralma anlamına gelmekte olup reel sektörde üretimde daralma, iktisadî büyüme oranında düşme, istihdam hacminde daralma ve işsizlik oranında yükselme suretinde de ifade edilebilir.

Şu halde genel tanımın beşinci unsuruna göre, finansal alandaki istikrarsızlıklardan sadece “iktisadî daralma”ya yol açabilecek olan istikrarsızlıklar finansal kriz mahiyetindedirler. Finansal alanda tezahür etmekle beraber, “reel ekonomi açısından arzu edilen, olumlu, iktisadî daralmaya yol açmayacak mahiyette olan hareketler şeklindeki istikrarsızlıklar ise, bu unsur nazara alındığında, aksine finansal kriz kabul edilemezler.

a. Finansal Piyasalarda İstikameti Ne Olursa Olsun Her İstikrarsızlığın Bir “Finansal Kriz” Mahiyetinde midir?

Acaba “finansal kriz” finansal piyasalardaki simetrik dengesizliklerin her ikisini de ihtiva eder mi? Yani finansal piyasalarda finansal aktiflerin değerlerinde hem şiddetli düşüş hem de yükseliş finansal kriz mahiyetinde midir? Bir diğer ifadeyle finansal aktiflerin değerinde, reel değerlerine nazaran, şişkinleşme (balonlaşma) yani endekslerin -sun’î surette de olsa- şiddetli yükselişi “finansal kriz” midir? Genel tanımın beşinci unsuru kıstas alındığında, bu istikametteki olaylar (finansal aktiflerin değerlerinde hızlı, şiddetli yükseliş; hatta balonlaşma), bir finansal kriz değildir. Finansal kriz bu çerçevede finansal aktiflerin

değerinde sadece şiddetli bir düşüşü yani aşağıya doğru bir hareketi ifade eder; bir yükselişi yani yukarıya doğru bir hareketi ihtiva etmez. Şu halde finansal piyasalarda sadece aşağıya doğru bir finansal dengesizlik finansal kriz olarak adlandırılabilir, yukarıya doğru bir finansal dengesizlik ise finansal kriz olarak kabul edilemez.

b. Bankacılık Alanındaki (Mevduat ve Kredi Piyasalarındaki) Her İstikrarsızlık Mahiyeti İtibarıyla Bir Finansal Kriz midir?

Benzer surette acaba “finansal kriz” bankacılık sektöründe birinci olarak tasarruf sahiplerinin tasarruflarını yatırmak, mevduat hesabı açtırmak üzere bankalara üşüşmelerini içerir mi? İkinci olarak *kredi talep eğrisinin sağa kayması ve kredi faizlerinin kredi arz eğrisi veri iken yükselmesi, önce bir dengesizlik midir, sonra da eğer dengesizlik ise “finansal kriz” kabul edilebilir mi?* Genel tanımın üçüncü unsuru bu iki noktayı izah etmeye de imkân vermektedir.

(1) Mevduat Piyasalarında Mevduat Arzında Artış, Bir “Finansal Kriz” Mahiyetinde midir?

Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını hızla mevduata dönüştürmek istemeleri mevduat faizlerini düşürür ve kredi arz eğrisini de sağa kaydırır, dolayısıyla kredi faizleri de düşer. Bu, yatırım talebi miktarını arttırır. Sonuçta ekonominin talep cephesinde böyle bir olay, I(i) üzerinden denge y talebi seviyesini arttıracaktır, yani enflasyonist tesirler ortaya çıkarabilir (AS (P,y) seviyesi veri ise çıkarır). Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını mevduata dönüştürmek üzere bankalara üşüşmeleri, nakit-mevduat oranını (cu) düşüreceğinden ekonomide genişletici bir tesir doğuracak, bir “iktisadî daralma”ya yol açmayacaktır. Bu sebeple, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını mevduata dönüştürmek üzere bankalara üşüşmeleri, mahiyeti itibarıyla bir “finansal kriz” değildir.

(2) Toplam Kredi Talebinde Genişleme, Mahiyeti İtibarıyla Bir Finansal Kriz midir?

İkinci olarak kredi talebi eğrisinin sağa kayması ve kredi faizlerinin yükselmesi olayı bir “finansal kriz” midir?(*)

(*) Asimetrik bilgi görüşünün bu konudaki yaklaşımı şu şekilde özetlenebilir:

Kredi talep eğrisinin sağa kaymasının ve kredi faizlerinin yükselişinin temelinde eğer reel sektörde kredi talep edenlerin kuvvetli “ahlakî tehlike” eğilimleri yatıyor ise; bu durum bir finansal kriz; eğer kuvvetli ahlakî tehlike eğilimi yok ve dolayısıyla kredi talep eğrisinin sağa kayması, kredi faizlerinin yükselmesi altında böyle bir eğilim bulunmuyor ise işaret edilen durum bir finansal kriz değil, arzuya değer bir durumdur.

Bir diğer ifadeyle, reel sektörde kredi talep edenlerin yatırım projelerinin kârlılığı yeteri kadar yüksek değil ve çok riskli, firmaların blançoları kötüleşmekte; yani finansal alanda “asimetrik bilgi problemleri” şiddetli iken, kredi talep eğrisinde sağa kayma ve kredi faizlerinde yükselme, finansal bir krizdir.

Finansal alanda firmaların blançoları kötüleşmiyor ve kredi talep edenler alacakları kredileri yeterince yüksek verimli ve düşük riskli yatırım projelerini finanse etmekte kullanmak üzere talep ediyorlar iken; kredi

Bu hususu izaha kavuşturabilmek için önce, kredi talebi eğrisinin sağa yukarıya kaymasının yani kredi faiz hadleri veri iken her faiz haddi seviyesinde toplam kredi talebi genişlemesinin arkaplanına inmek gereklidir.

Kredi talebi, kredinin geri dönmeme riskliliği itibarıyla kompozisyon olarak “iyi krediler” ve “kötü krediler” şeklinde iki kategoriye ayrılır. “İyi krediler”, geri dönmeme riski düşük, “kötü krediler” ise geri dönmeme riski yüksek kredilerdir. Kredi talebi cephesinden iyi kredi; hem alınacak kredilerle finanse edilecek yatırım projelerinin yeterince verimli ve düşük riskli olmasını hem de kredileri talep edip alanların krediyi geri ödemeye yani krediyle ilgili taahhütlerini yerine getirmeye niyetli, borçlarına sadık olmalarını ifade eder. Kötü kredi ise aksine, bir taraftan alınacak krediyle finanse edilecek yatırım projelerinin kârlılık düzeylerinin çok düşük olmasını, diğer taraftan da krediyi talep edip alanların krediyi geri ödemeye, taahhütlerini yerine getirme ve borçlarına sadık kalmaya yönelik niyetlerinin şu anda veya gelecekte kuvvetli olmamasını ifade eder. Kredi faiz hadleri veri iken her faiz haddinde toplam kredi talebinin artması yani toplam kredi talebinin genişlemesi ve eğrisinin sağa yukarıya kayması, kredi talebi cephesinde ya tamamen “iyi kredi talebi”ndeki genişlemeden, ya da “kötü kredi talebi”ndeki genişlemeden yahut da bir miktar iyi kredi talebindeki bir miktar da kötü kredi talebindeki genişlemeden kaynaklanabilir.

İlk durumda yani toplam kredi talebi genişlemesi tamamen ya da önemli ölçüde “iyi kredi talebindeki genişlemeden” ileri geliyor ise toplam kredi talebi genişlemesi bizzat bir finansal kriz değildir. Fakat, toplam kredi talebi -isterse iyi kredi talebindeki genişlemeden kaynaklansın- genişliyor iken, kredi arzı sabit kalır veya kredi talebindeki genişlemeye yeterince hızla intibak edemez ise kredi faizleri yükselir. Kredi faiz hadlerinin yükselmesi finansal alanda “asimetrik bilgi problemlerini” şiddetlendirebilir. Kredi faiz hadlerindeki şiddetli ve önemli artış, finansal alanda “asimetrik bilgi problemleri”ni şiddetlendirdiği takdirde kredi arz eğrisi başlangıç veri konumunda kalamaz, kredi arzı daralır ve eğri sola yukarıya kayar. Üçüncü bölümde görüleceği üzere, faiz hadlerindeki şiddetli yükselişten veya başka bir sebepten ileri gelsin, finansal alanda asimetrik bilgi problemlerinin artıp şiddetlenmesi, bir “finansal kriz”dir ve kredi arzı da dahil finansal ödünç arzında şiddetli bir daralmayla sonuçlanır. Finansal ödünç arzındaki daralma, şiddeti ve boyutu derecesinde ekonomi üzerinde daralmaya yol açar. Şu halde “iyi kredi talebindeki genişlemeden” kaynaklanan toplam kredi talebi genişlemesi esnasında faiz hadlerinin yükselmesi üzerinden finansal alanda “asimetrik bilgi problemleri” -önemli ölçüde- artıp şiddetleniyor, son tahlilde kredi (daha geniş kapsamıyla finansal ödünç) arzı -şiddetli derecede- daralıyor ise bir finansal

talep eğrisinde sağa kayma ve kredi faizlerinde yükselme; bankaların kredi arz etme esneklik ve imkânlarının yüksek olduğu varsayımı altında, arzuya değer olup bir finansal kriz değildir.

kriz mevcuttur. Aksine, toplam kredi talebinde “iyi kredi talebindeki genişlemeden” ileri gelen bir genişleme esnasında, faiz hadleri önemli ölçüde yükselmiş olsa bile, kredi piyasaları odaklı olmakla beraber -tüm- finansal alanda eğer “asimetrik bilgi problemleri” artıp şiddetlenmemekte, özelde kredi genelde finansal ödünç arzında -önemli ölçüde- bir daralmaya yol açmamakta^(*) ise bir finansal krizin var olduğundan bahsedilemez.

İyi kredi talebinde genişleme olması ekonomi, açısından “genel olarak” istenilen, arzu edilen bir olaydır. İyi kredi talebindeki genişlemenin temelinde ekonominin reel cephesinde, daha spesifik olarak yatırım ve üretim cephesinde talep artışı yer alır. Ancak finansal sektör, reel sektöre intibak edebilecek kabiliyetten mahrum; kredi talep edenler (reel sektörde firmalar) hakkında bilgi toplama, murakabe kabiliyeti ve teknik-malî donanım bakımından zayıf ise reel sektörde (yatırım ve üretim cephesinde) bir talep patlaması ve hızlı bir genişleme, finansal kriz potansiyelini arttırmakta olup finansal alanda asimetrik bilgi problemlerini şiddetlendirerek bir finansal krize yol açabilir.

İkinci durumda yani toplam kredi talebindeki genişleme tamamen ya da önemli ölçüde “kötü kredi talebindeki genişlemeden” ileri geliyor ise toplam kredi talebindeki genişleme yine bizzat bir “kriz” değildir; fakat finansal kriz için çok kuvvetli bir “potansiyel”dir. Kötü kredi talebindeki genişleme faiz hadlerini yükseltecek, yeterince yüksek kârlı ve düşük riskli yatırım projelerinin finansmanı için de borçlanma maliyetini yükseltmiş olacaktır. Bu, kârlı ve düşük riskli yatırım hacminde ve dolayısıyla da üretim seviyesinde daralma meydana gelmesi demektir. Hatırlanacağı üzere faiz haddinin yükselmesi, yalnız başına bir kriz anlamına gelmemekle beraber krizin hem önemli, kuvvetli bir sebebi ve potansiyeli hem de sonucu ve göstergesi idi.

Kötü kredi talebindeki genişlemenin, finansal alanda asimetrik bilgi problemlerini arttırıp şiddetlendirmesi ve bir finansal krize yol açması, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, kuvvetle muhtemeldir.

Kötü kredi talebindeki genişleme, eğer finansal alanda asimetrik bilgi problemlerini arttıramıyor, şiddetlendiremiyor ise bir finansal krize yol açamaz. Acaba kötü kredi talebindeki genişleme hangi durum ve şartlarda finansal alanda asimetrik bilgi problemlerini arttırıp şiddetlendiremez? *“Ancak finansal sistem, gelen kredi taleplerinin iyi ödünç talebi mi yoksa kötü ödünç talebi mi olduğunu ayırdedip, iyi ödünç taleplerini -olumlu- cevaplarken kötü kredi taleplerini ayıklayıp reddedebildiği; buna kabiliyetli olduğu takdirde.”* Finansal sistem kötü kredi taleplerini kavrayıp ayıklayarak reddedebilir, yani kârlılığы düşük olan veya

^(*) Finansal ödünç arzında bir darlamanın önemli ölçüde olup olmadığının kıstası, ekonomide -şiddetli- bir daralmaya yol açabilmiş olup olmadığıdır. Finansal ödünç arzında herhangi bir daralma, şiddetli bir iktisadî daralmaya yol açabilmiş ise burada sözkonusu anlamında “önemli ölçüde” bir daralmadır.

kârlılığı yeterince yüksek olsa bile riskliliği yüksek olan yatırım projelerine finansal fon kanalları etmeyi durdurabilir ise ister finansal piyasalar isterse kredi piyasaları vasıtasıyla olsun kârlılığı düşük ve riskliliği yüksek yatırım projelerini finanse etmek için kullanılmak üzere finansal ödünç talebindeki genişleme, finansal alanda asimetrik bilgi problemlerini arttırıp şiddetlendirmez. Çünkü böyle bir durumda kötü kredi talebinde genişleme meydana gelse bile bu; hem reel sektörde hem de müteâkiben finansal sektörde borçların çekip çevrilememesine ve büyük firma başarısızlıklarına; dolayısıyla da finansal alanda “belirsizlik”te şiddetlenmeye yol açmayacaktır.

Sonuç olarak toplam kredi talebinde bir genişleme ve toplam kredi talebi eğrisinin sağa kayması, ister tümüyle iyi kredi talebi genişlemesinden isterse kötü kredi talebindeki genişlemeden ileri gelmekte olsun, yalnız başına yani bizzat kendisi bir -finansal- kriz mahiyetinde değildir. Ancak, toplam kredi talebindeki genişleme, önemli ölçüde kötü kredi talebindeki bir genişlemeden kaynaklandığı takdirde, finansal kriz açısından önemli, kuvvetli bir sebep, büyük bir potansiyel statüsündedir. Önemli ölçüde iyi kredi talebindeki bir genişlemeden kaynaklanması halinde toplam kredi talebi genişlemesi, finansal kriz bakımından, çok kuvvetli ve etkili olmamakla beraber yine de bir sebep ve potansiyel mahiyetindedir.

(3) Kredi Piyasalarında Toplam Kredi Talebinde Daralma, Bir Finansal Kriz Mahiyetinde midir?

Kredi piyasasında kredi arzı veri iken kredi talebinin, reel sektörde talep gerilemesinden kaynaklanmak üzere, gerileyip sola aşağıya kayması, faiz hadlerinde düşüşe yol açacak bir olaydır. Bu olay, bir finansal kriz midir? Yoksa bu olay reel sektör kaynaklı bir krizin (reel krizin) finansal alana yansımalarından mı ibarettir?

Kredi piyasasında kredi arzı veri iken toplam kredi talebinin daralması ve kredi talebi eğrisinin sola aşağıya kayması olayı bir finansal kriz mahiyetinde midir, yoksa reel -sektör kaynaklı bir- krizin (reel krizin) finansal alana yansımaları mahiyetinde midir? Bu hususu izah edebilmek için toplam kredi talebindeki daralmanın ve kredi talebi eğrisinin sola aşağıya kaymasının; bir taraftan arkaplanına inmek, diğer taraftan da finansal alanda finansal ödünç arzında bir daralmaya ve bunun sonucu olarak -reel ekonomide- bir iktisadi daralmaya sebep olup olmadığını tesbit etmek gereklidir.

Toplam kredi talebindeki daralma, tamamen veya önemli ölçüde ya iyi kredi talebindeki daralmadan ya da kötü kredi talebindeki daralmadan kaynaklanabilir.

Toplam kredi talebindeki daralma; önemli ölçüde iyi kredi talebinde meydana gelen bir daralmadan kaynaklandığı takdirde, reel sektörde yatırım ve tüketim malları talebinde mevcut bir daralmanın tezahürü ve finansal alana yansımaları mahiyetindedir. Bir diğer

ifadeyle iyi kredi talebindeki daralmanın gerisinde büyük bir ihtimalle reel sektörde şiddetli bir talep gerilemesi yatar. İyi kredi talebindeki daralma, finansal alanda, finansal ödünç arzı veri iken, özelde kredi faizlerini genelde borçlanma maliyetini düşürse de, iktisadî bir daralmanın sonucu olduğu, ekonomide bir daralmayı imâ ettiği için, ekonomi açısından olumlu bulunmayıp arzu edilmez.

İyi kredi talebindeki daralma, reel ekonomide talep gerilemesinin yani iktisadî daralmanın sebebi değil, sadece bir sonucu; finansal alandaki tezahüründen ibarettir.

İyi kredi talebindeki daralma, özelde kredi piyasasında kredi arzı üzerinde genelde finansal alanda finansal ödünç arzı üzerinde bir daralmaya yol açmaz. Bir diğer ifadeyle iyi kredi talebindeki daralma ve eğrisinin sola aşağıya kayması, her faiz haddinde özelde kredi arzının genelde finansal ödünç arzının gerilemesine ve eğrilerinin sola yukarıya kaymalarına sebep olmaz. Dolayısıyla iyi kredi talebindeki daralma, özelde kredi arzı genelde finansal ödünç arzı üzerinde bir daralma meydana getirmek kanalıyla, reel ekonomide -tekrar- bir iktisadî daralmaya götürmez.

İyi kredi talebindeki daralma ve bundan ileri gelen toplam kredi talebindeki daralmanın kaynağı finansal alanda “ödünç arzı tarafında” değil, esasen finansal alanın dışında; reel ekonomide yer almaktadır.

Şu halde iyi kredi talebindeki daralma ve önemli ölçüde bundan kaynaklanan toplam kredi talebi daralması, bir finansal kriz değil; reel bir -talep- krizinin finansal alanda yansımaları niteliğinde bir istikrarsızlık-dengesizliktir. Bir finansal kriz olmasa da bu olay, faiz hadlerinin düşmesine yol açıyor olmakla beraber, ekonomi açısından olumlu, arzuya değer de değildir.

Toplam kredi talebindeki daralma, kötü kredi talebindeki bir daralmadan kaynaklandığı takdirde reel sektörde bir talep gerilemesinin yani bir reel krizin sonucu ve finansal alandaki yansımaları statüsünde değildir. Böyle olmakla beraber bu, faiz hadlerinin düşmesine yol açar.

Kötü kredi talebindeki daralma, reel sektörde “kötü” yatırım projelerinin azalmasını imâ eder. Kötü kredi talebindeki daralma, şu halde önce reel sektörde sonra da finansal sektörde borçlarını çeviremeyecek “büyük firma başarısızlıkları”nın dalga dalga meydana gelmesi ihtimalinin düşmesi ve zemininin nisbeten zayıflaması; dolayısıyla finansal alanda “belirsizlik”in azalmasını ifade eder.

Kötü kredi talebindeki daralma finansal alanda asimetric bilgi problemlerini önemli ölçüde azaltır. Sözkonusu daralma bir taraftan da, faiz haddini düşüreceği için, reel sektörde yeterince yüksek kârlı (verimli) ve düşük riskli yatırım projelerinin finansesi bakımından

“borçlanma maliyetinin düşmesi”ne yol açacak; dolayısıyla reel ekonomide talep cephesinde başta I(i) kanalıyla olmak üzere genişletici kuvvetli tesirler doğuracaktır.

Kötü kredi talebindeki daralma, finansal kriz potansiyelinin önemli ölçüde zayıflamasına ve reel ekonomide, faiz haddinin düşmesi üzerinden talep artışına yol açması sebebiyledir ki, ekonomi açısından son derece olumlu, arzu edilen; finansal kırılganlığı azaltan bir olaydır.

Sonuç olarak toplam kredi talebindeki bir daralma, kötü kredi talebindeki daralmadan kaynaklandığı takdirde ne bir reel kriz yansıması ne de bir finansal kriz mahiyetindedir; aksine finansal kriz potansiyelinin zayıflaması ve finansal kırılganlığın azalmasına ve reel ekonomide talep artışına yol açan; dolayısıyla ekonomi açısından olumlu, son derece arzu edilen bir olaydır.

Genel tanımına göre finansal kriz kısaca finansal alanla (borç piyasalarıyla) ilgili, bir istikrarsızlık (dengesizlik); sonucu da iktisadi daralma idi.

Şu halde finansal krizin kaynağını finansal alanda aramak gereklidir.

Verilen genel tanımından, finansal krizi reel krizden ayırdetmek mümkündür. Finansal alanla ilgili olmak (finansal alanda ortaya çıkmış olmak), olayı “finansal” kılar ve reel krizden ayırır. Bir dengesizlik (istikrarsızlık) mahiyetinde olmak ve ekonomide olumsuz sonuçlara yol açmak da olayı “kriz” olarak tasvir etmeye imkân verir. Şu halde finansal kriz; bir krizdir çünkü birincisi -şiddetli- bir dengesizlik (istikrarsızlık) mahiyetindedir ve ikincisi ekonomide olumsuz sonuçlar doğurur; finansal karakterlidir, çünkü finansal alanda ortaya çıkar ve finansal alanla (ödünç piyasalarıyla) ilgilidir.

III. GELİŞMİŞ ve GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSAL SEKTÖRLER ARASINDA YAPISAL FARKLILIKLAR

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde tecrübe edilen finansal krizlerin tabiatları farklıdır. Bu farklılığın temel kaynağı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal sektörlerinin yapıları arasında mevcut olan farklı özelliklerdir. Tecrübe edilen finansal krizlerin mahiyet itibarıyla farklı olması gelişmiş ve gelişmekte olan finansal krizleri açıklamak üzere geliştirilen teorilerin bir ölçüde farklı karakterler taşımasına götürmektedir. Sözkonusu finansal kriz tecrübelerinin mahiyet farklılığı ayrıca krize mukavemet ve krizden çıkış hususunda gerekli politikaların da farklı olmasını gerektirmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal krizlerin tabiatını daha iyi kavramak, daha etkili kriz yönetimi politikaları geliştirebilmek için bu ülkelerin finansal sektörleri/sistemlerinin gelişmiş ülkelerinkine göre temel farklılıklarını sıralamak gereklidir.

Gelişmiş ekonomilerin finansal sistemlerine göre gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistem/sektörlerinin sahip olduğu yapısal farklılıklar şöyle sıralanabilir:

A. BORÇLARIN PARA BİRİMİ VE VADE YAPISI İTİBARIYLA FARKLILIK

Gelişmiş ekonomilerde borçlar ilk olarak döviz cinsinden değil, genellikle yine kendi ulusal para birimleri cinsindedir. İkinci olarak çoğunlukla uzun vadeli dirler.⁶ Bir diğer ifadeyle borçların ortalama vadeleri daha uzundur. Bu, gelişmiş ekonomilerde gerek finansal gerekse finans dışı firmaların ilk olarak kur riski üstlenmediklerini, ikinci olarak da nisbeten daha az likidite riski üstlenmiş olduklarını ifade eder. Borçların para birimi ve vade yapısı itibarıyla gelişmiş ekonomilerde görülen bu karakter finansal krizle ilgili olarak iki ana sonuca götürür: Birincisi gelişmiş ekonomiler finansal krizlere daha az açıktırlar, çünkü uluslararası finansal kırılganlıkları zayıftır. İkincisi finansal krizlerinin olumsuz etkilerine daha az açıktırlar. Çünkü beklenmedik ve büyük bir döviz kuru artışı finansal ve finans dışı firmaların veya hükûmetin finansal-malî durumunu, nisbeten çok az kötüleştirir. Beklenmedik ve büyük bir döviz kuru artışı sujelerin borç yüklerini çok fazla artırmaz.

Gelişmiş ekonomilerde borçların kendi ulusal para birimleri cinsinden olması o ekonomilerin paralarının kuvvetli olmasından, nisbeten daha uzun vadeli olması da gerek kendi yurtiçi ödünç piyasalarının gerekse uluslararası ödünç piyasalarının daha fazla güven duymasından ileri gelir.

Başta EM ülke grubunda olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerde borçların para birimi ve vade yapısı itibarıyla durum ise gelişmiş ülkelerdekinden tamamen farklıdır.

Özellikle EM ülkelerinde olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerde borçların ilk olarak büyük bir kısmı döviz cinsindedir. Söz konusu borçların ikinci olarak ortalama vadeleri nisbeten çok daha kısadır. Bir diğer ifadeyle borçların önemli bir kısmı hem döviz cinsinden ve hem de kısa vadeli dir. Bu karakter, özellikle EM ekonomileri olmak üzere gelişmekte olan ekonomileri gelişmiş ekonomilere göre finansal krizlerle ilgili olarak iki özelliğe götürmektedir: İlk olarak finansal ve finans dışı firmalar ve hükûmet borçlar konusunda hem aşırı kur riski hem de aşırı likidite riski üstlenmiş durumdadır. Dolayısıyla bu ekonomilerin uluslararası finansal kırılganlıkları daha fazladır. Bu münasebetle söz konusu ekonomiler finansal krizlerin vuku bulmasına daha açıktır. Bu çerçevede bu ekonomiler “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) uluslararası veya yurtiçi finansal paniklere daha açıktır. Bu ekonomilerde döviz kurunda artışa götürebilecek bir istikrarsızlığın (örneğin bir dış finansal şokun) finansal krize dönüşme ihtimali daha yüksektir. İkinci olarak bu ekonomiler finansal krizlerin olumsuz etkilerine daha fazla açıktır. Çünkü beklenmedik büyük

bir döviz kuru artışı/devalüasyon, finansal-finansdışı firmaların hem blanço ve likidite durumları, hem de hükûmetin finansal durumu üzerinde daha büyük etki doğurur. Bu, finansal krizin gelişmiş ekonomilerde hem daha şiddetli ve derin, hem de daha uzun ömürlü olmasını imâ eder.

Gelişmiş ekonomilerde para birimi bakımından borçların genel olarak o ülkelerin kendi para birimleri cinsinden olmasının bir diğer sonucu da şudur: Bu ülkelerde merkez bankaları “son ödünç verici merci rolünü” daha kuvvetli şekilde ifa edebilirler. Çünkü merkez bankaları döviz basamaz ama kendi ulusal paralarını son tahlilde basabilirler ve bu yoldan fon yaratabilirler.

Gelişmekte olan ekonomilerde döviz cinsinden ve kısa vadeli borçların miktarının ve toplam borçları içerisindeki payının daha yüksek olması temelde bu ekonomilerin kendi para birimleri cinsinden ve/veya uzun vadeli şekilde uluslararası piyasalara girip borçlanma imkan ve kabiliyetlerinin daha zayıf olmasından ileri gelir. Bunun altında da o ülke paralarının daha az sağlam, ekonomilerine uluslararası piyasalarca duyulan güvenin daha az olması yatar.

B. GEÇMİŞ DÖNEMLERDE TECRÜBE EDİLEN VE GELECEKTE BEKLENEN ENFLASYON ORANLARI İTİBARIYLA FARKLILIK

Gelişmiş ekonomilerde fiyat istikrarı genel olarak daha kuvvetlidir. Bu çerçevede geçmiş dönemlerde tecrübe ettikleri enflasyon oranları düşüktür.⁷ Geçmiş dönem enflasyon düzeyi gelecekte beklenen enflasyon düzeyini belirlemekte oldukça etkilidir. Bu münasebetle gelişmiş ekonomilerde kriz dönemlerindeki beklentiler de dahil olmak üzere “gelecekte beklenen enflasyon oranı” düşüktür. Gelecek dönem için beklenen enflasyon oranının düşük olması finansal sisteme yeniden güven kazandırılması ve krizden çıkış bakımından son derece önemlidir. Gelişmiş ekonomilerde geçmiş dönemde tecrübe edilen ve gelecek dönem için beklenen enflasyon ile ilgili bu özellik, krizden çıkışı kolaylaştırır ve çabuklaştırır.

Gelişmekte olan ekonomilerde geçmiş dönemlerde daha yüksek oranlı enflasyon tecrübe edilmiştir ve gelecek dönem için beklenen enflasyon oranı daha yüksektir. Bu durum, finansal sisteme tekrar genel güven kazandırılmasını olumsuz etkiler, sonuçta krizden çıkışı zorlaştırır ve geciktirir.

⁶ Mishkin (1996).

⁷ Mishkin (1996).

C. MERKEZ BANKASININ KUVVETLİLİĞİ, BAĞIMSIZLIĞI ve KREDİBİLİTESİ İTİBARIYLA FARKLILIK

Gelişmekte olan ülkelere göre gelişmiş ülkelerde Merkez bankaları daha kuvvetli, güvenilirliği ve kredibilitesi daha yüksek, başta siyasi otoriteden olmak üzere daha bağımsızdır. Ayrıca gelişmiş ülkelerde Merkez bankalarının rezerv yapıları daha kuvvetlidir ve gerek yabancı paralar gerekse kendi para birimleri cinsinden uluslararası piyasalara girip ödünç alabilmek bakımından güvenilirlik-kredibiliteye, kabiliyet ve kurumsal yapıya sahiptir. Sonuçta krize etkin müdahale etmeleri bakımında bu ülkelerin merkez bankaları bakımından “rezerv tahdidi” yoktur, istedikleri miktarda ödünç rezervi uluslararası ödünç piyasalarından ya da gelişmiş ülkelerin diğer merkez bankalarından sağlayabilme imkânına sahiptirler. Merkez bankalarının güvenilirliği, kredibilitesi, bağımsızlığı, kuvvetliliği gibi unsurlar kriz yönetimi politikalarına duyulacak güven bakımından son derece önemlidir.

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının ise rezerv yapıları, kredibiliteleri, güvenilirlikleri, bağımsızlıkları, ödünç döviz rezervi almak üzere uluslararası ödünç piyasalarına girme imkân-donanım-kredibilite ve kurumsal yapısı daha zayıftır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının, kendi ulusal paraları cinsinden uluslararası piyasalardan ödünç almak imkanları çok zayıf veya hiç yoktur. Krizi önleme ve krize etkin müdahale bakımından merkez bankasına duyulan güven son derece önemlidir, çünkü iktisat politikalarının güvenilirliğini büyük ölçüde etkiler.

D. ETKİN BİR FİNANSAL MURAKABE-DÜZENLEME SİSTEMİNİN VARLIĞI İTİBARIYLA FARKLILIK

Gelişmiş ekonomilerde “etkin bir finansal murakabe-düzenleme sistemi” vardır. Başta bankacılık sistemi olmak üzere finansal sistemin reel sektör firmalarını murakabe itibarıyla teknik bilgi birikimi ve donanımı daha iyidir. Finansal sektörü finansal açıdan etkin şekilde murakabe eden kuvvetli, güvenilir, bağımsız kurumlar da vardır. Etkin, güvenilir ve bağımsız bir “murakabe-müdahale ve düzenleme merci”nin varlığı, paniği önlemek-yatıştırmak ve krizden çıkış bakımından son derece önemlidir. Çünkü etkin, güvenilir, bağımsız bir murakabe ve müdahale merciinin varlığı, bu merci tarafından müdahale edilmemiş finansal firmalara ödünç piyasalarının ve mudilerin “madem ki müdahale edilmediler o halde onlar sağladılar” gözüyle bakabilmesi, onlara otomatik olarak güven duyabilmesi, kısaca finansal sektörde geride kalan firmalara güvenle bakılabilmesi ve sonuçta bütün olarak finansal sisteme tekrar genel güven kazandırılabilmesi açısından büyük bir etkiye sahiptir.

Gelişmekte olan ülkelerde ise kriz öncesi dönemde özellikle hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübe ettikleri süreç itibarıyla “etkin bir finansal murakabe-

müdahale ve düzenleme sistemi” yoktur ya da gelişmiş ülkelere göre daha zayıftır. Gelişmekte olan ülkelerde, varsa bile, finansal murakabe-düzenleme sisteminin ve merciinin ödünç piyasaları ve mudiler nezdinde güvenilirlikleri, kuvvetlilikleri ve bağımsızlıkları daha zayıftır. Bu yüzden finansal sisteme duyulan genel güven kaybının hafifletilmesi, panik başlamışsa tekrar genel güven kazandırılması ve geride kalan finansal firmalara “müdahale edilmediklerine göre demek ki sağlam ve güvenilirler” gözüyle bakılabilmesi, sonuçta finansal sisteme ödünçlerin tekrar geri dönmeye başlaması itibarıyla “etkin bir finansal murakabe-düzenleme ve müdahale sisteminin yokluğu” gelişmekte olan ekonomilerde krizin önlenmesi ve krizden çıkış açısından büyük bir dezavantajdır.

E. POLİTİK, EKONOMİK İSTİKRAR VE KREDİBİLİTE İTİBARIYLA FARKLILIK

Gelişmiş ülkelerde hem politik hem ekonomik istikrar genel olarak daha sağlamdır. Ülke ekonomisinin kredibilitesi, ekonomi yönetimine ve uygulanacak krizi önleme veya krizden çıkış politikalarına duyulan güven daha fazladır. Krizin önlenmesi, başlamış bir paniğin teskin edilmesi ve krizden çıkış bakımından bunlar önemlidir.

Aksine gelişmekte olan ülkelere örneğin politik istikrarsızlıklar hem bir finansal krizi tetikleyebilir, hem de önceden başlamış bir paniği ve finansal krizi daha da şiddetlendirip derinleştirerek daha uzun ömürlü kılabilir. Politik istikrarsızlık ekonomiyi beklentilerde kötüleşmelere ve “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) finansal krizlere daha açık kılar. Nitekim Tekila 1994-5 krizinin tetiklenmesinde düzenlenen büyük bir siyasi süikastin^(*) çok büyük rolü olmuştur.

IV. REALİTE OLARAK FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Kriz literatürü gözden geçirildiğinde realite itibarıyla finansal krizleri şöyle tasnif edebilmek mümkündür.^(**) (1) Para krizi (Ödemeler Balançosu/BOP krizi de denilmektedir), (2) Bankacılık krizi, (3) Sistemik finansal kriz, (4) SS (Sudden Stops) krizleri, (5) Dış borç krizleri (borç krizi veya kamu (sovereign) dış borç krizi de denir), (6) İkiz (veya üçüz) krizler [İkiz para ve bankacılık krizleri, ikiz para ve dış borç krizleri ve de üçüz para-bankacılık-dış borç krizleri]. Realite itibarıyla finansal kriz tipleri kısaca ele alınacaktır.

(*) En büyük siyasi partinin başkan adayı seçimler arafesinde vurulmuştu.

(**) IMF nin tasnifinde ilk 4 türe yer verilmiştir. [IMF, World Economic Outlook (1998).] Bununla beraber vurgulanmalıdır ki literatürde, realite itibarıyla finansal kriz türlerine dair standart, genel kabul görmüş/genel geçer bir tasnif bulunmamakta olup birbirlerinden bir hayli farklı tasniflere rastlanmaktadır.

A. PARA/ÖDEMELER BLANÇOSU (BOP) KRİZLERİ

Standart para krizi uluslararası spekülâtif saldırılar karşısında sabit kur sisteminin çökmesidir.⁸ Sabit kur sisteminin çökmesi “beklenmedik büyük bir devalüasyon” veya sabit kurun tamamen terk edilerek serbest dalgalanmaya bırakılması şeklinde meydana gelebilir. Diğer taraftan literatürde sabit kurun şiddetli uluslararası spekülâtif baskı altında kalması durumunda, onun savunulabilmesi için yurtiçi faiz oranlarının yükseltilmesi, fakat bunun şiddetli bir ekonomik daralmaya götürmesi durumu da para krizi olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla para krizi fenomeninin beklenmedik büyük bir devalüasyon-depresiyasyon, sabit kurun tamamen terk edilip serbest dalgalanmaya bırakılması, sabit kur sürdürülmekle beraber yurtiçi faiz oranlarında sürekli olarak çok büyük bir artış meydana gelerek ekonomide büyük bir daralmaya götürmesi şeklinde üç tip olduğu ifade edilir. Para krizi ekonomide şiddetli bir daralmaya götürür.

Ödemeler Balançosu/Para krizlerinde tipik vak’alardan birisi ülke parasına yönelik olarak girişilen ve sabit kur sistemini çökertmeyi hedefleyen “uluslararası spekülâtif hücumlar”dır. Para çöküşü/BOP krizlerinde sabit kur sistemini çökertmek maksadıyla kuvvetli uluslararası spekülâtif saldırı dalgaları meydana gelir. Uluslararası spekülâtif saldırılar bir bakıma para krizinin tabii, ayrılmaz bir parçasıdır.

Uluslararası spekülâtif saldırıları meydana getiren veya tetikleyen ana unsurlar şöyle sıralanabilir:

(a) Ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesi

Döviz kuru üzerinde baskı arttıkça ulusal para döviz karşısında aşırı değerlendirildiğinde ulusal paranın yabancı paralar (döviz) cinsinden gerçek değeri (gölge döviz kuru) ile cari değeri (sabit kur) arasındaki fark büyür. Sözkonusu fark büyüdükçe bir taraftan uluslararası spekülâtörün, eğer başarılı olursa, spekülasyondan beklediği birim kazanç^(*) artar, diğer taraftan da sabit kuru sürdürülebilmek için Merkez bankası tarafından yapılması gereken müdahale büyür, yani Merkez bankasının piyasaya satması gereken döviz miktarı büyür. Bu, Merkez bankası döviz rezervlerinin erime hızının artacağını ima eder.

(b) Merkez bankasının sahip olduğu döviz rezerv stokunun büyüklüğü

Merkez bankası döviz rezervleri yetersiz ve zayıf olduğunda para otoritesinin kuru sürdürülebilmek gücü ve imkânı da yetersiz olur. Bu durumda başlatılacak bir uluslararası spekülâtif saldırının başarıya ulaşma ihtimali daha kuvvetlidir. Çünkü, Merkez bankası döviz rezervleri daha çabuk tükeneyecektir. Uluslararası spekülâtörler, başarıya ulaşacağına daha fazla inandıklarında spekülâtif saldırılarını daha da artırırlar.

⁸ Krugman (1979).

^(*) başarılı spekülâtif saldırıdan beklenen birim getiri

(c) Para otoritesinin sabit kuru sürdürme kuvveti ve arzusu, siyasi otoritenin sabit kuru sürdürme niyet ve iradesi

Merkez bankasının kuru sürdürebilme kuvvet ve kararlılığı, hükümetin kuru sürdürme niyet ve arzusu, Merkez bankasının bağımsızlığı, kredibilitesi ve kuvvetliliği, yurtiçi ve yurtdışı piyasaların para otoritesine duyduğu “güven” azaldıkça başlayacak bir uluslararası spekülasyon saldırının hem dalgaya dönüşmesi hem de başarıya ulaşması ihtimali artar.

(d) Ekonomide finansal sistemin finansal kırılganlık derecesi

Ekonomide özellikle döviz cinsinden kısa vadeli borç stokunun yüksek olması yani ekonominin kısa vadeli dolarize yükümlülüklerinin büyüklüğü kaydedilmelidir. Çünkü döviz cinsinden borç sahipleri, sabit kurun sürdürülmeyeceğine inandıkları takdirde,^(*) derhal döviz cinsinden borçlarını kapatmak isteyecekler ve bunun için de dövize hücum edeceklerdir. Bu, döviz talebindeki artışı ve ulusal para cinsinden para ve aktiflerden kaçışı daha da şiddetlendirecek, sonuçta döviz kurunda yükselme eğilimini daha da artıracaktır.

Döviz kurunda yükselme eğiliminin şiddetlenmesi son tahlilde spekülasyon hücum dalgasının başarılı olma imkân ve ihtimalini artırır.

Özellikle bankacılık sektörü olmak üzere finansal sektörün mali yapısı zayıf, bankacılık sektörü problemleri fazla iken para otoritesinin yurtiçi faiz oranlarını artırarak kuru savunabilme gücü son derece azalır ve bunu uluslararası spekülasyoncular da bilir. Yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi bankaların mali yapısını zayıflatır ve bankacılık sektörü problemlerini artırır. Bankacılık sektörü zaten zayıf ise, olumsuz etkilerini kaldırabileceği “faiz oranı artışı” son derece düşük olacaktır. Bankacılık sektörünün mali yapısı zayıf iken para otoritesinin kuru sürdürmek maksadıyla faiz oranlarını çok fazla artıramayacağını, dolayısıyla para otoritesinin ve hükümetin kuru sürdürme güç ve kararlılıklarının zayıf olduğunu bilirler. Sonuçta bir spekülasyon saldırının başarıya ulaşacağını daha fazla inanırlar.

(e) Spekülasyon hücumu geçecek uluslararası spekülasyoncunun, girişeceği spekülasyon hücumunun başarıya ulaşacağına duyduğu inanç

Münferit spekülasyoncunun, başlatacağı spekülasyon saldırının başarıya ulaşacağına duyduğu inanç ve verdiği ihtimal zayıf ise, kendisinin spekülasyon saldırı başlatma cesaret ve eğilimi az olur. Spekülasyoncu, eğer spekülasyon saldırı teşebbüsünden ancak saldırı başarıya ulaşırsa bir “kazanç” sağlayabilir. Başarıya ulaşamayan bir spekülasyon saldırı gerçekleştiğinde spekülasyoncu “maliyet”le karşılaşır yani bir kayıp yüklenir.

Bir spekülasyon saldırı başarıya ulaşırsa; yalnızca spekülasyon saldırıya katılan spekülasyoncular ve saldırıya katıldıkları oranda “spekülasyon kazanç” elde ederler. Spekülasyon saldırıya katılmayanlar “spekülasyon kazanç” elde etmezler. Spekülasyon saldırı başarıya

(*) beklentileri kurun yükseleceği yönünde değiştiği takdirde yani beklenen kur yükseldiğinde

ulaşmazsa; spekülâtif saldırıya katılanlar ve yine katıldıkları oranda “maliyet” yüklenirler. Spekülâtif saldırıya katılmayan spekülâtörler ise bir “maliyet” yüklenmez. Şu halde spekülâtif saldırıya girişen spekülâtör bir “risk” almaktadır: Spekülâtif saldırıya katıldığı oranda olmak üzere, saldırı başarıya ulaşırsa spekülâtif kazanç elde edecek, fakat saldırı başarıya ulaşmazsa “maliyet” yüklenecektir.^(*)

Münferit spekülâtör başlatacağı bir öncü saldırının, münferit kalmayıp saldırı dalgasına dönüşeceğini beklerse o saldırının başarıya ulaşacağına daha fazla inanır. Münferit spekülâtörün bir öncü saldırının başarıya ulaşacağına duyduğu inancı ayrıca şunlar etkiler: (i) Münferit spekülâtörün, kendisi dışındaki diğer spekülâtörlerin saldırıya katılıp katılmayacakları (ne ölçüde katılacakları) ve onların tavrına dair beklentisi, (ii) sözkonusu ülkede, spekülâtif saldırı başladığında ve kurun yükseleceği beklentisi ortaya çıktığında dövize hücum edecekler kervanına katılması beklenenlerin büyüklüğü (döviz cinsinden kısa vadeli borçluluk derecesinin ağırlığı), (iii) spekülâtif saldırı başlatmayı düşünen spekülâtörün sahip olduğu bilgi, tahmin ve beklentisi. Burada sözkonusu bilgi ve tahminler diğer spekülâtörlerin saldırıya katılıp katılmayacakları (ne ölçüde katılacakları), saldırı başladığında ve beklentiler tersine döndüğünde ülkede dövize hücum edecekler kervanının büyüklüğü, Merkez bankasının kuru sürdürme gücü ve kararlılığı, hükümetin kuru sürdürme niyet ve iradesine ilişkin olabilir.

(f) Bizzat beklentilerde âni ve şiddetli değişme (kötüleşme)

Beklentilerde âniden ve şiddetli bir değişme (kötüleşme) meydana geldiğinde beklentilerdeki bu değişimin (kötüleşmenin) bizzat kendisi bir spekülâtif saldırı başlatıp para krizine götürebilir. Bu durum, para krizinin meydana gelmesi hususunda ülke ekonomisinin “gri alanda” (kriz sahasında) bulunması halinde sözkonusudur. Beklentilerdeki değişme Merkez bankasının sabit kuru sürdürebilme gücüne ve iradesine sahip olup olmadığına (kuru sürdürmekten vazgeçeceğine), hükümetin sabit kuru sürdürme iradesinin kuvvetliliğine, hatta çok büyük bir finansal firmanın (örneğin büyük bir bankanın) başarısızlığa düşeceğine, ekonomik belirsizliğe götürebilecek düzeyde politik belirsizlik ortaya çıkacağına ilişkin de olabilir.

Spekülâtif saldırı başlatması ve sonuçta bir para krizine götürmesi bakımından, beklentilerdeki kötüleşmenin realiteyle tutarlı olması yani vehimden ibaret olmaması zorunlu değildir.

Krizlerin amprik olarak tanımlanması kriz fenomeninin realitede var veya yok olduğunun teşhis edilmesidir. Krizlerin amprik olarak tanımlanması bakımından “olay” ve

^(*) Spekülâtör döviz piyasadaki toplarken, sabit kurun bir miktar üzerinden satın alacak, saldırı başarıya ulaşmaz (sabit kur sürdürülür) ise aldığı fiyattan değil, daha düşük olan sabit kur üzerinden geri satabilecektir. Aradaki fark spekülâtörün, başarısız bir spekülâtif saldırıda, “zarar”ının kaynağını oluşturur.

“indeks metodu” olmak üzere iki ana metod vardır.⁹ Para krizinin amprik olarak tanımlanmasında “olay” veya “indeks” metodu olmak üzere iki ana metod kullanılmaktadır. Olay metodunda krizin başlamasıyla ilgili önceden tanımlanmış belli bir olayın veya olaylar demetinin^(*) varlığı kriteriyum alınmaktadır. İndeks metodunda ise belli unsurlardaki değişimleri ölçen bir ağırlıklı baskı indeksi (örneğin para krizinde “spekülatif baskı endeksi”) geliştirilip kullanılmakta, indeksin ortalama ve ağırlıklı değeri belli bir düzeye ulaştığında krizin başladığı sonucuna varılmaktadır. Krizlerin amprik olarak tanımlanmasında önceleri “olay” metodu kullanılmış, sonra zaman içerisinde “indeks” metodunun kullanılmasına doğru gittikçe kuvvetlenen bir kayma meydana gelmiştir. Olay metoduna, literatürde büyük eksiklikler taşıdığı, krizin başlaması ve bitişi konusunda hem subjektifliğe hem de literatürde aynı dönemi içeren çalışmalarda yapılan kriz fenomeni teşhisleri arasında büyük tutarsızlıklara yol açtığı şeklinde önemli eleştiriler getirilmiştir.

Kaminsky ve Reinhart (1996,1998)’e göre 1970’lerde tecrübe edilenler dikkate alındığında para krizleri amprik olarak olay metoduna göre şöyle tanımlanabilir: Para krizi; (i) beklenmedik büyük bir devalüasyon, (ii) sabit kur sisteminin çöküşü ve tamamen terk edilmesi, (iii) ülkeden uluslararası-finansal- sermaye çıkışına tahditler getirilmesi, (iv) döviz kuru ayarlamalarında değişimler, (v) konvertibilitenin kısmen veya tamamen askıya alınması, (vi) döviz piyasalarının, isterse geçici bir süreliğine olsun, kapatılıp döviz piyasası işlemlerinin durdurulması olaylarından birisinin, birkaçının veya hepsinin vukû bulmasıdır.¹⁰ Literatürde para/BOP krizi amprik olarak olay metoduna göre bir başka çalışmada şöyle tanımlanmaktadır: Para krizi; ulusal para talebinde öyle bir şiddetli düşme (döviz talebinde o kadar şiddetli bir artış) meydana geldiği durumdur ki bu durum şunlardan en az birisine veya hepsine götürür: (i) Merkez bankasının uluslararası rezervlerinden büyük bir kayıp, (ii) -ulusal para cinsinden ödüncülerle ilgili- kısa vadeli faiz oranlarında şiddetli bir artış, (iii) para çöküşü yani beklenmedik büyük bir devalüasyon ya da sabit kurun tamamen terk edilmesi (sabit kur sisteminin çöküşü).¹¹

Para krizinin amprik tanımı Frankel ve Rose (1996a,b,2006)’da şöyle yapılmıştır: Para krizi nominal döviz kurunda yıllık bazda %25 oranının üzerinde bir artış meydana gelmesidir ki sözkonusu yılda nominal döviz kurundaki bu artış oranı ayrıca bir önceki yılın yıllık bazda nominal döviz kuru artış oranının en az %10 üzerinde olmalıdır.¹² Buna göre para krizinin amprik tanımında 2 şart vardır ve bunların her ikisi de gerçekleşmiş olmalıdır: (i) Hem nominal döviz kurunda yıllık bazda en az %25 oranında bir artış olmalı ve hem de (ii)

⁹ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999).

^(*) örneğin para krizinde belli büyüklükte bir devalüasyon veya depresiasyon hadisesi gibi

¹⁰ Kaminsky ve Reinhart (1996,1998), s. 4 ve s. 475.

¹¹ Goldstein et al. (2000).

sözkonusu yılla ilgili yıllık bazda nominal döviz kuru artış oranı aynı zamanda bir önceki yılda yıllık bazda gerçekleşmiş nominal döviz kuru artış oranından en azından %10 daha büyük olmalıdır. Frankel (2005)'te para krizine getirilen amprik tanım da temelde Frankel ve Rose (1996a,b)'dekiyle aynıdır. Fankel (2005)'te para krizinin amprik tanımında 3 şart aranmaktadır: (i) Hem nominal döviz kurunda yıllık bazda en az %25 oranında bir artış olmalı, (ii) hem sözkonusu nominal döviz kuru artış oranı bir önceki yılda yıllık bazdaki nominal döviz kuru artış oranından en az %10 yüksek olmalı ve hem de üçüncü unsur olarak (iii) geçmiş en son para krizi vak'asından sonra en az 3 yıl geçmiş olmalıdır.¹³

Para krizinin amprik tanımlanmasında indeks metodu ilk olarak 1995'lerde kullanılmaya başlanmıştır. Bu hususta öncülüğü Eichengreen, Rose, ve Wyplosz (1994,1995) yapmıştır. İndeks metodu esasen Kaminsky ve Reinhart (1996,1999) tarafından geliştirilmiştir. Eichengreen, Rose, ve Wyplosz (1994,1995)'te para krizini amprik olarak tanımlamak üzere bir "döviz piyasası türbülans/baskı (spekülatif baskı) endeksi" inşa edilmiştir. Döviz piyasası türbülans endeksi 3 unsuru içermekte^(*) olup bu unsurlar; (i) döviz kurunda değişme (artış) oranı, (ii) merkez bankasının uluslararası rezervlerinde değişme (azalma) oranı, (iii) ulusal para cinsinden ödünç faiz oranlarında değişme (artış) şeklinde sıralanabilir. Buna göre endeks bu 3 unsurdaki değişmelerin ağırlıklı ortalamasıdır.

Kaminsky ve Reinhart (1996,1999)'da para krizini amprik olarak tanımlamak için "döviz piyasası baskı endeksi" veya "spekülatif baskı endeksi" denilen bir endeks inşa edilmiştir. Döviz piyasası (spekülatif baskı) endeksi 2 unsurdaki değişmeyi ölçmekte olup indeks değeri bu unsurlardaki değişmelerin ağırlıklı ortalamasını temsil etmektedir. Sözkonusu 2 unsur; (i) döviz kurunda değişme (artış) oranı, (ii) Merkez bankası uluslararası rezervlerinde değişme (azalma) oranı şeklinde sıralanabilir.¹⁴

¹² Frankel ve Rose (1996a,b), s. 2,11.

¹³ Frankel (2005), s. 3-4.

Buna göre örneğin nominal döviz kurunda yıllık bazda 2001'de %40 oranında artış gerçekleşmiş olsun. 2001 yılı için olmak üzere; 2000 yılında nominal döviz kuru artış oranı %30 veya daha düşük ise para krizi vardır, fakat 2000 yılı nominal döviz kuru artış oranı örneğin %36 ise 2001 yılı için para krizi yoktur (ikinci şart gereğince).

Para krizinin tanımında ayrıca 2. şartın da aranması, kronik olarak ve mütemadiyen yüksek enflasyon tecrübe eden ülkelerde tabii, öngörülebilir ve sürekli meydana gelen yüksek oranlı nominal döviz kuru artışlarını "para krizi" dışında tutabilmek içindir. [Frankel ve Rose (1996a), s. 3 ve Frankel (2005), s. 3-4), Cohen ve Villemot (2007), s. 12]. Mütemadiyen ve kronik olarak yüksek enflasyona paralel şekilde yüksek olması tabii, öngörülebilir, hatta PPP teorisince kaçınılmaz bir durumdur. Örneğin enflasyon oranı %40 ise nominal döviz kurunun da %40 civarında artış kaydetmesi tabii, öngörülebilir, beklenen bir durumdur. Halbu ki kriz beklenmedik, öngörülemez bir durumdur.

^(*) 3 unsurdaki değişmeleri ölçmekte

¹⁴ Kaminsky ve Reinhart (1999), s. 476. Bu çalışmada inşa edilen spekülatif baskı endeksi şöyledir (s. 498):

$$I = (\Delta e/e) - [(\sigma_e/\sigma_R) \cdot (\Delta R/R)]$$

Formülde e döviz kurunu, R merkez bankasının döviz (uluslararası) rezervlerini ve σ standart sapmayı, σ_e döviz kurundaki standart sapma oranını ve σ_R merkez bankası rezerv değişimi standart sapma oranını ifade etmektedir.

Glick ve Hutchison (1999, 2002)de para krizinin amprik tanımı için inşa edilen döviz piyasası baskı endeksi biraz farklıdır. Bu çalışmalarda yer alan spekülâtif baskı endeksi şu unsurlardaki değişimleri temsil etmekte ve ölçmektedir:¹⁵ (i) Reel döviz krundaki değişme (aylık bazda; düşme), (ii) Merkez bankası uluslararası rezervlerindeki değişme (azalma) oranı (% olarak ve aylık bazda).¹⁶ Hagen ve Ho (2003a,2004)'te para krizlerinin amprik tanımında kullanılmak üzere inşa edilen spekülâtif baskı endeksi 3 unsuru içermektedir. Bu unsurlar (i) Reel döviz kurunda değişme (düşme) oranı, (ii) Merkez bankası uluslararası rezervlerinde değişme (azalma) oranı, (iii) kısa vadeli nominal faiz oranında değişme (artış) şeklinde sıralanabilir. Endeks sözkonusu 3 unsurdaki değişimleri ölçmektedir. Endeks değeri bu unsurlardaki değişmelerin ağırlıklı ortalamasını temsil etmektedir. (*)

Para krizi, zorunlu olabileceği gibi “kendiliğinden vuku bulucu” karakterde bir fenomen de olabilir. Para krizinin vuku bulup bulmayacağını belirleyici olmak hususunda makroekonomik temellerin sağlamlığı ilgili 3 durum vardır: Makroekonomik temellerin çok sağlam olduğu durum, çok zayıf olduğu durum ve makroekonomik temellerin sağlamlığının orta düzeyde(**) olduğu durum. İlk ikisi birbirine zıt ve uç durumlar, üçüncüsü ise ara durumdur [beyaz, siyah ve gri alan].(***) İlk uç durumda para krizi asla vuku bulmaz, ikinci uç durumda mutlaka vuku bulur ve kaçınılmazdır. Bu iki uç durumda para krizinin vuku bulup bulmayacağı hususunda beklentiler temel bir rol oynamaz yani beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğu âkıbet itibarıyla belirleyici değildir. Bu yüzden siyah durumda kriz fenomeni vuku bulması zorunlu, kaçınılmaz bir olaydır. Üçüncü (ara) durumda (gri alan) ise para krizinin vuku bulup bulmayacağı “beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğuna” bağlıdır. Gri durumda beklentiler temel, belirleyici bir rol oynar. Krizin meydana gelip gelmeyeceğini yalnızca beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğu belirler. Gri alanda beklentiler kötümser ise sırf bu sebepten kriz meydana gelir fakat iyimser ise sırf bu sayede kriz meydana gelmez ve önlenmiş olur. Gri alanda kriz fenomeni vukû bulması zorunlu, kaçınılmaz bir olay değildir. “Kendiliğinden vuku bulan” krizlerin vuku bulması, yalnızca gri durumda iken mümkündür.

Para krizinin başlıca 3 ana sonucu vardır: Döviz kurunda büyük bir artış, yurtiçi faiz oranlarında çok büyük bir artış, ekonomide büyük bir durgunluk ve ekonomik faaliyetlerde önemli bir daralma (ekonomik büyümede önemli bir düşme). Para krizi hem finansal hem de

¹⁵ Glick ve Hutchison (1999,2002).

¹⁶ Glick ve Hutchison (1999), s. 7.

(*) Bu çalışmalarda inşa edilen spekülâtif / döviz kuru baskı endeksi şöyledir:

$$ISP = [(\Delta q/q) \cdot (1/\sigma_q)] - [(\Delta FR/FR) \cdot (1/\sigma_{FR})] + \Delta i \cdot (1/\sigma_i)$$

Burada q reel döviz kurunu, FR merkez bankası yabancı (uluslararası) rezervlerini, i kısa vadeli nominal faiz oranını, σ standart sapmayı temsil etmektedir. [Hagen ve Ho (2003a,2004), s. 9 ve s. 4-5].

(**) ne çok iyi ne de çok kötü olduğu

(***) bir teşbihe göre Cennet, Cehennem ve Araf durumu.

reel sektörde önemli bir daralmaya, finansal ve reel sektör firma başarısızlıkları dalgasına götürebilir. Bu ana sonuçlar çerçevesinde para krizi; ülkeden uluslararası finansal sermaye çıkışını tetikleyebilir^(*) ve bir SS krizine dönüşebilir. Para krizi hem finansal hem de reel aktif piyasası çöküşlerine yol açabilir. Para krizi, münferit kalabileceği gibi bir diğer kriz türüne (bankacılık krizine veya dış borç krizine) götürebilir yani “ikiz kriz”e de dönüşebilir.

Literatüre göre pür para krizlerinin çıktı kaybı GDP ye oranla, yıllık %1-2 arasında değişmekte olup ortalama %0,5-1,5 arasındadır. Para krizlerinin ömrü 1-2 yıl arasında değişmekte olup ortalama olarak 1,3 yıldır. İkiz krizlerde pür krizlerdekine göre para krizi fenomeninin ömrü daha uzun ve ortalama olarak 1,3 yıldan fazladır. Para krizlerinde kümülatif çıktı kaybı ortalama olarak ve GDP ye oranla %2-8 arasında değişmektedir.^(**) Para krizlerinin reel maliyeti (çıktı kaybı) hem yıllık hem de kümülatif bazda endüstriyel ülkelere nazaran gelişmekte olan ülkelerde^(***) daha ağırdır.¹⁷

B. BANKACILIK KRİZLERİ

Bankacılık krizi kısaca ülkenin bankacılık sisteminin, yükümlülüklerini yerine getirmek itibarıyla başarısızlığa düşerek çökmesidir. Klasik bankacılık krizinin tipik karakteristiği bankacılık panikleridir. Bununla beraber bankacılık krizinden söz edilebilmesi için bankacılık paniklerinin varlığı zorunlu değildir.

Bankacılık krizinde bankacılık sistemi tümünden çöker. Yaygın banka başarısızlıkları görülür. Bir krizden söz edilebilmesi için banka başarısızlıklarının münferit kalmayıp tüm bankacılık sektöründe veya hiç değilse onun büyük bir kısmında meydana gelmesi, bir diğer ifadeyle banka başarısızlıkları dalgasının tüm bankacılık sistemine duyulan genel güveni yok edebilecek kadar kuvvetli olması gerekir. Bu çerçevede, münferit banka tahaccümleri de bir bankacılık krizi değildir.

Bankacılık sisteminin çöküşünün başlıca iki tipi vardır: Bunlardan ilki krizin bankacılık panikleri şeklinde tezahür etmesidir.¹⁸ Kriz, bankacılık panikleri suretinde ancak etkin bir mevduat garantisi sistemi yok iken meydana gelebilir. Eğer etkin bir mevduat garantisi-sigortası sistemi varsa bu, ekonomide bankacılık panikleri meydana gelmesini önler. Bankacılık panikleri suretinde bankacılık krizi fenomeni “ödeyememe acizliği” (solvency

(*) ya da uluslar arası sermaye çıkışı eşliğinde meydana gelebilir

(**) Para krizlerinin reel çıktı kaybı GDP ye oranla kimi çalışmalara göre aşağıdaki gibidir (% olarak):

Bordo et. al (2001)'de 1973-97 dönemi ele alınmakta ve para krizlerinin çıktı kaybı GDP ye oranla kümülatif ve ortalama olarak %4,4 bulunmuştur. Barro (2001)'de 5 yıllık bir kriz dönemi için münferit para krizlerinin çıktı kaybı GDP ye oranla yıllık %1,3 ve kümülatif olarak %6,5 tur. Glick ve Neuberger (2002)'de 1975-97 örneklem dönemi, EM ülke grubu inceleniyor ve kriz dönemi 2-4 yıl, para krizinin reel çıktı kaybı GDP ye oranla yıllık %0,5-2; ve kümülatif %2-8 bulunmuştur.

(***) özellikle EM ülkeleri grubunda

¹⁷ Kaminsky ve Reinhart (1999).

¹⁸ Bordo, Mizrael, ve Schwartz (1995).

default) değil, genellikle “likidite acizliği” mahiyetindedir ve çoğunlukla “kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) karakterdedir.

Bankacılık sisteminin çöküşü ve yaygın banka başarısızlıkları ikinci olarak “bankaların çok büyük miktarda faaliyet zararları etmeleri, öz sermayelerinin tamamen ya da çok büyük bir kısmı itibarıyla tükenmesi ve sonuçta da zarar eden pek çok bankanın hükümetin finansal müdahalesine maruz kalması veya kamuya^(*) geçmesi”dir. Bu tipte bankacılık panikleri görülmez. Fakat çöken bankalar, yine açık kalmakla ve faaliyetlerine devam etmekle beraber, kamu müdahalesine uğrar ve tüm finansal sektörü ya da yalnızca bankacılık sektörünü “murakabe, düzenleme ve müdahale” ile görevli bir merciiye geçer. Kamu müdahalesi çöken bankaya finansal fon aktarılması şeklinde olabileceği gibi, banka yönetimine el konulması, sermaye aktarımı ve sermayesinin yeniden yapılandırılması, bankanın yeniden yapılandırılması, sözkonusu bankanın başka bankalarla evlendirilmesi veya yabancı bankalara satılması ya da son olarak kapatılması suretinde olabilir. Burada çöken bankanın tüm yükümlülüklerini hazine adına sözkonusu “murakabe, düzenleme ve müdahale mercii” üstlenir, dolayısıyla çöken bankanın mevduatları hazine borcuna dönüşerek bütçe dengesi üzerinde büyük bir yüke dönüşür. Bankacılık krizi ülkede, “etkin bir mevduat garantisi” sistemi altında, yine vuku bulabilir ancak şu farkla ki bankacılık panikleri suretinde değil pek çok bankanın çok büyük zarar ederek “Fon” a intikal etmesi şeklinde.

Literatürde yer alan kimi çalışmalara göre ülkede pek çok bankanın, çok büyük görev zararı ettikleri için ayakta kalamayarak uluslararası bankalara satılması, uluslararası bankalarla yaygın banka evlilikleri de yurtiçi bankacılık sisteminin çöküşünün farklı bir tezahürü olarak görülmektedir. Bu çerçevede ülkenin yurtiçi bankacılık sektöründe yabancı sermaye payının, belli bir standart oran olmamakla beraber, hızla artarak şekilde büyük bir düzeye yükselmesi de yurtiçi bankacılık sisteminin çökmesi olarak görülmektedir. Bununla beraber bu durumu; reel sektörde olumsuz etkiler meydana gelmediği ve sonuçta ekonomide şiddetli bir daralmaya götürmediği takdirde bir “kriz” olarak nitelenebilir. Çünkü, gerek bankacılık krizlerinin ve gerekse diğer finansal kriz türlerinin, bir finansal istikrarsızlık hadisesinin “kriz” olarak nitelendirilmeleri hususunda, vazgeçilmez unsurlarından birisi “olumsuz etkilerinin finansal sektörde kalmayıp reel sektöre de geçmesi ve sonuçta makroekonomide şiddetli bir daralmaya götürmesidir.

Bankacılık krizlerinin amprik olarak tanımlanmasında da para krizlerinin amprik tanımlanmasında olduğu gibi ilki “olay” ve ikincisi “endeks” metodu olmak üzere yine iki ana metod vardır. Ancak bu kriz türünün amprik tanımlanmasında çoğunlukla “olay” metodu kullanılmaktadır. Olay metodunda belli bir olay veya olaylar listesinin varlığı halinde krizin

(*) TMSF gibi bir kamu kurumuna

başladığı sonucuna varılır. Endeks metodunda ise belli değişkenlerdeki değişmelerin ağırlıklı ortalamasını ifade eden bir endeks geliştirilmektedir. Bankacılık krizlerinin amprik olarak endeks metoduna göre tanımlanması hususunda öncü çalışmalar olarak Hagen ve Ho (2003a,b) kaydedilebilir.¹⁹

Bankacılık krizleri amprik açıdan ilk olarak çoğunlukla “pasif yanlı” olarak tanımlanmıştır. Buna göre bankacılık krizi bankalardan ve tüm bankacılık sisteminden mevduatların kaçması ve bankacılık panikleridir.²⁰ Bankacılık krizleri literatürde amprik açıdan ikinci olarak kimi zaman “aktif (arz) yanlı” olarak yapılmaktadır. Buna göre bankacılık krizi bankaların ve tüm bankacılık sisteminin “aktif kalitesinin düşmesi”, geri dönmeyen kredilerde (NPL de) artış, blançoda aktif değerinde^(*) büyük bir düşme şeklinde tanımlanabilir. Bankacılık krizinin amprik olarak aktif yanlı tanımında kısaca “bankaların ve tüm bankacılık sisteminin aktif değerinde ve kalitesinde düşme [kredi kalitesinde düşme-risliliğinde artma], geri dönmeyen kredilerde artış” kıstas alınmaktadır. Amprik açıdan bankacılık krizleri üçüncü olarak hem pasif ve hem de aynı zamanda aktif yanlı olarak tanımlanmaktadır. Bu tip tanımda hem bankaların aktif kalitelerinin ve değerinin düşmesi (kredi riskliliğinde artış, geri dönmeyen kredilerde artış, aktif piyasalarında fiyat çöküşü kaynaklı olarak aktif değerinde azalma) hem de mevduatlarında (döviz kuru artışı sebebiyle döviz cinsinden borçlarının reel ve ulusal para cinsinden yükünün artmasından dolayı) artış kriteriyum alınmaktadır.

Kaminsky ve Reinhart (1996,1999)’da bankacılık krizi olay metoduna göre şöyle tanımlanmaktadır: Bankacılık krizi; (i) eğer banka tehaccümleri var ise bu tehaccümlerin kapanma, birleşme, kamu müdahalesine^(**) götürdüğü, (ii) eğer banka tehaccümleri yok ise kapanma, birleşme, el koyma, hükümetin geniş ölçekli finansal yardımının meydana geldiği bir durumdur.²¹

Bankacılık krizlerinin başlamasını teşhis etmek üzere literatürde kullanılan olaylar şu şekilde sıralanabilir: Banka panikleri, yaygın banka başarısızlıkları, kapanmalar, birleşmeler, bankacılık faaliyetlerinin tümünden veya kısmen geçici olarak kısa bir süreliğine veya uzun süreli olarak durdurulması, mevduat ödemelerinin askıya alınması, tatil ilanı, yaygın şekilde banka satılmaları (özellikle yabancı finansal firmalara), büyük faaliyet zararları ve bunun öz sermayeden mahsubu sebebiyle banka öz sermayelerinde şiddetli erime [birçok bankanın öz

¹⁹ Hagen ve Ho (2003a,b).

²⁰ Calomiris ve Gorton (1991). Mevduatlar banka blançolarında pasif tarafında yer alır. Bankalardan ve tüm bankacılık sisteminden mevduatların çıkması, sonuçta bankaların ve tüm bankacılık sisteminin toplam mevduatlarında düşme; banka blançolarında “pasif”lerde azalma anlamına gelir. Pasif yanlı tanımlar kısaca “mevduatların sistemden çıkmasını ve toplam mevduatlarda düşmeyi” kıstas alır.

^(*) örneğin aktif piyasalarında büyük bir fiyat düşmesi gibi bir sebeple

^(**) bir veya daha fazla kamu kurumunun el koyması, fon aktarması, ... vb. ne

²¹ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999), s. 6 ve s. 476.

sermayelerinin tümünü veya çoğu kısmını tüketmesi], yaygın hükûmet müdahalesi^(*), mevduat kaçışını önlemek amacıyla hükûmet tarafından genelleştirilmiş mevduat garantisi kanununun çıkarılıp uygulanması gibi.

Caprio ve Kliengebiel (1996)'da sistemik bankacılık krizi faaliyet zararları sebebiyle ve bu faaliyet zararlarının öz sermayeden mahsup edilmesi sonucunda bankaların öz sermayelerinin tümünü veya çoğu kısmını kaybetmeleri olarak ifade edilmiştir. Bankacılık krizine olay metodu kullanılarak getirilen amprik tanımlar arasında Demirgüç-Kunt ve Detragiach (1997) tarafından yapılan tanım literatürde son derece önemlidir. Demirgüç-Kunt ve Detragiach (1997)'ye göre bankacılık krizi amprik olarak şu şartlardan en az birisinin meydana geldiği durumdur. Sözkonusu şartlar^(**) şunlardır:²²

(i) Geri dönmeyen kredilerin bankacılık sistemindeki toplam aktiflere oranı %10'u aşmış ise,

(ii) Banka kurtarma operasyonu maliyeti en az GDP nin %2'sine ulaşmışsa,

(iii) Bankacılık sektöründe, geniş ölçekli kamulaştırma furyasına yol açabilecek kadar büyük problemler varsa ve böyle kamulaştırmalara götürüyorsa,

(iv) Yoğun banka tehaccümleri varsa,

(v) Banka mevduat ödemeleri dondurulmuşsa,

(vi) Bankacılık sektöründe tatil ilân edilmişse,

(vii) Mevduat kaçışına cevap olarak hükûmet mevduat garantisini genelleştirmiş ise.

Bankacılık krizi Demirgüç-Kunt, Detragiach, ve Gupta (2000)'de bankacılık sisteminin önemli bir kısmının illikit veya "ödeyebilme gücünden mahrum" (insolvent) duruma düşmesi süreci olarak tanımlanıyor. Bu çalışmada bankacılık krizi fenomenini amprik olarak tanımlamak için şu unsurlar aranıyor: (i) Geniş ölçekli banka başarısızlıkları, (ii) Hükûmet tarafından müdahale edilmesi (mevduatların dondurulması, kamulaştırma, mevduat garantisi getirilmesi, banka sermaye yapısının yeniden yapılandırılması, ...vb. şeklinde), (iii) Önemli bir banka paniğinin^(***) varlığı, (iv) Büyük miktarda geri dönmeyen kredilerin varlığı, (v) "bail out" maliyetinin büyük bir miktara ulaşması.²³

Bankacılık krizi amprik olarak Hagen ve Ho (2003a,b,2004)'te endeks metodu kullanılarak tanımlanmaya çalışılıyor ve bu maksatla bir endeks inşa ediliyor.²⁴ Bu endekse "para piyasası baskı endeksi" adı veriliyor. Bankacılık krizinin amprik olarak teşhisinde kullanılmak üzere inşa edilen "para piyasası baskı endeksi" 2 unsurdan meydana geliyor: İlki

(*) el koyma, finansal fon aktarımı, sermaye artırımı ve banka sermayesinin yeniden yapılandırılması, kamulaştırma, ...vb. surette

(**) kriteriyum olaylar

²² Demirgüç-Kunt ve Detragiach (1997), s. 12-3.

(***) kuvvetli bir banka tehaccümü dalgasının

²³ Demirgüç-Kunt, Detragiach, ve Gupta (2000), s. 4.

merkez bankasından bankacılık sistemine verilen ödünçler (dolayısıyla da merkez bankası fonlarındaki azalma) ve ikincisi kısa vadeli faiz oranlarındaki artış. Para piyasası baskı endeksi ilk unsurla ilgili olarak “merkez bankasından bankalara verilen ödünçlerin bankacılık sisteminin toplam mevduatlarına oranı”ndaki artışı, ikinci unsurla ilgili olarak “kısa vadeli faiz oranları”ndaki artışı ölçüyor. Endeks değeri (i) merkez bankasından bankalara verilen ödünçlerin bankacılık sektörünün toplam mevduatlarına oranındaki değişimin (artışın), (ii) para piyasası kuru (kısa vadeli faiz oranı)ndaki değişimin (artışın) ağırlıklı ortalamasını temsil etmektedir.²⁵

Bankacılık krizi bir para krizine de götürebilir. Çünkü literatüre göre bankacılık krizinden para krizine doğru işleyen kuvvetli bir illiyet zinciri vardır. Bir diğer ifadeyle bankacılık sektörü problemlerinin artması ve bankaların mali yapılarının zayıflaması muhtelif mekanizmalar üzerinden ödemeler blançosu problemlerini artırır.

Bankacılık krizinin ekonomi üzerinde etkisi, para krizinkine göre daha şiddetli olmaktadır. Yine para krizlerine göre bankacılık krizlerinin ortalama ömrünün daha uzun olduğu müşahede edilmektedir. Endüstrileşmiş ülkelerde tecrübe edilenlere göre gelişmekte olan ülkeler (özellikle EM ülkeleri) grubunda tecrübe edilen bankacılık krizlerinin hem ekonomi üzerinde reel maliyeti (GDP ye oranla çıktı kaybı) daha büyük ve hem de ömrü daha uzun olmaktadır.

Literatüre göre bankacılık krizlerinin ömrü 3-5 yıl arasında değişmekte olup ortalama 3,2-3,3 yıldır. Münferit bankacılık krizlerinin yıllık çıktı kaybı ortalama olarak ve GDP ye oranla %1,2-4 arasındadır. Bu kriz türünün kümülatif çıktı kaybı ise ortalama olarak ve GDP ye oranla %4-13 arasında değişmektedir.^(*)

²⁴ Hagen ve Ho (2003a,b,2004).

²⁵ Hagen ve Ho (2003b), s. 4-5. Para piyasası baskı endeksi Hagen ve Ho (2003b,a)’da şöyle inşa edilmiştir:

$$IMP = [\Delta \gamma / \sigma(\Delta \gamma)] + [\Delta r / \sigma(\Delta r)]$$

Burada γ merkez bankası fonlarını, r para piyasası kurunu (kısa vadeli faiz oranını) [Hagen ve Ho (2003b), s. 4] temsil etmektedir. Para piyasası baskı endeksi Hagen ve Ho (2004)’te biraz farklı yer almaktadır (s. 4-6):

$$IMP = [\Delta \gamma / \sigma] + [\Delta r / \sigma]$$

Bu çalışmada r için reel terimlerle para piyasası kurunu temsil ettiği ifade edilmektedir. Bununla beraber bu çalışmada da r nin “kısa vadeli (reel) faiz oranı” anlamında kullanıldığı anlaşılmaktadır.

^(*) McDill (2001)’e göre bankacılık krizlerinde kriz ömrü 3,3 yıl, çıktı kaybı GDP ye oranla yıllık %1,2-1,8 ve kümülatif olarak %4-6 arasında bulunmuştur. Barro (2001)’de bankacılık krizlerinde kriz dönemi 5 yıl, çıktı kaybı GDP ye oranla yıllık %0,6 ve kümülatif %3’tür. Bordo et. al (2001)’de 1973-97 dönemi için münferit bankacılık krizlerinin çıktı kaybı GDP ye oranla ortalama ve kümülatif %8,7 bulunmuştur. Glick ve Neuberger (2002)’de münferit bankacılık krizlerinde kriz dönemi 3-4 yıl, çıktı kaybı GDP ye oranla ortalama olarak yıllık %3-3,5 bulunmuştur. Buna göre kriz dönemi 3,3 yıl alındığında çıktı kaybı GDP ye oranla ortalama olarak kümülatif %9,9-11,6; kriz dönemi 3-4 yıl alındığında ise kümülatif çıktı kaybı GDP ye oranla ortalama olarak %9,9-14 arasında bulunur. (s. 11-14) Hutchison ve Neuberger (2002)’de 1975-97 dönemi ve EM ülke grubu (24 EM ülkesi) inceleniyor. Bu çalışmada bankacılık krizlerinde kriz ömrü 2-4 yıl olarak hesaplanıyor. Reel çıktı kaybı GDP ye oranla ortalama olarak kümülatif %8-13 bulunmuştur.

C. SİSTEMİK FİNANSAL KRİZLER

Sistemik finansal kriz finansal sistemin tümünden veya büyük bir kısmının^(*) çökmesidir.²⁶ Bu o derecede şiddetli bir çöküştür ki sonuçta finansal sistemin “etkinliğini” kaybetmesine, tüm finansal sisteme yönelik genel güvenin büyük ölçüde kaybolmasına veya genel güvensizliğe dönüşmesine, zemini o denli büyük bir tahribata maruz kaldığı içindir ki genel ödemeler mekanizmasının altüst olup çok büyük bir güven kaybına uğramasına götürür.

Sistemik finansal krizde finansal firma başarısızlıkları münferit veya birkaç finansal firma ile ya da finansal sistemin küçük bir kısmıyla sınırlı kalmaz. Finansal firma başarısızlıkları tüm finansal sistemde veya onun çok büyük bir kısmında yaygın şekilde görülür. Finansal firma başarısızlıkları ve finansal piyasaların çöküşü; zincirleme şekilde ve domino taşı etkisi meydana getirerek gerek diğer finansal piyasalara gerekse sağlam finansal firmalara da bulaşıcı ve sağlam firmaları da başarısızlığa veya diğer finansal piyasaları da çöküşe sürükleyici karakterdedir. Bu çerçevede pür anlamında sistemik finansal kriz ne yalnızca bankacılık sektörü çöküşünden, ne finansal aktif piyasası çöküşünden veya ne de hisse senedi piyasası çöküşünden ibaret olmayıp bunların her birisini ya da en azından ikisini içerir.

Sistemik finansal krizde domino taşı etkisi ve finansal problemlerin bulaşıcılığı öne çıkmaktadır.²⁷ Hem finansal firmalar arasında hem de finansal piyasalar arasında domino taşı etkisi gerek olumlu gerekse olumsuz yönde kuvvetlidir. Finansal problemler bulaşıcı karakterdedir. Dolayısıyla firma başarısızlıkları domino taşı etkisi meydana getirerek diğer finansal firmalara da geçer ve onları da başarısızlığa sürükler. Benzer şekilde bir finansal piyasadaki çöküş diğer finansal piyasalarda da problemler meydana getirerek çöküşe yol açar. Bu çerçevede bir finansal kriz türü diğer finansal piyasalarda da problemlere ve sonuçta bir diğer finansal kriz türüne götürür. Bunların temelinde finansal sistemde “sistemik riskin varlığı” yatar. Finansal sistemde “sistemik riskin varlığı” finansal sistemin bir başlangıç şoku (münferit bir başarısızlığı); etkilerini büyüterek tüm finansal sisteme yaymasına ve bir krize dönüştürmesine götürmektedir.

Literatürde sistemik finansal krizin tanımlanmasında “sistemik risk” ve “sistemik olay” kavramları teorik zemini oluşturmaktadır. Bu çerçevede “sistemik olay-idiosyncratik olay” ayrımı ve “sistemik risk-idiosyncratik risk” ayrımı merkezî bir öneme sahiptir. Bir bakıma sistemik finansal kriz; finansal sektörde “sistemik olay”ın vuku bulmasıdır ve bu ancak –yine finansal sistemde- “sistemik risk” varken sözkonusu olabilir. Sistemik riskin

(*) finansal piyasalardan birinin veya birkaçının

²⁶ Marshal (1998).

²⁷ Marshal (1998).

varlığı ülke finansal sisteminin maruz kaldığı başlangıç bir münferit başarısızlığı; (*) “sistemik olay” a yani bir “sistemik finansal kriz” e dönüştürür.

İdiosyncratic olay; tek bir finansal kuruluşu veya çok az sayıda finansal firmayı olumsuz etkileyen ya da başarısızlığa dönüştüren, olumsuz etkisi sağlam firmalara geçmeyip sağlam olmayan ya da az sayıdaki firmalara münhasır kalan olaydır. Sistemik olay; münferit bir veya birkaç firma ile sınırlı kalmayan, yalnızca sağlam olmayanlara münhasır olmayıp sağlam firmalara da geçen dolayısıyla tüm finansal sektöre veya onun büyük bir kısmına yayılan “finansal firma başarısızlıkları”dır. İdiosyncratic olay münferit, birkaç firma ile sınırlı ve özellikle sağlam olmayan firmalara münhasır kalan firma başarısızlıklarıdır. Sistemik olay meydana geldiğinde finansal sistem genel olarak “iyi” işleyişini kaybeder, ancak idiosyncratic olay meydana geldiğinde ise kaybetmez. Sistemik olayda finansal firma başarısızlıkları ve finansal piyasa çöküşleri arasında “domino taşı etkisi” kuvvetli, fakat idiosyncratic olayda ise çok zayıftır. Sistemik olayda öncü firma başarısızlıkları tüm finansal sistem genişliğinde yayılır ve sağlam firmalara da geçer, idiosyncratic olayda ise yayılmaz ve sağlam firmalara geçmez. İdiosyncratic olayda finansal piyasalarda “çöküş” yani aktif fiyatlarında “genel ve sert bir düşüş” müşahade edilmez, sadece kısmi(**) çok sert fiyat düşmeleri meydana gelir.

Sistemik olayı daha somut olarak şöyle tanımlayabiliriz: Büyük bir finansal kuruluş hakkında “kötü haberler” in hatta onun başarısızlığa düşeceği şayiasının yahut onun başarısızlığa düşmesinin yahut da bir finansal piyasanın çöküşünün zincirleme şekilde diğer bir veya çok sayıda finansal kuruluşu son derece olumsuz etkileyerek onların da başarısızlığına ya da diğer finansal piyasalarda çöküşe yol açtığı durumdur.

Sistemik olayın ana karakterleri olarak şunlar sıralanabilir: (i) Başlangıç ve muharrik bir şok vardır. Bu şok sistematik olabileceği gibi idiosyncratic de olabilir. (ii) Az sayıda firmayı değil, çok sayıda firmayı ve tüm sistemi olumsuz etkiler yani tüm finansal sistem ölçeğinde veya büyük bir kısmında etkili olur. Çok sayıda firma başarısızlıklarına veya piyasa çöküşüne yol açar. (iii) “Bulaşıcı” tabiata sahiptir. Başlangıç şoka maruz kalan firma ya da firmaların başarısızlıkları zincirleme şekilde ve kuvvetli domino taşı etkisi kanalıyla diğer firmaları da etkiler ve sağlam firmalara da geçerek onları da başarısızlığa sürükler. Sistemik olay finansal piyasalar arasında da bulaşıcıdır yani bir piyasadaki sistemik olay diğer bir piyasaya da geçerek çöküş meydana getirir. Benzer şekilde firma başarısızlıkları ile finansal piyasa çöküşleri arasında da hem ilkinden ikincisine doğru hem de ters yönde kuvvetli bir bulaşıcılık karakteri vardır. Bu çerçevede büyük bir firmadaki başarısızlık bir diğerinde de başarısızlığa ve sonunda zincirleme şekilde, kuvvetli domino taşı etkisi üreterek yaygın

(*) başlangıç şoku

(**) bazı kâğıtlara has

finansal firma başarısızlıklarına veya piyasa çöküşüne götürür. (iv) Sistemik olay finansal sisteme yönelik genel güvenin zayıflamasını ya da genel güvensizlik doğmasını imâ eder. (v) Sistemik olay meydana geldiğinde finansal sistem “etkinlik”ini önemli ölçüde kaybeder. Bu çerçevede genel ödemeler mekanizması altüst olur ve kesintiye uğrar. Sistemik olay meydana geldiğinde “etkinlik”in kaybolması hem finansal sistemin reel sektörden gelen sağlam yatırım projelerine de finansman aktarmayı kesmesi hem de sağlam finansal firmalardan da ödünç fonların kaçması suretinde tezahür eder. (vi) Sistemik olay çok şiddetli ve geniş ölçekli olduğu için sonuçta sadece finansal firmaları değil, aynı zamanda reel sektör firmalarını da son derece etkiler. Sistemik olay finansı firmalarda da iflaslara ve hem reel sektörde hem de makro ekonomide önemli bir daralmaya götürür.

Sistemik olayın sonuçları olarak şunlar kaydedilebilir: (i) Zincirleme halde yaygın finansal firma başarısızlıkları, iflâs dalgaları, (ii) Finansal sisteme duyulan genel güvenin kaybolması ve yerini genel güvensizliğe bırakması, (iii) Finansal piyasalardan birisinde veya hepsinde çöküş, (iv) Finansal sistemin genel olarak etkin işleyişini kaybetmesi ve genel ödemeler mekanizmasının kesintiye uğraması. Sistemik olaya ve finansal krize sistematik şok götürebileceği gibi bir idiosyncratik şok da götürebilir. Bununla beraber sistematik şokun sistemik olaya götürmesi ve sonuçta bir sistemik finansal krize dönüşmesi ihtimali idiosyncratik şokunkine göre daha kuvvetlidir.

Sistemik olayın ve finansal krizin meydana gelmesi bakımından bir başlangıç şokun varlığı gereklidir. Sistemik olayda zincirleme surette ve kuvvetli domino taşı etkisi meydana getirerek diğer bir finansal firmayı veya çok sayıda finansal kuruluşu son derece olumsuz etkileyerek onların başarısızlığına ya da diğer finansal piyasalarda da çöküşe götüren başlangıç tetikleyici olaylar şu şekilde sıralanabilir: (i) Büyük bir finansal kuruluş hakkında “kötü haberler” ve hatta onun başarısızlığa düşeceği şeklinde şâyiaların ortaya çıkması, (ii) Büyük bir finansal kuruluşun başarısızlığa düşmesi, (iii) Finansal piyasalardan birisinin çöküşü.

“Şok” başlangıçta âniden meydana gelen muharrik (tetikleyici) olaydır. Bu, münferit halde öncü bir finansal firma başarısızlığı olabileceği gibi çok sayıda firma iflası yani öncü bir finansal firma başarısızlıkları dalgası da olabilir. Aktif fiyatlarında âni, sert bir düşme, kurda âni bir artış, faiz oranlarında sert bir yükselme, vb.nden ya da kötü yönetilmelerinden ileri gelen başlangıç (öncü) bir firma başarısızlığı ya da dalgası bir şok niteliğindedir. Literatürde “şok” konusunda da benzer bir ayrıma yer verilmektedir. “İdiosyncratic şok” başlangıçta yalnızca bir veya çok az sayıda finansal firmayı etkilemekte ve başarısızlığa düşürmekte iken

“sistemik şok” ise daha başlangıçta çok sayıda finansal firmayı etkilemekte ve başarısızlığa götürmektedir.²⁸

Sistemik şok; çok sayıda finansal firmayı şiddetli şekilde etkileyerek başarısızlığa sürükleyen bir başlangıç şoka finansal sistemin maruz kalmasıdır. İdiosyncratik şok ise finansal sistemin tek bir firmayı veya çok az sayıda firmayı etkileyerek başarısızlığa sürükleyen bir başlangıç şoka maruz kalmasıdır. Sistemik şokta başlangıçta meydana gelen muharrik olayın olumsuz etkilerine çok sayıda firma maruz kalır ve başarısızlığa düşer. Sistemik şok daha başlangıçta çok sayıda finansal firmayı vurur. Buna karşılık idiosyncratik şokta başlangıçtaki tetikleyici olayın olumsuz etkilerine tek veya çok az sayıda firma maruz kalır. Bu tür şokta öncü başarısızlıklar kuvvetli bir dalga halinde değil, tek veya çok az sayıda yani münferit firma başarısızlıkları suretinde meydana gelir. Kısaca idiosyncratik şok başlangıçta tek bir firmayı veya az sayıda firmayı vurur.

“Sistemik risk”i “sistemik olay” temelinde ve “idiosyncratik risk”i de “idiosyncratik olay” temelinde tanımlamak mümkündür. Genel bir ifadeyle “sistemik risk” ekonomide bir “sistemik olay”ın ve “idiosyncratik risk” ise bir “idiosyncratik olay”ın tecrübe edilmesi ihtimalidir.

Sistemik risk başlangıç safhada meydana gelecek bir tetikleyici olayın^(*) daha sonra domino taşı etkisi üreterek zincirleme şekilde hızla tüm finansal sisteme yayılması ve “sistemik olay”a dönüşmesi ihtimalidir. İdiosyncratic risk ise başlangıç safhada meydana gelecek bir muharrik olayın, müteakiben yayılmayıp idiosyncratik olay halinde kalması^(**) ihtimalidir. Burada şok sistemik yani daha en başta çok sayıda firmayı şiddetli şekilde etkileyip başarısızlığa sürükleyebilecek karakterde olabileceği gibi idiosyncratik yani henüz en başta tek veya çok az sayıda firmayı olumsuz etkileyip başarısızlığa götürebilecek karakterde de olabilir. Bir sistemik veya idiosyncratik şoku sistemik olaya dönüştürecek veya idiosyncratik olay çerçevesine hapsedecek olan “finansal sistem”dir. Şu halde finansal sistemin bir şoku olumsuz etkilerini büyütürken sistemik olaya dönüştürme ihtimali “sistemik risk”tir. Bir şoku olumsuz etkilerini büyütmemesi ve sistemik olaya değil bir idiosyncratik olaya dönüştürmesi ihtimali ise idiosyncratik risktir. Burada risk kavramı aynı zamanda bir şokun meydana gelmesi ihtimalini de zımnen içermektedir. Sistemik riskin temeli finansal sektörde finansal kırılabilirlik ve asimetrik bilgi problemlerinin varlığında aranmalıdır. Bir bakıma “idiosyncratic olay” Schwartz (1986) da yer alan “pseudo finansal kriz”i ifade etmektedir.

²⁸ Barth ve Handman (2000).

(*) şokun; öncü başarısızlıkların

(**) bir sistemik şoka dönüşmemesi

Sistemik risk başlıca şu alanların herhangi birinde veya tamamında var olabilir: (i) bankacılıkta (mevduat cephesinde ve bankalara yönelik olarak), (ii) kredi piyasalarında (reel sektör firmalarına yönelik olarak), (iii) tahvil piyasalarında (finansal ve reel sektör firmalarına yönelik olarak), (iv) hisse senedi piyasalarında (reel sektör firmalarına yönelik olarak), (v) bankalararası piyasada (bankalara yönelik olarak). Sistemik risk yalnızca “sistemik finansal kriz”in değil aslında “finansal kriz”in temel unsurudur.^(*) Dolayısıyla “sistemik risk” her finansal kriz türünde görülür.

Literatürde “sistemik finansal kriz”le ilgili birbirine yakın 3 tanım vardır. Bu tanımlara göre sistemik finansal krizin anahtar unsurları şunlardır: (i) Sistemik riskin varlığı, (ii) yaygın firma başarısızlıklarının varlığı ve finansal sistemin tümünü ya da önemli bir kısmını sarması, (iii) bulaşıcılık ve domino taşı etkisinin kuvvetliliği, (iv) finansal sistemin etkin işleyişini kaybetmesi ve genel ödemeler sisteminin altüst olması, (v) finansal sistemin tümüne veya önemli bir kısmına genel ödemeler mekanizmasına duyulan güvende çöküş, (vi) reel sektörü de olumsuz şekilde önemli derecede etkilemesi ve tüm ekonomide daralmaya götürmesi.^(**)

İlk tanımda sistemik finansal krizin tanımı “sistemik olay” zemininde yapılmaktadır. Sistemik finansal kriz bir “sistemik olayın tecrübe edilmesi”dir. Buna göre sistemik finansal kriz şöyle ifade edilmektedir:

“Dikkate değer çok sayıda finansal firmayı veya finansal piyasaları ya da tüm finansal sistemi şiddetli şekilde etkileyen, bunun sonucunda finansal sistemin tümünün veya önemli bir parçasının ‘genel işleyişi’ni şiddetli şekilde tahrip eden ve sonuçta finansal sistemin etkinliğinin son derece azaldığı bir durumdur.”^(***)

Sistemik finansal krize dair ikinci tanım IMF tarafından kabul edilen tanımdır. IMF yaklaşımına göre sistemik finansal kriz şöyle tanımlanabilir: ²⁹

(*) [“Sistemik risk” ve “sistemik olay”]. Bu unsur ilk olarak krizin coğrafik açıdan uluslararası (ülkelerarası) olup olmadığını tesbite imkân verir. Söz konusu unsur ikinci olarak finansal krizin türünü tesbit etmeye imkân verir. Sistemik risk; yalnızca bankacılık ölçeğinde ise kriz –sistemik- bankacılık krizi, yalnızca tahvil piyasası ölçeğinde ise kriz bono piyasası krizi, borsa ölçeğinde ise kriz borsa krizi, tüm finansal sistem ölçeğinde ise kriz sistemik finansal kriz olur.

(**) Bununla beraber literatürdeki tanımlara göre sistemik finansal krizlerle ilgili en önemli anahtar unsurları 3 maddeye indirgeyebilmek mümkündür: (i) Sistemik riskin varlığı, (ii) finansal sistemin “etkin işleyişi”ni kaybetmesi, (iii) reel sektörü de son derece etkileyip ekonomide toplam üretim, reel gelir, istihdamda önemli bir daralmaya götürmesi.

(***) Finansal sistemin iyi işlemesi finansal fonların en kaliteli yatırım projelerinden başlanarak daha düşük kaliteli yatırım projelerine doğru bir öncelik sırası çerçevesinde tahsis edilmesini ifade eder. Yatırım projesinin kaliteli olması hem getirisinin yüksek hem de riskliliğinin düşük olması anlamına gelir. Fakat beklenen getirisi yüksek olmakla beraber riskliliği yüksek olan yatırım projeleri kaliteli değildir, beklenen getirisi daha düşük olsa da riskliliği daha az olan yatırım projeleri önceki yatırım projelerinden daha kalitelidir. Dolayısıyla yatırım projesinin kaliteli kabul edilmesinde beklenen getiri değil “risklilik derecesi” öne çıkmaktadır.

²⁹ World Economic Outlook, IMF, (1998 May).

“İşleyişi itibarıyla finansal piyasaların “etkinlik” kabiliyetini tahrip edebilecek kadar şiddetli şekilde finansal sistemin (dar anlamda finansal piyasaların) altüst olması, bunun reel ekonomi üzerinde önemli derecede kötü etkiler meydana getirmesidir.”

IMF nin yaklaşımında sistemik finansal krizin tanımında 3 anahtar unsur aranmaktadır.^(*) (i) Finansal piyasaların (sistemin) bozulması (alt üst olması; kesintiye uğraması), (ii) finansal sistemin işleyişinde “etkinlik”in büyük bir tahribata uğraması (kaybolması; son derece azalması), (iii) bunların sonucu olarak reel ekonominin (reel sektörün) de olumsuz yönde önemli ölçüde etkilenmesi.^(**)

Sistemik finansal krize dair üçüncü tanım Marshall (1998) tarafından yapılmıştır. Marshall (1998)’e göre sistemik finansal kriz genel bir tanımla şöyle ifade edilebilir:³⁰

“Finansal sistemin; kendisinin aktifleri fiyatlandırmak, finansal fonların dağıtılması ve ödemeler gibi hayati fonksiyonlarını “etkin” şekilde yerine getirme kabiliyetini tahrip edecek kadar şiddetli, büyük bir şoka mâruz kalmasıdır.

Marshall (1998)’de yer alan bu tanıma göre sistemik finansal krizde aranacak anahtar unsurlar şunlardır: (i) Finansal sistemin maruz kaldığı bir başlangıç muharrik olayın yani şokun varlığı, (ii) finansal sistemin işleyişinin ve genel ödemeler mekanizmasının alt üst olması, (iii) finansal sistemin [aktif değerleri fiyatlandırma, faiz tesbit etme, finansal kaynakların tahsis edilmesi, ödeme ifası v.] temel fonksiyonlarını “etkin” şekilde yerine getirememesi.

Marshall (1998)’e göre yukarıda getirilen genel tanımdan ziyade sistemik finansal krizin ana karakterlerinin sıralanması onun kavranması bakımından daha faydalıdır. Bu çalışmaya göre sistemik finansal krizin 4 ana karakteri vardır. Bu karakterler şunlardır:³¹

(i) Sistemik finansal kriz kökleri bakımından finansal piyasalarda, daha doğrusu finansman sürecinde doğar ve esasen finansal piyasalar tarafından büyütülür. Şoku krize finansal sistem dönüştürür veya yine finansal sistem dönüştürmez. Finansal krizin vuku bulmasının temelleri finansal sistemde yer almaktadır. (ii) Sistemik finansal kriz bulaşıcı bir tabiata sahiptir. Finansal problemler, başarısızlıklar bakımından gerek finansal firmalar gerekse finansal piyasalar (finansal sektörün muhtelif kısımları) arasında domino taşı etkisi kuvvetlidir. Başarısızlıklar sağlam olmayan firmalara münhasır kalmayıp sağlamlara da geçer. (iii) Sistemik finansal kriz finansal yatırımcıların finansal sisteme duydukları genel güven kaybının ortaya çıkmasını gerektirir. Finansal sisteme duyulan genel güven büyük bir

(*) IMF nin yaklaşımına göre bir sistemik finansal kriz bir para krizinin vuku bulmasını gerektirir. Fakat bir para krizinin meydana gelmesi için yurtiçi genel ödeme mekanizmasının önemli bir hasar görmesi, bir diğer açıdan bir sistemik finansal krizin vuku bulması gerekli değildir.

(**) toplam üretim, reel gelir, istihdamda ve GSYİH büyüme oranında büyük bir düşme ortaya çıkması

³⁰ Marshall (1998), s.

tahribata uğrar.^(*) Ödünç sahiplerinin paniklerinin temelinde onların, finansal sisteme yönelik genel güveni^(**) kaybetmeleri yatar. Tehaccüme maruz kalan bir finansal firma, mali yapısı normalde ne kadar sağlam olursa olsun, ayakta kalmaz. (iv) Sistemik finansal kriz ekonomik çıktı ve ekonomik etkinlikte önemli bir reel maliyet meydana getirir. Bir finansal istikrarsızlığın, sistemik finansal kriz kabul edilebilmesi için sadece finansal sektörü ve finansal firmaları değil, aynı zamanda finans dışı firmaları ve reel sektörü de etkileyerek reel ekonomide büyük bir düşme meydana getirmiş olması gerekir. Reel sektörü etkilemeyen, makro ekonomide (toplam üretim, reel gelir, istihdamda) büyük bir daralma meydana getirmeyen; yalnızca net servetin kişiler, firmalar arasında dağılımını etkileyip servet transferine götüren finansal istikrarsızlıklar “sistemik finansal kriz” değildir. Örneğin borsa çöküşü, bir firmaya ait kâğıt fiyatında çöküş, büyük bir firmanın iflası, büyük bir bankanın başarısızlığa düşmesi, bono piyasalarında çalkantılar, kur istikrarsızlıkları ve devalüasyonlar eğer reel ekonomiyi etkileyip makro ekonomide büyük bir düşme meydana getirmemiş ise sistemik finansal kriz değildirler.

Sistemik finansal krizin tanımıyla ilgili farklı farklı görüşler varsa da 1997/8 Asya krizinin bir sistemik finansal kriz tecrübesi olduğu üzerinde sistemik finansal kriz literatüründe neredeyse bir görüş birliği vardır.

Literatürdeki bu 3 tanım çerçevesinde sistemik finansal krizin ana karakterlerini şu şekilde sıralayabilmek mümkündür: (i) Tüm finansal sistem genişliğinde veya en azından finansal sistemin büyük bir kısmında meydana gelir. (ii) Finansal sistem “etkinlik”ini kaybeder. Finansal sektör hem kaynak tahsisini hem de fiyatlandırma (faiz belirleme) görevini “etkin” ve “doğru” şekilde yapamaz. Çünkü asimetrik bilgi problemlerinin varlığı finansal sistemi “risklilik farklılığını fiyatlandıramamasına” götürmektedir. Finansal sistem hem kriz öncesi dönemde hem de kriz patlak verdikten sonra “etkin” işleyişini kaybetmiş durumdadır. Kriz öncesi dönemde fon vermemesi (ya da fon aktarmayı durdurması) gereken yatırım projelerine ve reel sektör firmalarına fon vermeye devam edip otomatik olarak kesmemiştir. Fon alamaması gereken finansal firmalar fon toplayabilmeye devam etmiştir. Kriz patlak verdikten sonra ise sistem fon aktarması gereken (sağlam) yatırım projelerine ve reel sektör firmalarına da fon vermeyi kesmiştir. Ayrıca fon toplamayı hak eden (sağlam) firmalar da hem fon toplayamamakta hem de kendilerinden ödünç fonlar kaçırmaktadır. (iii) Sadece finansal firmaları ve finansal sektörü değil, finans dışı firmaları ve reel sektörü de etkiler, reel bir ekonomik maliyet doğurur. Toplam üretim, reel gelir, istihdamda büyük bir daralma

³¹ Marshall (1998), s.

(*) Finansal sisteme duyulan genel güven büyük bir tahribat görüp çökmemiş iken sistemik finansal kriz asla vukû bulmaz.

(**) bu arada kendi finansal firmaları sağlam olsa bile bunu bilmedikleri için onlara da yönelik güveni

meydana getirir. (iv) Sistemik finansal kriz temelde finansal sektörde doğar ve esas olarak finansal alanda ortaya çıkar. Sistemik finansal kriz finansman sürecinde meydana gelir yani finansal alanla, özellikle borç piyasalarıyla ilgilidir. Eğer ekonomide borçlanma yoluyla finansman temini yaygın değil ise sistemik finansal kriz meydana gelmez. Çünkü bu durumda zemini yoktur. (v) Sistemik finansal krizin anahtar unsuru “sistemik risk”in varlığıdır. Sistemik finansal kriz, ancak, finansal sektörün tamamında veya çok büyük bir kısmında “sistemik risk” varsa meydana gelir. Çünkü başlangıç şoklar, bunlar isterse sistematik şoklar olsun, sistemik finansal krizin meydana gelmesi bakımından “sistemik olaylar” a dönüştürülmelidir ki bu, ancak “sistemik riskin varlığı” halinde gerçekleşir. (vi) Sistemik finansal kriz “bulaşıcı” bir karaktere sahiptir. (vii) Sistemik finansal krizde finansal sisteme ve genel ödemeler mekanizmasına yönelik olarak büyük bir genel güven kaybı ortaya çıkar. Bu çerçevede sistemik finansal kriz “beklentilerde” önemli bir kötüleşmeye de götürecektir. (viii) Sistemik finansal krizin vuku bulması ilk aşamada bir başlangıç şokun^(*) meydana gelmesini gerektirir.

Sistemik finansal kriz amprik olarak “anahtar olaylar”ın birlikte meydana gelmeleri şeklinde tanımlanabilir. Bunun için anahtar olaylar listesi oluşturulmalıdır. Sözkonusu listedeki olaylar hep birlikte müşahade edildiğinde sistemik finansal kriz fenomeni amprik olarak teşhis edilebilir. Listedeki olaylar hep birlikte görülmediğinde sistemik finansal kriz fenomeni yoktur.

Sistemik finansal krizin amprik tanımında kullanılacak anahtar (kriteriyum) olaylar listesi şu şekilde oluşturulabilir: (i) banka panikleri, (ii) kredi piyasası çöküşü, (iii) bono piyasası çöküşü, (iv) hisse senedi piyasası çöküşü, (v) interbank piyasası çöküşü, (vi) hem finansal hem de reel sektörde likidite krizi, (vii) hem finansal hem de finans dışı firma başarısızlıkları dalgası, (viii) ülkeden uluslararası finansal sermaye kaçıışı (günümüzde gelişmekte olan ülkelerdeki, özellikle EM ülkelerindeki kriz tecrübeleri için), (ix) reel ekonomide şiddetli bir daralma [toplam üretim, reel gelir, istihdam, reel GDP büyüme oranında büyük bir düşme], (x) para krizi veya (reel sektörün hammadde, enerji, yarımamul, makine-teçhizat vb. tedariki açısından ithalata bağımlılığının kuvvetli olduğu ekonomilerde) SS krizi.

Bir sistemik finansal kriz tecrübe edilirken sözkonusu listede sıralanan olayların hepsi birlikte^(**) müşahade edilir.

Sistemik finansal krizin ana sonuçları olarak şunlar sıralanabilir: (i) Reel ekonomide büyük bir daralma, (ii) finansal ve finans dışı firma başarısızlıkları dalgası, (iii) ödünç

(*) ilk tetiği çekecek olayın

(**) aynı finansal kriz vakasında

faizlerinde çok büyük bir artış, (iv) finansal piyasalarda çöküş, mal-hizmet piyasalarında durgunluk, (v) piyasalarda “belirsizlik”te artış, (vi) ülkeden uluslararası finansal sermaye kaçıışı (KI da reversal), (vii) para krizi, (viii) reel sektörde üretim şokları, (ix) SS krizi, borç krizi ve (x) ikiz krizler.

D. SS KRİZLERİ

SS krizleri ülkeye uluslararası sermaye girişinde (KI da) ve Cari Açıkta (CAD de) eşanlı olarak âni, şiddetli, büyük bir daralma ve tersine dönüş (reversal) meydana gelmesidir. SS krizi meydana gelirken hem uluslararası net özel sermaye girişinde âni, büyük bir düşme hem de eşanlı olarak Cari Açıkta büyük bir düşme ortaya çıkar. Uluslararası sermaye girişinde ve Cari Açıkta şiddetli düşme literatürde “tersine dönüş” (“reversal”) olarak ifade edilmektedir.³²

Literatürde ülkeye uluslararası sermaye girişinde âni ve şiddetli daralma (reversal) ile “uluslararası net özel sermaye girişinin GDP ye oranında düşme” kastedilmektedir. Benzer şekilde Cari Açıkta âni ve şiddetli daralma (reversal) dan da Cari Açık (veya Fazla) nın GDP ye oranında düşme kastedilmektedir.

SS krizinde uluslararası sermaye girişinde âni, şiddetli daralma (tersine dönüş) ülkeye net özel sermaye girişinde düşmeyi ifade etmektedir. Bu bir taraftan ülkeye uluslararası sermaye girişinde azalmadan diğer taraftan da ülkeden uluslararası sermaye çıkışından kaynaklanabilir. Bununla beraber tipik bir SS krizinde ülkeye net uluslararası özel sermaye girişinde düşme “ülkeden uluslararası -finansal- sermaye çıkışını” ifade eder. Ülkeye uluslararası sermaye girişinde “tersine dönüş” (reversal) olayından bahsedebilmek için sözkonusu ülkenin önemli miktarda uluslararası sermaye akımı çekmekte olması gereklidir.

Cari Açıkta şiddetli düşme ve tersine dönüş Cari dengesi fazla vermekte olan ekonomiler için de sözkonusu olabilir. Çünkü bu kavram Cari dengede “fazla verme istikametinde kuvvetli bir hareketi” ifade eder. Cari Fazladaki artış da bu çerçevede Cari Açıkta “tersine dönüş” mahiyetindedir. SS krizinde sözkonusu olduğu şekliyle Cari Açıkta “tersine dönüş” ilk olarak ihracatta artıştan değil ithalattaki düşmeden kaynaklanmalıdır. İkinci olarak da ithalat kalemleri içerisinde tüketim malları ithalatında düşmeden değil enerji dahil hammadde ve yatırım malları (yarımamul, makine-teçhizat dahil fiziki sermaye malları) ithalatında düşmeden ileri gelmelidir.

Cari Açıkta “tersine dönüş” reel sektörde hammadde, enerji, yarı mamul, fiziki sermaye malları temini bakımından ithalata bağımlılığı yüksek endüstrilerde “üretim

³² Calvo (1998).

şokları”na götürür.³³ Bu başlıca iki sebepten ileri gelir: İlk olarak ülkeden uluslararası sermaye çıkışı döviz kurunda beklenmedik, büyük bir artış meydana getirir, bu da ithalatı pahalılaştırır ve finansmanını zorlaştırır. Dolayısıyla ithalatın ürün miktarı cinsinden önceki seviyesinin sürdürülmesi imkansız hale gelir. Üretim faktörleri ithalatında darboğazlar da arz yanlı üretim şokları meydana getirir. İkinci olarak ülkeye uluslararası sermaye girişinde (KI da) şiddetli daralma esas olarak ülkenin finansal sistemini vurur ve finansal sektörde büyük bir daralma meydana getirir. Finansal sektörde ödünç arzında ortaya çıkan şiddetli daralma da reel sektör firmalarının likidite problemlerini artırır. Bu durumda reel sektör firmaları döviz kuru arttığı için ithalatın eski seviyesini sürdürebilmek bakımından hem daha fazla finansmana ihtiyaç duymaktadırlar ve finansal sistemdeki şiddetli daralmanın etkisi olarak hem de büyük bir likidite sıkıntısına düşmektedirler.

SS (Sudden Stops) fenomeni ile SS (Sudden Stops) krizi birbirlerinden mahiyetleri itibarıyla farklı kavramlardır. SS krizinin meydana gelebilmesi açısından SS fenomeninin varlığı elbette gereklidir, ancak diğer taraftan her SS fenomeni ekonomiyi mutlaka bir SS krizine götürecektir değildir. SS krizlerinin anlaşılması bakımından SS fenomeni ve SS krizi arasındaki farkın açıklığa kavuşturulması faydalıdır.

SS fenomeni ülke ekonomisinde kısaca KI da ve CAD de eş anlamlı “tersine dönüş” (reversal) hadisesidir. Bir diğer ifadeyle SS fenomeni uluslararası net özel sermaye girişinde (KI da) ve Cari Açıkta (CAD de) eş anlamlı olarak âni, büyük bir düşme meydana gelmesidir. SS krizi ise ancak, SS fenomeni reel sektörde üretim şoklarına götürdüğünde ortaya çıkar. SS fenomeninin reel sektörde üretim şoklarına götürmesi ise temelde reel sektör firmalarının hammadde, yarı mamul, enerji, makine-teçhizat tedariki bakımından ithalâta kuvvetli şekilde bağımlı olmalarını gerektirir. Buna göre SS krizi hem SS fenomenini fakat ayrıca hem de reel sektörde Cari Açıkta “tersine dönüş” kaynaklı üretim şokları ve önemli bir daralma meydana gelmesini içerir. SS fenomeni meydana gelmiş olmasına rağmen reel sektörde üretim şokları ve önemli bir daralma ve sonuçta toplam üretim, reel gelir, istihdamda büyük bir düşme meydana gelmemişse bu durum bir SS krizi niteliğinde değildir. Çünkü bir kriz durumunun varlığından söz edilebilmesi için sözkonusu finansal istikrarsızlığın reel sektörü de etkileyip toplam üretim, reel gelir, istihdamda önemli bir düşmeye götürmesi zorunludur. Ancak özellikle KI da “tersine dönüş” bileşeni itibarıyla olmak üzere SS fenomeni olmaksızın reel sektörde üretim şokları ve önemli bir daralma meydana gelmiş olsa bile bu durum da yine bir SS krizi mahiyetinde değildir.^(*) Şu halde SS fenomeninin 2 ana unsuru vardır: Uluslararası

³³ Calvo (1998).

(*) Örneğin SS fenomeni yok iken yani uluslararası sermaye hareketlerinin önemli olmadığı varsayımı altında bir yurtiçi bankacılık krizi veya kredi faiz oranları artışı gibi bir sebeple reel sektörde likidite sıkıntısı ortaya çıksa ve bu da üretim şoklarına götürse bu durum bir SS krizi olarak kabul edilemez.

sermaye girişinde “tersine dönüş” ve Cari Açıkta “tersine dönüş”. SS krizinin ise 3 ana unsuru vardır ve ilk ikisi SS fenomenini içermesinden ileri gelir: Uluslararası sermaye girişinde “tersine dönüş”, Cari Açıkta “tersine dönüş” reel sektörde üretim şokları ve büyük bir daralma.^(*)

SS fenomeni ampirik olarak literatüre göre şöyle tanımlanabilir:

Uluslararası sermaye girişinde (KI da) “tersine dönüş”; ülkeye uluslararası net özel sermaye girişinde GDP nin %3 üne eşit veya daha büyük bir düşme meydana gelmesidir. Cari Açıkta (CAD de) “tersine dönüş”; Cari Açıkta (Cari Fazlada) GDP nin %5 i kadar veya daha büyük bir düşme (artış) meydana gelmesidir.

SS krizinin karakteristik özellikleri 5 ana madde olarak şu şekilde sıralanabilir:³⁴

- (i) Uluslararası sermaye girişinde (KI da) ve Cari Açıkta (CAD de) âni ve şiddetli bir düşme (reversal),
- (ii) Aktif piyasalarında (bono ve hisse senedi piyasalarında) fiyatlarda şiddetli bir düşme,
- (iii) Bono, hisse senedi, kredi piyasalarında ödünç arzında şiddetli bir daralma ve ödünç faizlerinde şiddetli bir yükselme [fon piyasalarından finansal sermaye kaçıışı],
- (iv) Ticaret dışı mal fiyatlarının ticarete konu mal fiyatlarına oranında âni ve şiddetli bir düşme,
- (v) Reel sektörde üretim (arz) şokları ve ekonomide âni, şiddetli bir daralma.

SS krizinde gerçekte (i) sebep; (ii), (iii), (iv) ve (v) ise (i) in sonucu mahiyetinde karakteristik olaylardır.

SS krizinde reel GDP büyüme oranı T_0 kriz yılı olmak üzere T_{-2} , T_{-1} , T_0 , T_1 , T_2 yılları itibarıyla T_0 yılında keskin bir düşme kaydeder ve “V” şeklinde bir patika takip eder. SS krizinde reel ekonomik büyüme oranının takip ettiği dik bir “V” şeklindeki bu patikaya “Meksika V si” veya “Meksika dalgalanması” adı verilir.

Tipik bir SS krizinde hem döviz kurunda büyük bir artış meydana gelir ve hem de reel sektörde üretim şokları ortaya çıkar. Eğer reel sektörde üretim şokları, hangi sebepten olursa olsun, meydana gelmemiş ise ülkeye uluslararası sermaye girişinde (KI da) ve eş anlı olarak Cari Açıkta şiddetli bir daralma meydana gelmiş olsa bile, bir SS krizinin vuku bulmuş olduğundan söz edilemez. Bu açıdan SS krizi çoğunlukla, reel sektörde hammadde, enerji,

(*) toplam üretim, reel gelir, istihdam, ekonomik büyümede önemli bir düşme

³⁴ Calvo (1998), s.

yarımamul, fiziki sermaye malları bakımından ithalata bağımlılığı yüksek olan ekonomilerde meydana gelir.

SS krizinin temelinde “uluslararası sermaye hareketleri” vardır. Dış finansal şoklar bu kriz türünün meydana gelmesi bakımından oldukça önemlidir. Bir ülke büyük miktarda Cari Açık vermekte olsa fakat bunu yalnızca uluslararası doğrudan yatırımlar (FDI) ile finanse etmekte olsa da SS literatürüne göre teorik olarak SS krizi yine meydana gelebilir. Bununla beraber SS krizi tipik olarak “çok büyük miktarda uluslararası finansal sermaye çeken” ekonomilerde vuku bulur. Bu çerçevede SS krizi ilk olarak uluslararası sermaye girişinin önemli düzeyde olmadığı ekonomilerde meydana gelmez. İkinci olarak SS krizinin vuku bulması bakımından ülkeye giren uluslararası sermayenin bileşimi ve vade yapısı oldukça önemlidir. Ülkeye giren uluslararası sermaye içerisinde doğrudan yabancı sermayenin (FDI) ve uzun vadeli kısmın payı arttıkça SS krizi meydana gelme ihtimali düşer.

SS krizi sık sık para ve bankacılık krizleriyle birlikte meydana gelmekte olsa da bu kriz türlerinden farklı olup ayrı bir finansal kriz türüdür. SS krizi hem para krizine veya bankacılık krizine götürmek zorunda değildir hem de para veya bankacılık krizi yokken de teorik olarak meydana gelebilir. Ülkeden uluslararası finansal sermaye çıkışı gerçekleştiğinde sabit kurun savunulabildiği, ancak bunun yurtiçi ödünç faiz oranlarının yükseltilmesi pahasına gerçekleştirildiği varsayalım. Bu durumda KI da “tersine dönüş” başlangıçta zaten vardır. Yurtiçi ödünç faiz oranlarında artış ise reel sektörde likidite problemlerine ve sonuçta ithalata bağımlılığı yüksek endüstrilerde üretim şoklarına götürebilir. Bu, para krizi sözkonusu olmaksızın da bir SS krizinin vuku bulmasının teorik olarak mümkün olduğunu ima eder. Ülkeden uluslararası finansal sermaye çıkışının gerçekleştiği, ancak bankacılık sektörünün sağlam bir mali yapıya sahip olduğu varsayalım. Bu durumda bankalar kredi piyasalarında faiz oranlarını artırarak intibak edebilirler ki bu reel sektörde likidite krizine götürebilir. İkinci olarak uluslararası sermaye çıkışı döviz kuru artışına, bu da ithalatın finansmanının pahalılaşmasına götürebilir. Her iki kanal da reel sektörde ithalata bağımlılığı yüksek endüstrilerde ithalat darboğazlarına ve üretim şoklarına götürebilir. Bu durum, SS krizinin bir bankacılık krizi yokken de meydana gelmesinin teorik olarak mümkün olduğunu ima eder.

Uluslararası sermaye girişinde “tersine dönüş” olayı “bizzat vaki” (self-fulfilling) karakterde yani sırf uluslararası piyasalarda sözkonusu ülke ekonomisine ilişkin beklentilerdeki âni kötüleşme sebebiyle de meydana gelebilir. Dolayısıyla “kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) SS krizinin vuku bulabilmesi mümkündür.

SS krizi tecrübesine literatürde en iyi örnek olarak Meksika 1994/5 krizi verilmektedir. Kimi çalışmalarda Türkiye 1994 krizi de SS kriz tecrübesi olarak geçmektedir.

SS krizi reel sektörde likidite krizi, üretim şokları ve firma başarısızlıklarına; ekonomide (tüketim, yatırım, üretim, istihdamda) şiddetli bir daralmaya ve ekonomik büyümede keskin bir düşüşe götürür. Çoğunlukla para krizi ile birlikte meydana gelir. SS krizi bir diğer finansal kriz türüne götürebilir; bir para, bankacılık veya borç krizini tetikleyebilir.

5. DIŞ BORÇ KRİZLERİ

“Dış borç krizi” yerine literatürde “kamu (sovereign) borç krizi”, “kamu acizyeti” (sovereign default) krizi” veya “borç krizi” kavramları da kullanılmaktadır.

Dış borç krizi literatürde kimi zaman özel sektör de dahil tüm ülke ekonomisinin dış borçlarını çevirememesi anlamında kullanılmaktadır. Bununla beraber “dış borç krizi” ile çoğunlukla “kamu borç krizi” yani “merkezi devletin vadesi gelen dış borçlarını çevirememesi” ifade edilmektedir.

Kamu dış borç krizinde sözkonusu dış borçlara özel sektör borçları dahil değildir. Dış borç kavramı burada genellikle merkezi devletin, bazen de mahalli yönetimler ve federe hükümetler dahil tüm kamu dış borcu anlamına gelmektedir. Bununla beraber literatüre göre burada sözü edilen dış borç kavramına merkezi devletin garantörü olduğu özel sektör dış borçları da girmektedir. Yine kamu dış borç krizi kavramında sözkonusu olan “dış borç” kavramı devletin hem yurtiçi ödünç piyasalarından aldığı iç borçlarını ve hem de uluslararası alanda diğer devletlerden aldığı “resmi ödünçleri” kapsamamaktadır.

Kamu dış borç krizi; merkezi devletin vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyememesi^(*) yani çevirememesidir. Kamu dış borç krizinin başlıca üç tipi vardır:³⁵ İlki “ödeyememe acizliği”dir ki bunda borçlu dış borçlarını ödeyebilme gücünü kaybetmiştir ve yeterli ekonomik kaynaklara sahip değildir. İkincisi likidite defaultudur ki bunda borçlu vadesi gelen dış borçlarını ödeyebilme gücüne yani yeterli ekonomik kaynaklara sahiptir fakat ödeme tarihi geldiği anda yeterli likiditeye (finansal fona) sahip değildir. Bu iki tipte borçlu mecbur kaldığı için borç krizine girmektedir. Üçüncüsü stratejik “acizlik”tir (default) ki bunda borçlu ödeme tarihi geldiğinde vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyebilmek itibarıyla hem yeterli ekonomik kaynaklara ve hem de yeterli likiditeye sahiptir yani default a mecbur kalmamıştır. Fakat borçlu bir strateji olarak, keyfi şekilde borçlarını geri ödememeyi “tercih” etmiştir.

Kamu dış borç krizi realitede başlıca 3 şekilde tezahür edebilir:³⁶ Bunlardan ilki borçlunun vadesi gelen dış borç geri ödemelerini kısmen veya tamamen tatil etmesi ve bunu

(*) Sovereign borç krizi (default), kısaca devletin vadesi gelen borçlarını geri ödeyebilmek hususunda acze düşmesi geri ödeyebilmekten âciz kalmasıdır. “Default” kavramı “acze düşmek”, “âciz kalmak” suretinde ifade edilebilir.

³⁵ Eaton ve Fernandez (1995).

³⁶ Manasse ve Roubini (2005).

resmi olarak ilan etmesidir. İkincisi borçlunun vadesi gelen borçlarını “yeniden yapılandırma” yoluna gitmesidir ki bunda eski borçlar daha uzun vadeli fakat genellikle daha yüksek faizli yeni borçlara dönüştürülür. Üçüncüsü borçlunun vadesi gelen dış borçlarını, ancak çok büyük bir uluslararası finansal yardım alması sayesinde geri ödeyebilmiş olmasıdır. Burada borçlu dış borçlarını (örneğin IMF gibi) bir uluslararası finansal kuruluştan çok büyük bir finansal destek alması sayesinde çevirebilmektedir. Bu durumda borçlu literatüre göre her ne kadar görünüşte dış borçlarını çevirebilmiş ve “acizlik”e düşmemiş olsa da fiilen borç krizine düşmüştür.

Kamu dış borç krizinin amprik olarak literatürde başlıca 6 farklı şekilde tanımlandığı görülmektedir. Bunlardan ilk 3 ü kamu dış borç krizine dair geleneksel amprik tanımlardır. Bu kategoridekiler S&P a, IMF’ye ve Detragiache ve Stilimbergo (2001)’e ait tanımlar şeklinde sıralanabilir. Diğer ikisi ise ikiz para ve borç krizi literatürü tarafından daha sonra yapılmış tanımlardır. İkinci kategoridekiler de Dreher, Herz, ve Karb (2005a), Herz ve Tong (2004) ve Cohen ve Villemot (2007)’de yer alan tanımlar şeklinde sıralanabilir.

Standard ve Poors (S&P)’a göre bir devlet, vadesi gelen dış borçlarını kısmen de olsa vadesinde ödeyememiş veya vade itibarıyla yeniden yapılandırmış ise dış borç krizine girmiş demektir. Buna göre devletin dış borç krizine girmiş olduğunun kabul edilmesi bakımından vadesi gelen dış borçlarının ne kadarlık kısmını ödeyememiş ya da yeniden yapılandırmış olduğu önemli değildir. Vadesi gelen dış borçların çok az bir kısmı vadesinde geri ödenememiş veya yeniden yapılandırılmış olsa da sözkonusu hükümet dış borç krizine girmiş kabul edilmektedir.

IMF’ye göre bir devlet vadesi gelen dış borçlarını ancak büyük bir uluslararası finansal yardım alarak ödeyebilmiş ise sözkonusu devlet zahiren olmasa da gerçekte yine dış borç krizine girmiş kabul edilmektedir. Burada sözkonusu ülke dış borçlarını çevirebilmek itibarıyla “acz”e (default) düşmekten ancak büyük bir uluslararası finansal yardım sayesinde ancak görünüşte kurtulabilmiştir. IMF ye göre devletin gerçekte dış borç krizine girmiş kabul edilmesi bakımından, sözkonusu uluslararası finansal fonun büyüklüğü önemlidir. Krizde kabul edilip edilmemek hususunda bu fonun büyüklüğüyle ilgili olarak IMF nin kriteriyumu şöyle ifade edilebilir: IMF üye her ülkeye %10 oranında bir kota hakkı tanımıştır. Dış borçlarını çevirebilmek üzere devletin aldığı sözkonusu uluslararası finansal fon IMF nin her üye ülkeye tanıdığı %10 oranındaki yardım kotasının 1 katına eşit ya da daha büyük olması kriteriyum alınmıştır. Sözkonusu fon sözkonusu %10 yardım kotasına eşit veya ondan daha büyükse bu devlet dış borç krizine girmiş, %10 oranındaki ödünç fon kotasının altında ise sözkonusu devlet dış borç krizine girmemiştir.

Detragiache ve Stilimbergo (2001)'in tanımına göre³⁷ bir ülke, özel sektör dış borçları ve ticarî yükümlülükleri de dahil vadesi gelen dış borçlarının %5'ini veya daha fazlasını vadesinde geri ödeyemediğinde bu ülke dış borç krizine girmiş kabul edilmektedir. Bu tanımda dış borçlar içerisinde devletin ve özel sektörün dış borçları arasında bir ayırım yapılmamaktadır. Ülkenin krizde kabul edilmesi açısından özel sektörün, kendi dış borçlarını çevirememiş olması da yeterlidir. Bu, tanımın önemli bir mahzurdur. Devletin vadesi gelen dış borçlarını ancak çok büyük bir uluslararası finansal yardım alması sayesinde vadesinde ödeyebilmiş, “acz”e düşmekten zahiren ancak bu sayede kurtulmuş olması halinde bu durum dış borç krizi olarak teşhis edilememektedir. Halbu ki ülke, zahiren kurtulmuş olsa da gerçekte bu durumda da dış borç krizine girmiş haldedir. Bu, Detragiach ve Stilimbergo (2001)'deki sözkonusu tanımın ikinci mahzurdur.

Kamu dış borç krizinin amprik tanımı Dreher, Herz, ve Karb (2005a)'da şöyle yapılmaktadır: Bir ülke eğer;

(i) hükûmet ana para veya faiz taksitleriyle ilgili olarak vadesi gelen dış borç servisinin %75'ini aşacak miktarda ödenmemiş borç bakiyesine sahip ise,

(ii) hükûmet istekli olmasına rağmen uluslararası kredi piyasalarından “makul faiz oranı” üzerinden borçlanmakta ise dış borç krizine girmiş durumdadır.

Herz ve Tong (2004)'te kamu dış borç krizi amprik olarak tanımlanırken bir ülkenin borçlarını yeniden yapılandırmak (yeni bir ödeme takvimine bağlamak) maksadıyla Paris Klübü ile müzakereye başlaması hareket noktası alınmaktadır. Paris Klübü bir uluslararası kreditorler klübüdür ve borçlu ülkelerle borç problemlerini çözüme kavuşturmak, bir anlaşmaya bağlamak için kreditorler namına devletlerle masaya oturmaktadır. Borcun yeniden yapılandırılması çerçevesinde yeni bir ödeme takvimine bağlamak, ödemeleri durdurmak-ertelemek, borç indirimi vb. yer alır. Müzakereler, başladıktan itibaren 6 ay içinde sonuçlandırılmak zorundadır. Fakat borç krizinin başlangıcı olarak Herz ve Tong (2004)'te devletin Paris Klübü ile masaya oturma tarihi değil, bu tarihin 1 yıl öncesi kabul edilmektedir.³⁸ Herz ve Tong (2004)'te kamu dış borç krizinin amprik olarak tanımlanması hususunda bir başka unsurun merkez alınması da teklif edilmektedir. Bu; hükümetin piyasalardan borçlanma faiz oranı ile özel sektörün piyasalardan borçlanma faiz oranı arasındaki farktır.³⁹

³⁷ Detragiache ve Stilimbergo (2001).

³⁸ Herz ve Tong (2004), s. 16-7. Örneğin müzakereye Mayıs 2001'de başlanmış ise ülkede dış borç krizi Mayıs 2000'de başlamış kabul edilmektedir.

³⁹ Dreher, Herz, ve Tong (2005a), s. 24.

Kamu dış borç krizi amprik olarak Cohen ve Villemot (2007)'de aşağıdaki 3 unsurdan en azı birisinin varlığı şeklinde tanımlanmıştır:⁴⁰

(i) Ülke Paris Klübü'nden borç kurtuluşunu^(*) kabul etmişse,^(**)

(ii) Anapara ve faiz borçlarından vadesi geçtiği halde ödenmemiş bakiyenin, geriye kalan (vadesi henüz gelmemiş) borç stokuna oranla önemli büyüklükte olması,^(***)

(iii) Ülke IMF den veya başka bir uluslararası finansal kuruluştan büyük bir finansal destek almışsa [alışılmışın dışında bir Standby Antlaşması (SBA) veya Genişletilmiş Fon Kolaylığı (EFF) kanalıyla] ve SBA/EFF ye konu finansal yardım tutarı IMF nin her ülkeye tanıdığı kotanın en az %50 si kadar ise ülke dış borç krizinde kabul edilir.

Kamu dış borç krizi literatürüne göre ekonomide “kendiliğinden vuku bulan” borç krizinin meydana gelmesi mümkündür. Literatürde kamu dış borç krizlerinin vuku bulup bulmayacağı hususunda “dış borç seviyesi ve vade yapısı” itibarıyla, tıpkı para krizlerinde olduğu gibi, iki uç ve bunların arası orta durum vardır: Beyaz, siyah ve gri (orta; ara) durum. İlk uç durumda kriz asla meydana gelmez, ikinci uç durumda kaçınılmaz ve zorunlu olarak yani mutlaka meydana gelir. Bu iki uç durumda uluslararası kreditorlerin gerek borçlu gerekse kendileri dışındaki kreditorlerin davranışları ile ilgili beklentileri temel bir rol oynamaz. Krizin meydana geleceği veya gelmeyeceği hususunda uluslararası kreditorlerin beklentilerinin iyimser mi kötümser mi olduğu belirleyici değildir. Kriz ilk uç durumda beklentiler kötümser olsa dahi vuku bulmaz fakat ikinci uç durumda ise beklentiler iyimser olsa dahi mutlaka vuku bulur yani kaçınılmaz bir hadisedir. Fakat orta durumda (gri alanda) krizin vuku bulup bulmayacağını belirlemek hususunda beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğu temel ve kilit rol oynar. Gri alanda krizin vuku bulup bulmayacağı yalnızca beklentilerin iyimser mi yoksa kötümser mi olduğuna bağlıdır. Eğer beklentiler kötümser ise kriz sırf bu sebeple vuku bulur, iyimser ise kriz sırf bu sayede vuku bulmaz ve önlenmiş olur. Bu münasebetle “kendiliğinden vaki” krizlerin vuku bulması mümkündür fakat yalnızca gri alanda iken.

Literatürde 1979-82 Latin Amerika krizi, 2001/2 Arjantin krizi borç krizi tecrübelerine klasik örnekler olarak kaydedilmektedir.

Kamu dış borç krizinin başlıca sonuçları şu şekilde sıralanabilir. Kamu dış borç krizi; (i) Hem yurtiçi hem de uluslararası sermaye piyasalarının ve kreditorlerin genel olarak ülke

⁴⁰ Cohen ve Villemot (2007), s. 10.

(*) Bu, borcun yeniden yapılandırılması yani yeni bir ödeme takvimine bağlanması veya borç indirimi gibi bir kurtuluş reçetesi şeklinde olabilir.

(**) Çalışmaya göre bu durumda ülke “borç kurtuluş mutabakatı”nı kabul edişinden sonra 2 yıl daha borç krizinde sayılmalıdır. Çünkü “borç kurtuluş”u kararnamesi tipik olarak IMF ile 3 yıllık ödeme blançosu projeksiyonu üzerine inşa edilir.

(***) vadesi geçtiği halde ödenmemiş dış borç bakiyesinin toplam dış borç stokuna oranının %5 i geçmesi.

ekonomisiyle ilgili beklentilerinde âni ve şiddetli kötüleşme, (ii) ülkeden uluslararası finansal sermaye kaçıışı, (iii) bütçe açığında ve kamu finansman açığında büyük bir artış, (iv) ekonomide şiddetli bir daralma meydana getirir ve ayrıca (v) bir para, SS veya bankacılık krizine ya da ikiz krize götürebilir.

Kamu dış borç krizi ekonomide önemli bir daralmaya götürebilir. Bir para krizinin sonucu olabileceği gibi kendisi de bir başka tür finansal krizi tetikleyebilir. Bu çerçevede dış borç krizi “kendiliğinden vaki” karakterde bir para veya bankacılık krizine yol açabilir.

E. İKİZ KRİZLER

İki finansal kriz türünün “eş anlı” olarak meydana gelmesine literatürde “ikiz kriz” denilmektedir. Bu, belli bir zaman periyodu içerisinde iki tür finansal krizin vuku bulmasını ifade eder. İkiz kriz fenomeninde bir finansal krizin başlamasını, müteakip ve belli bir dönem içerisinde^(*) bir diğer tür finansal krizin başlaması takip etmektedir.

Bununla beraber ikiz kriz literatürüne göre iki finansal kriz türünün eş anlı vuku bulması (ikizliği), onların “dönemdeşlik”lerinden öte bir anlama sahiptir. İki kriz türünün eş anlı (ikiz halde) vuku bulması; onların arasında kuvvetli illiyet zincirinin, geribesleme ve etkileşim mekanizmalarının varlığını ve işlediğini ifade eder. Buna göre ikiz kriz fenomeninde iki kriz türü yalnızca aynı dönemde meydana gelmiş olmaktan daha ziyade birbirlerinden kopuk ve bağımsız halde değil, birbirleriyle etkileşim, geribesleme mekanizması ve kuvvetli bir illiyet münasebeti içerisinde vuku bulmaktadırlar. Bu, ikiz kriz fenomeninde ya bir türün diğerine de götürdüğünü veya birbirlerini karşılıklı olarak şiddetlendirdiklerini ifade eder. Şu halde ikiz kriz fenomeninde iki kriz türü arasında kuvvetli bir illiyet zinciri, geribesleme ve etkileşim mekanizmasının varlığı ana unsurdur. İki kriz türü arasında mevcut illiyet zinciri, geribesleme ve karşılıklı etkileşim mekanizmasının varlığı; bunların hangi kanallardan, nasıl işlediği ikiz krizin tabiatının kavranabilmesi bakımından iyi bilinmek zorundadır. İkiz krizlerin tabiatı “münferit” finansal krizlerin tabiatlarından farklıdır. Dolayısıyla ikiz krizlerde gerekli kriz yönetimi politikaları da pür krizlerdekinden farklıdır.

İkiz kriz fenomeninin iki tipi vardır. Bunlardan ilki ikiz para ve bankacılık krizi, ikincisi ise ikiz para ve dış borç krizi tipidir. Bununla beraber “ikiz kriz” kavramı literatürde çoğunlukla birinci tip ikiz kriz fenomenini yani ikiz para ve bankacılık krizini ifade etmek üzere kullanılmaktadır. İkiz para ve bankacılık krizi tipine realite itibarıyla ikinci tip ikiz krize

(*) Eş anluluk dönemi literatürdeki çalışmalara göre değişmektedir. Eş anluluk dönemi çalışmalarda bir türün başlaması öncesi ve sonrası yıllar olmak üzere kimi çalışmalarda 24 ay, kimisinde 36 ve kimisinde de 48 ay alınmaktadır.

göre daha sık rastlanmaktadır. Ayrıca ikiz para ve bankacılık krizi fenomeni kriz literatüründe çalışmalara diğerinden daha önce konu olmaya başlamış, literatüre daha erken girmiştir.

1. İkiz para ve bankacılık krizi

İkiz para ve bankacılık krizi tipi ikiz krizlerin klasik türüdür. İkiz para ve bankacılık krizi para ve bankacılık krizlerinin eş anlı vuku bulmasıdır.⁴¹ Bu tip ikiz kriz fenomeninde önce bankacılık krizi başlamış ve sonra onu eş anluluk dönemi içerisinde bir para krizinin başlaması takip etmiş olabileceği gibi tersi de olabilir. Yani bir para krizinin başlamasını, müteakip eş anluluk döneminde bir bankacılık krizinin başlaması takip etmiş de olabilir. Bununla beraber ikiz para ve bankacılık krizlerinde iki kriz türü arasında bankacılık krizi daha fazla öne çıkmaktadır. İkiz para ve bankacılık krizi fenomenlerinde bankacılık krizlerini, müteakip dönemde bir para krizinin takip etmesi realitede para krizinin başlamasını bir bankacılık krizinin takip etmesi durumuna göre daha sık görülmektedir.

İkiz para ve bankacılık krizlerinde iki kriz türü arasında illiyet zinciri üç şekilde işler. İkiz krizde iki kriz türü arasındaki illiyet; (i) ödemeler bilançosu problemlerinden bankacılık sektörü problemlerine (para krizinden bankacılık krizine) doğru, (ii) bankacılık sektörü problemlerinden ödemeler bilançosu problemlerine (bankacılık krizinden para krizine) doğru, (iii) ortak makroekonomik unsurlardan (negatif büyüme şoku, faiz artışı, dış finansal şok, beklentilerde kötüleşme,...vb.) hem ödemeler bilançosu problemlerine (krizine) hem de aynı zamanda bankacılık sektörü problemlerine direkt olarak götürmesi şeklinde işleyebilir.⁴² Bununla beraber iki kriz türü arasında bankacılık krizinden para krizine doğru işleyen illiyet, tersi yönde işleyen illiyete göre daha kuvvetlidir. Şimdi ikiz krizde iki kriz türü arasında illiyet zincirinin işleyiş şekilleri ayrı ayrı ancak kısaca ele alınacaktır:

(a) Ödemeler bilançosu problemlerinden bankacılık sektörü problemlerine (para çöküşünden bankacılık krizine) doğru

Ödemeler bilançosu problemleri bankacılık sektöründe mevcut problemleri artırabilir ve bir para çöküşü bankacılık krizine götürebilir.

Sabit kur kuvvetli bir uluslararası spekülasyon saldırısına uğradığı ve döviz kuru şiddetli bir spekülasyon baskısı altında kaldığında ne olur? Sabit kur açısından bu durumda 3 muhtemel yol vardır: (i) Sabit kur merkez bankası tarafından başarılı şekilde savunulamaz, sonuçta beklenmedik, büyük bir devalüasyon ortaya çıkar. (ii) Sabit kur merkez bankasının başarılı şekilde savunulması; ancak bu kısmen merkez bankasının uluslararası rezerv kayıplarına kısmen de yurtiçi ödünç faizlerini yükseltmesine mal olur. (iii) Hem sabit kur çöker ve sabit kur

⁴¹ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999).

⁴² Kaminsky ve Reinhart (1996,1999), Glick ve Neuberger (1999,2002), Hagen ve Ho (2003a,2004).

sistemi tamamen terk edilir, döviz kurunda beklenmedik büyük bir artış meydana gelir; hem de ulusal para cinsinden ödünç faizlerinde büyük bir artış ortaya çıkar.

İlk durumda bankaların döviz cinsinden kısa vadeli mevduatlarının ulusal para cinsinden değeri ve reel yükü artar. Bu, bankacılık sektöründe problemleri artırır. İkinci durumda faiz artışı bankaların mali yapısını zayıflatır. Faiz artışı banka blançolarının şimdiki^(*) net piyasa değerini düşürür, aktif piyasalarında bono fiyatlarının düşmesi (faiz oranlarının artması) bankaların bono cinsinden rezervlerinin piyasa değerini düşürür ve rezerv yapısını kötüleştirir. Bu, bankalara yönelik uluslararası ve yurtiçi mudilerin risk algılamalarını kötüleştirir. Bu, bankacılık sisteminden mevduat kaçışına götürür. Kısaca bankacılık sektörü problemleri artar. Üçüncü durumda hem bankaların döviz cinsinden kısa vadeli mevduatlarının ulusal para cinsinden değeri ve reel yükü artar hem de faiz artışı bankaların net^(**) piyasa değerini düşürür. Faiz oranlarının artışı ayrıca reel sektörde asimetrik bilgi problemleri üzerinden yatırımların ortalama riskliliğini artırır ve kalitesini düşürür. Bu, bankaların hem kredilerinin riskliliğini artırıp kalitesini düşürür ve hem de geri dönmeyen kredilerinde artış meydana getirir. Blanço değerinin düşmesi, aktif kalitesinin kötüleşmesi bankalara yönelik risk algısını kötüleştirip mudilerin beklentilerinde kötüleşmeye, mudileri mevduatlarını bankalardan çekmeye götürür. Bunlar, finansal sisteme yönelik büyük genel güven kaybı meydana getirir.

Para çöküşü gerçekleştiğinde ülkeden büyük bir uluslararası finansal sermaye çıkışı meydana gelir ki bu aynı zamanda hem genel olarak finansal sektörü ve özel olarak bankacılık sektörünü vurur.

Bankacılık sektörünün “kendiliğinden vuku bulan” paniklere açık olması durumunda para çöküşünün bankacılık krizine götürmesi daha muhtemeldir. Çünkü bu durumda bankacılık sektörü beklentilerdeki âni ve şiddetli kötüleşmeye karşı daha açıktır.

Sabit kurun sürdürülmesi için faiz oranlarının arttırılması, aktif piyasalarında fiyat çöküşü, bankaların net değerinin düşmesi ve bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybı, bunun bankacılık sisteminden daha güvenli görülen yabancı bankalara ve ülke dışına mevduat transferini artırması; bunun da ülkeden döviz cinsinden finansal sermaye çıkışı olduğu için sabit kur üzerinde yukarı yönlü bir baskı meydana getirmesi şeklindeki kuvvetli bir geribesleme mekanizmasının ve etkileşimin varlığı ikiz para ve bankacılık krizlerinde gerek para krizinden diğerine gerekse bankacılık krizlerinden diğerine doğru işleyen illiyet zincirinin varlığı bakımından son derece önemlidir ve kuvvetli bir teorik temel oluşturur. Bu

(*) iskonto edilmiş

(**) şimdiki; iskonto

geribesleme mekanizması literatürde “kara delikler”, “likidite kara delikleri” olarak bilinmektedir.⁴³

(b) Bankacılık sektörü problemlerinden ödemeler blançosu problemlerine doğru (bankacılık krizinden para krizine)

İkiz krizlerde illiyet zincirinin ikinci olarak bankacılık problemlerinden para çöküşüne doğru işlemesi mümkündür. Bankacılık sektörü problemlerinin ödemeler blançosu problemlerine götürdüğü teoride çok iyi bilinen bir husustur. Bu husus 6 ana başlık altında ele alınabilir:

İlk olarak bankacılık sistemine yönelik genel güven sarsıldığında bu, özellikle yabancı ödünç sahiplerini olmak üzere hem uluslar arası hem de yurtiçi mudileri mevduatlarını daha “güvenilir” ve “sağlam” algıladıkları yabancı bankalara transfer etmeye dolayısıyla ülke dışına çıkarmaya götürür. Bu, döviz kuru üzerinde baskı meydana getirir.

İkinci olarak bankacılık sektörü problemleri ve bir bankacılık krizi hem finansal sisteme hem de genel olarak ülke ekonomisine yönelik beklentilerde büyük bir kötüleşme meydana getirir. Bu çerçevede iktisat politikalarının doğruluğu, tutarlılığı ve sürdürülebilirliğine, sabit kurun sürdürülebilirliğine duyulan güven zayıflar, döviz kurunun artacağı beklentileri kuvvetlenir. Bu durum ülkede ulusal para cinsinden nakit, mevduat ve aktiflerden döviz cinsinden nakit, mevduat ve aktiflere kaçışa yol açar. Bu arada uluslar arası kur, faiz ve beklentilerdeki değişmelere karşı son derece hassas olan uluslar arası spekülasyon finansal sermaye de ülkeden hızla çıkacaktır.

Üçüncü olarak bankacılık sektörü problemlerinin artması ve bankacılık sektörünün çöküşü aktif piyasalarında da çöküşe götürebilir. Çünkü bankacılık sektörü çöküşü, başta bankaları ellerindeki bonoları “zararına da olsa tümünden satış”a, dampinge ve şiddetli fiyat düşüşlerine götüreceğinden, aktif piyasalarına yönelik genel güvende de büyük bir sarsıntı meydana getirir. Aktif piyasalarında genel güvenin sarsılması ve fiyat çöküşü, ülkeden uluslar arası sermaye çıkışını artırır. Bu, bir bakıma tahvil ikamesinin artmasıdır.

Dördüncü olarak bankacılık sektörünün mali yapısı zayıf iken problemleri bankalara “bail-out” çerçevesinde para otoritesinin likidite temin etmesi ekonomide “parasal genişleme”ye götürebilir ve bu da para çöküşüne yol açabilir. Bail out sistemi altında, bankacılık sektöründe problemlerin artması bu durumda bail out maliyetinin ve parasal

⁴³ Likidite kara delikleri için bak., Shin (2005). Yeni döviz kuru artışı tekrar banka blançolarının net (piyasa) değerini düşürür. Bu, döviz cinsinden borçların ulusal para cinsinden ve reel yükünde artış, faiz oranlarında artış, aktif piyasalarında fiyat çöküşü üzerinden gerçekleşir. Bu durumda bankacılık sistemine yönelik olarak yeniden genel güven kaybı meydana gelir. Söz konusu yeni genel güven kaybı bankacılık sisteminden yeniden mevduat çıkışlarına, dolayısıyla da ülkeden yeni uluslar arası sermaye kaçışına götürür. Bu, tekrar, sabit kur üzerinde yukarı yönlü yeni bir baskı doğurur.

genişlemenin artmasını ima eder. Bu, bir bakıma para krizinin izahı hususunda birinci nesil para krizi teorisine dönüşü ima eder.

Beşinci olarak bankacılık sektöründe problemlerin varlığı ve bankaların mali yapılarının zayıflığı, şiddeti itibarıyla veri bir uluslar arası spekülâtif baskıya karşı sabit kurun dayanabilme gücünü^(*) azaltır ve ömrünü kısaltır. Çünkü bankaların ve genel olarak bankacılık sektörünün mali yapısı zaten daha başlangıçta zayıf olduğundan ve faiz artışı bankacılığın mali yapısını kötüleştireceğinden böyle bir durumda bankaların faiz oranlarındaki artışa tahammül edebilme kapasiteleri düşüktür. Bankacılık sektöründe problemler fazla iken para otoriteleri bankacılık sektörü problemlerini daha da şiddetlendireceğinden ve mali yapıları zaten zayıf bankaları başarısızlığa götüreceğinden endişe ederler. Ayrıca para otoritelerince de iyi bilinmektedir ki, isterse başlangıçta sözkonusu olanlar “kötü” bankaların başarısızlıkları olsun, banka başarısızlıkları bulaşıcı bir tabiata sahip^(**) olup, mali yapıları gerçekte sağlam bankalara da geçebilirler. Bu münasebetle bankacılık sektöründe problemler fazla iken para otoritesi faiz oranlarını sürekli artıramaz. Dolayısıyla bankacılık sektöründe problemlerin varlığı para otoritesinin sabit kuru savunmak bakımından faiz oranlarını artırma imkanını önemli ölçüde ortadan kaldırır. Para otoritesinin kuru savunabilme gücü elindeki uluslar arası rezervlerle sınırlı olur. Bankacılık sektöründe problemler ve dolayısıyla faiz oranları yükselişine karşı bankaların finansal-mali durumlarının “negatif yönde hassasiyeti” arttığında hem para otoritesinin kuru sürdürme imkanı gittikçe azalır hem de hükümetin kuru sürdürme arzusu zayıflar. Bu, veri bir uluslar arası spekülâtif baskı karşısında sabit kurun sürdürülebilme imkanının zayıflamasını ve ömrünün kısılacığını ifade eder.

Altıncı olarak bankacılık sektöründe problemlerin fazlalığı ve bankaların mali yapısının zayıflığı, ikinci nesil para krizi literatürüne göre sabit kura ve para birimine yönelik uluslar arası spekülâtif saldırıları artırır. Çünkü bankacılık sektöründe problemler şiddetli ve bankaların mali yapıları zayıf iken belli şiddette bir uluslar arası spekülâtif baskıya sabit kurun dayanabilme gücünün zayıf olduğunu; sabit kuru sürdürmek itibarıyla merkez bankasının gücünün elindeki yabancı rezervlere münhasır kaldığını ve imkanının son derece azaldığını, hükümetin kuru sürdürme arzu ve kararlılığının zayıfladığını uluslar arası spekülâtörler de bilirler. Bankacılık sektörü problemleri arttıkça uluslararası spekülâtörler para otoritesin ve hükümetin kuru sürdürme güç ve kararlılığının zayıflayacağını beklerler. Bu münasebetle bankacılık sektöründe problemler varken uluslar arası spekülâtörler başlatılacak

(*) Bu, sabit kurun merkez bankası-hükümet tarafından sürdürülebilme gücünü ve kararlılığını ifade eder.

(**) domino taşı etkisi kuvvetli

bir öncü spekülâtif saldırının başarıya ulaşma ihtimalinin daha kuvvetli olduğunu düşünürler. Bu, uluslar arası spekülâtif saldırıları artırır.

Bankacılık sektörünün çöküşü finansal sektörde büyük bir daralma meydana getirir ve reel sektörde likidite sıkıntısına yol açar. Bankacılığın çöküşü ve finansal sektörde daralma reel sektörde hammadde, enerji, yarımamul, makine-teçhizat tedariki bakımından ithalata bağımlılığı yüksek endüstri kollarını da vurabilir. Bankacılık sektörünün çöküşü böylece reel sektörde hammadde, enerji, yarımamul, makine-teçhizatı ithalat darboğazlarına ve üretim (arz) şoklarına götürebilir. Bu, bankacılık sektörü çöküşünün ekonomiyi bir SS krizine götürebileceğini ifade eder.

“Kara delikler” (“likidite kara delikleri”)nin realitede varlığı; yani aktif piyasası çöküşü üzerinden para çöküşü (faiz oranlarının artması) ile bankaların mali yapıların zayıflaması, banka blançolarının net (iskonto) piyasa değerinin azalması, sektöre yönelik genel güven kaybı, bankacılık sisteminden mevduatların daha güvenli ve sağlam addedilen yabancı bankalara (dolayısıyla da ülke dışına) kaçması, bunun tekrar sabit kur üzerinde yukarı yönlü baskı meydana getirmesi arasında kuvvetli bir geribesleme ve etkileşim zincirinin varlığı “bankacılık sektörü problemlerinden para çöküşü-BOP problemlerine doğru işleyen” illiyet zinciri bakımından da son derece önemlidir.

(c) Ortak makroekonomik unsurlardan^(*) hem ödemeler blançosu problemlerine hem de aynı zamanda bankacılık sektörü problemlerine

İkiz kriz fenomeninde illiyet zinciri üçüncü olarak müşterek unsurlardan direkt olarak hem bankacılık problemlerine hem de BOP problemlerine ve para çöküşüne doğru işleyebilir.⁴⁴ İlliyet zincirinin bu tür işleyişinde kimi ortak unsurlar bankacılık ve para krizlerinden her birine direkt olarak götürmektedir. Bu, para ve bankacılık krizlerinin kimi ortak unsurlara doğrudan ve kuvvetli şekilde dayanmasından ileri gelir.

Ortaklaşa hem para çöküşü ve hem de bankacılık problemlerine direkt olarak götüren ortak unsurlar olarak literatürde şunlar sıralanmaktadır:⁴⁵

- (i) Döviz kurunun sabitlenmesi temelli enflasyon düşürme planı,
- (ii) Yabancı faizlerin yükselmesi, uluslar arası finansal piyasalarda likidite daralması gibi bir dış finansal şok ya da başka bir sebeple ülkeden uluslar arası finansal sermaye kaçışı,
- (iv) Aşırı derecede hızlı finansal liberalizasyon ve uygunsuz deregülasyon,
- (iv) Beklentilerde kötüleşme.

(*) Negatif büyüme şoku (ekonomik büyümede büyük bir düşme), faiz oranlarında artış, dış finansal şok, ülkeye uluslar arası net özel sermaye girişinde reversal, ülke ekonomisine yönelik risk algılamalarında kötüleşme, beklentilerde kötüleşme gibi.

⁴⁴ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999), s. 3 ve s. 475, Glick ve Hutchison (1999), s. 5, Hagen ve Ho (2003), s. 4.

⁴⁵ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999), s. 3 ve s. 475, Glick ve Hutchison (1999), s. 5.

İkiz para ve bankacılık krizlerinin amprik olarak tanımlanması konusu iki safhadan meydana gelir. İlk safhada amprik olarak para ve bankacılık krizlerinin tanımı yapılmaya çalışılır. Sonra sıra ikinci safhaya gelir. İkinci safhada ikiz kriz fenomeninde iki kriz türünün eşanlı surette vuku bulmalarında “eş anlılık” unsuruna açıklık getirilir. İkinci safhada “eş anlılık”(*) ile ilgili zaman penceresinin genişliği ve ne zaman başladığı ele alınıp tanımlanmaya çalışılır. Bu safhada “eş anlılıkla ilgili zaman penceresi” ne kadar uzun ve ne zaman başlar sorusuna cevap aranır. İkiz kriz para ve bankacılık krizi fenomeninin amprik tanımıyla ilgili olarak para krizlerinin amprik tanımlanması ve bankacılık krizlerinin amprik tanımlanması daha önceden para krizleri ve bankacılık krizleri konularında ele alınmıştır.

“Eşlik”le ilgili zaman penceresinin genişliği ve ne zaman başladığı konusunda literatürde farklı görüşler vardır. Kaminsky ve Reinhart (1996,1999)’a göre “eş anlılık dönemi”, bankacılık krizinin başlamasını müteakip 48 aydır. Bir bankacılık krizini, başlamasını müteakip 48 aylık dönemde bir para krizinin vuku bulması takip ederse bu, bir ikiz para ve bankacılık krizi fenomenidir.⁴⁶ Buna göre “eşanlılık dönemi” 48 aydır ve bankacılık krizinin meydana gelişıyla başlar. Bu çalışmalarda ikiz para ve bankacılık krizi fenomeni bir bankacılık krizine, başlamasını müteakip 48 ay içinde bir para krizinin eşlik etmesi olarak görülmektedir. Buna göre ikiz para ve bankacılık krizi fenomeninde bankacılık krizinin başlamasını para krizi takip eder; bankacılık krizi para krizine tekaddüm eder, onu takip etmez.

Glick ve Hutchison (1999,2002)’ye göre eşlikle ilgili zaman penceresi 36 ay (12 çeyrek) olup para krizinin vuku yılı, öncesi ve sonrası yılı içermektedir.⁴⁷ Buna göre bankacılık krizi para krizine tekaddüm edebileceği gibi onu takip de edebilir. İkiz para ve bankacılık krizi para (veya bankacılık) krizine kriz yılı, öncesi ve sonrası yıl olmak üzere 3 yıl içerisinde bir bankacılık (veya para) krizinin vukuunun eşlik etmesidir.

Hagen ve Ho (2003a,2004)’te “eşanlılık zaman penceresi” ile ilgili olarak 2 farklı tanıma yer verilmiştir.⁴⁸ İlk tanımda “zaman penceresi” genişliği 8 çeyrek (24 ay) olup bankacılık krizinin başlaması ile başlamaktadır. Buna göre eş anlılık dönemi para krizinin başlamasını müteakip 24 aylık dönemdir. İkiz kriz fenomeni bir bankacılık krizine, başlamasını müteakip 24 ay içerisinde bir para krizinin eşlik etmesidir. İkinci tanımda “eş anlılık zaman penceresi”nin genişliği ve ne zaman başladığı Glick ve Hutchison (1999,2002)’dekiyle aynıdır. Eşlik zaman penceresi para krizinin vuku yılı, öncesi ve sonrası yıl olmak üzere 3 yıldır. İkiz krizde bankacılık krizinin başlaması para krizine tekaddüm

(*) “eşlik”

⁴⁶ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999).

⁴⁷ Glick ve Hutchison (1999,2002).

⁴⁸ Hagen ve Ho (2003a,2004).

edebileceği gibi onu takip de edebilir. İkiz kriz bir bankacılık (para) krizine kriz yılı, öncesi ve sonrası yıl olmak üzere 36 ay içerisinde bir para (bankacılık) krizinin eşlik etmesidir.

Literatüre göre “kendiliğinden vuku bulan” ikiz para ve bankacılık krizi”nin meydana gelmesi mümkündür. Bu, “kendiliğinden vaki” karakterde hem para krizinin hem de bankacılık krizinin meydana gelmesinin mümkün olmasından ileri gelir.

Literatüre göre ikiz para ve bankacılık krizlerinin ortalama ömrü 3-5 yıl kadardır. Bu finansal kriz türünün yol açtığı çıktı kaybı ise GDP ye oranla ve ortalama olarak yıllık%2-6, kümülatif %9-18 arasında değişmektedir.^(*)

İkiz krizde çıktı üzerinde “iki kriz türünün ikiz halde meydana gelişinin” ilave (marjinal) bir etkisinin olup olmadığı literatürde ikiz krizin maliyeti hususunda önemli konulardan birisidir. İkiz krizin yol açtığı çıktı kaybı (normal etki), iki kriz türünün münferit halde vuku bulduklarında doğrudukları etkilerin matematiksel toplamından (bileşik etkisinden) mi ibarettir yoksa sözkonusu toplamdan daha büyük müdür? Çalışmalarda bu hususta birbirinden farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Ayrıca konunun literatürde ikiz para ve bankacılık krizi tipi tecrübeleri özelinde ele alınmış olduğu görülmektedir.

2. İkiz para ve kamu dış borç krizleri

İkiz krizin ikinci tipi ikiz para ve borç krizidir.⁴⁹ İkiz para ve borç krizi fenomeni para ve borç krizlerinin eş anlı olarak vuku bulmasıdır.⁵⁰ Bu ikiz kriz tipinde de iki kriz türü birbirlerinden bağımsız, kopuk şekilde değil, aksine kuvvetli bir illiyet bağlantısı, karşılıklı etkileşim, geribesleme mekanizması içerisinde meydana gelmektedir. Realitede ikiz para ve borç krizlerinde iki kriz türü arasında çoğunlukla pozitif yönde fakat bazen ve nadiren de negatif yönde illiyet bağlantısı vardır.⁵¹ Para ve borç krizleri arasında pozitif yönde illiyet varlığı iki kriz türünden birisinin meydana gelmesi diğerinin de vuku bulmasına götürmesini ifade eder. Bu durumda birisinin meydana gelmesi diğerinin de meydana gelme ihtimalini artırır. Burada para ve borç krizleri birbirlerini tamamlayıcı haldedirler. İki kriz türü arasında

(*) Barro (2001)’e göre iki kriz türünün bileşik (cebirsal toplam) etkisi [%6,5+%3=] %9,5’tur. Bordo et. al (2001)’e göre ikiz krizlerin kümülatif çıktı kaybı GDP ye oranla “normal etki” olarak ortalama %16; bileşik (cebirsal toplam) etkisi GDP ye oranla, ortalama olarak yine kümülatif %13,1’dir. İki kriz türünün ikizliğinden ileri gelen ilave (marjinal) etki buna göre [%16-%13,1=] %2,9 olur ki bu anlamlı büyüklükte bir etkidir. Kaminsky ve Reinhart (1999)’a göre de iki kriz türünün ikizliğinden ileri gelen marjinal (ilave) etki anlamlı büyüklüktedir. Glick ve Neuberger (2002)’de iki kriz türünün bileşik ve kümülatif çıktı kaybı %13-18 arasında bulunmuştur. Hutchison ve Neuberger (2002)’de ikiz krizlerin kümülatif olarak ortalama ve GDP ye oranla “normal çıktı kaybı” %15-18, “bileşik yani iki kriz türünün münferiden vuku bulduklarında yol açtıkları çıktı kayıplarının cebirsal toplamı anlamında etki” GDP ye oranla ortalama olarak ve kümülatif %13-18 bulunmuştur. Bu çalışmaya göre “ikizlik”ten ileri gelen marjinal çıktı kaybı etkisi “anlamlı -büyüklükte- değildir, yani ikizlik marjinal etkiye sahip olmayıp “ilave” bir çıktı kaybına yol açmamaktadır.

⁴⁹ Bauer, Herz, ve Karb (2003,2005).

⁵⁰ Bauer, Herz, ve Karb (2003), s. 1, Herz ve Tong (2007), s 3.

⁵¹ Bauer, Herz, ve Karb (2005), s. 6.

negatif yönde illiyet varken birisinin meydana gelmesi bu defa diğerinin meydana gelme saiklerini ve ihtimalini zayıflatır. İki kriz türü arasında negatif yönde bağlantı varken para ve borç krizi durumları birbirlerine rakip ve alternatif durumlardır. Birisinin vuku bulduğu durumun ortaya çıkması diğerinin meydana geldiği alternatif durumun ortaya çıkmasına, bir başka açıdan diğerinin meydana gelmesinin göze alınmasına duyulan ihtiyacı azaltır. Burada para ve borç krizi durumları birbirleriyle ikame halledirler.

Realitede dönem-ülke itibarıyla para ve borç krizleri bakımından aşağıdaki tabloda işaret edilen 4 muhtemel durum vardır. Buna göre realitede bazen yalnız para krizi bazen yalnız borç krizi, bazen hem para hem de borç krizi var; bazen de ne para ne de borç krizi yoktur.

Şema 1.1: Pür para, pür borç, ikiz para ve borç krizleri itibarıyla realitede mevcut 4 alternatif durum

		Para/BOP Krizi (Para çöküşü-Devalüasyon) (Para çöküşü, devalüasyon, sabit kurun terk edilmesi, vb.)	
		var	yok
Ödeme acizliği Likidite acizliği Stratejik acizlik	Para krizi	var	yok
	Borç krizi	yok	yok
	var	Para krizi de borç krizi de var. (Hem para hem de borç krizi tecrübesi) İkiz para ve borç krizi var. T ₁ İkiz para ve borç krizi	Para krizi yok, fakat borç krizi var. Yani münferit (pür) borç krizi var. T ₂ Münferit borç krizi
	yok	Borç krizi yok, fakat para krizi var. Yani münferit (pür) para krizi var. T ₃ Münferit para krizi	Ne para krizi ne de borç krizi var. Hiçbir tür (ne münferit ne de ikiz) kriz yok İkiz para ve borç krizi var. T ₄ Kriz yok.

Kaynak: Bauer, Herz, ve Karb (2005), s. 6.

a. Para ve borç krizleri arasında pozitif yönde irtibatın varlığı

Çoğunlukla para ve borç krizleri birbirleriyle pozitif yönde irtibat halindedirler. 2 kriz türü arasında pozitif yönde etkileşim, geribesleme mekanizması ve karşılıklı münasebet vardır. 2 kriz türünün birbirlerine pozitif yönde bağlı olmaları birisinin vuku bulmasının diğerinin de meydana gelmesine götüreceğini ifade eder.

Para ve borç krizleri arasında pozitif yönde bir irtibatın varlığı ikiz para ve borç krizi literatüründe illiyetle ilgili şu 2 ana noktaya dayandırılmaktadır: ⁵² Kriz türleri arasında “bulaşıcılık” etkisi (internal contagion effect) ve iki kriz türüne götüren kuvvetli “ortak unsurların” varlığı.

⁵² Herz ve Tong (2004,2007), s. 2 ve 4, Bauer, Herz, ve Karb (2005), s. 5.

(a) İki kriz türü arasında direkt olarak işleyen illiyet zincirinin, karşılıklı etkileşim ve geribesleme mekanizmasının varlığı yani kriz türleri arasında doğrudan “bulaşıcılık” etkisi

İki kriz türü arasında gerek para krizinden borç krizine gerekse borç krizinden para krizine doğru yani çift yönlü, karşılıklı olarak işleyen kuvvetli bir illiyet zinciri mekanizması vardır. Bu illiyet zinciri muhtelif kanallardan para krizinden borç krizine doğru işleyebileceği gibi tersi yönde de işleyebilir.⁵³ 2 kriz türü arasında doğrudan doğruya işleyen illiyet zinciri mekanizmasının varlığına ve işlemesine, bir kriz türünün varlığının illiyet zinciri mekanizması üzerinden bir diğer kriz türüne götürmesine literatürde “bulaşıcılık” etkisi denilmektedir. Finansal krizler bakımından “bulaşıcılık” aynı ülkedeki kriz türleri arasında olabileceği gibi (internal contagion) ülkeler arasında da olabilir (international contagion). “Bulaşıcılık” ülkeler arasında olduğunda bu, krizin bir ülkeden diğerine geçmesini ve ülkeler arasında yayılmasını ifade eder.

Para ve borç krizleri arasında teorik olarak doğrudan işleyen kuvvetli bir illiyet zinciri, etkileşim ve geribesleme mekanizması vardır. 2 kriz türü arasındaki illiyet zinciri mekanizması para krizinden borç krizine doğru olabileceği gibi borç krizinden para krizine doğru da olabilir.⁵⁴

Para krizinden borç krizine doğru işleyen illiyet zincirinin varlığının ana sebepleri olarak şunlar sıralanabilir: (i) Devalüasyon döviz cinsinden borçların ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırır. Bu, hükümetin döviz cinsinden borçları için de geçerlidir. (ii) Devalüasyon ve sabit kur çöküşü hükümete yönelik “beklentileri” (risk algısını) kötüleştirir. (iii) İç piyasalarda da beklentiler kötüleşir ve hükümetin iç borçlanma şartları ağırlaşır. (iv) Devalüasyon ekonomide mutlaka şiddetli bir durgunuğa götürür. Durgunluk vergi gelirlerini azaltır, sosyal transfer harcamaları başta olmak üzere bütçe harcamalarını artırır yani bütçe ve kamu finansman dengesini kötüleştirir. (v) Para çöküşü faiz oranlarında büyük bir artış meydana getirir ve hükümetin finansal durumunu şiddetli şekilde etkiler.

Borç krizinden para krizine doğru işleyen illiyet zincirinin varlığının ana sebepleri olarak şunlar sıralanabilir: (i) Kamu dış borç krizi ekonomik durgunluk ve ekonomik büyümede yavaşlama meydana getirir. Durgunluk bütçe ve kamu finansman dengesini kötüleştirir. Bu da açığın parasallaştırılmasına götürebilir. (ii) Borç krizi vuku bulduğunda ülke ekonomisine yönelik olarak da beklentilerde (risk algılamalarında) kötüleşme meydana gelir. Bu, sabit kur üzerinde yukarı yönlü baskıları artırır. (iii) Borç krizi meydana geldiğinde hükümet bütçe ve kamu finansman açığını para basarak finanse etmeye yönelebilir. Bu, aşırı

⁵³ Bauer, Herz, ve Karb (2005), s. 6, Dreher, Herz, ve Karb (2005), s. 6-8.

⁵⁴ Dreher, Herz, ve Karb (2005), s. 6-8, Bauer, Herz, ve Karb (2005); s. 6.

parasal genişlemeye götürür. (iv) Kamu dış borç krizi meydana geldiğinde ülkeden uluslar arası finansal sermaye kaçıışı gerçekleşir. (v) Kamu dış borç krizi meydana geldiğinde sabit kura yönelik uluslararası spekülasyonlar artar.

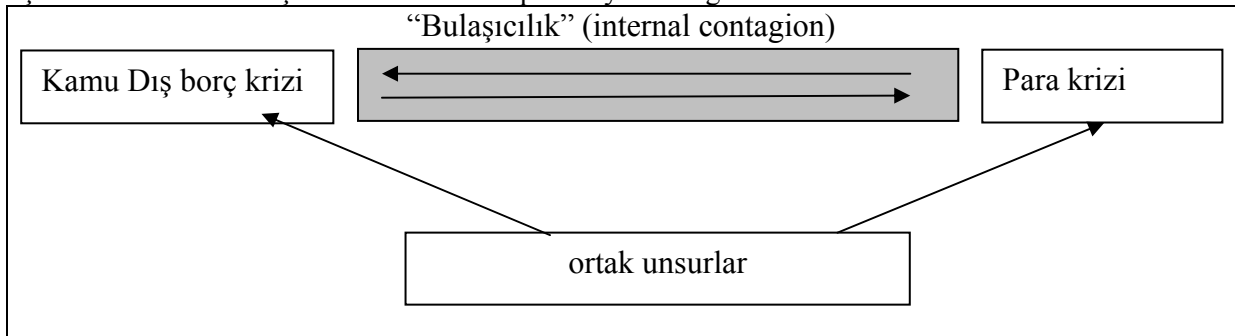
(b) Her iki kriz türüne de direkt olarak ve kuvvetli şekilde etki eden “ortak unsurların” varlığı

Hem para ve hem de borç krizine direkt surette ve kuvvetli şekilde etki eden “ortak sebepler” vardır. Her 2 kriz türünün de kuvvetli ortak sebeplere sahip olması para ve borç krizlerinin eşanlı surette meydana gelebilmelerinin teorik olarak mümkün olduğunu ifade eder. Eğer ekonomide sözkonusu “ortak sebepler” var ise bunlar her 2 kriz türüne de götürebilir.

Her 2 kriz türüne de direkt surette etki eden “ortak unsurlar” olarak başlıca şunlar sıralanabilir: (i) Durgunluk ve ekonomik büyümede yavaşlama^(*) hem para krizine hem de faiz oranlarında artış, vergi gelirleri ve bütçe harcamaları üzerinden borç krizine götürür. (ii) Beklentilerde kötüleşme hem para krizine hem de borç krizine götürebilir. Beklentilerde değişme genel olarak ülke ekonomisine veya hükümete yönelik değişmeyi ifade eder. Ülke ekonomisinin genel durumuna yönelik beklentilerde kötüleşme ile hükümetin durumuna yönelik beklentilerde kötüleşme arasında da pozitif yönde bir münasebet vardır. Ülke ekonomisine yönelik beklentiler kötüleştiğinde hükümete yönelik risk algısı da kötüleşir ve hükümete yönelik beklentiler kötüleştiğinde bu, ülke ekonomisine yönelik beklentileri de etkiler. (iii) Bir dış finansal şok her iki kriz türüne de götürebilir. (iv) Yurtiçi faiz oranlarında artış hem kamu dış borç krizine ve ikinci nesil teorilere göre hem de para krizine götürebilir. (v) Ülkeden uluslar arası sermaye çıkışı her iki kriz türüne de götürebilir.

Para ve borç krizleri arasındaki pozitif yönlü bağlantı aşağıda bir şema halinde gösterilmiştir.⁵⁵

Şema 1.2: Para ve borç krizleri arasındaki pozitif yönlü bağlantı



Kaynak: Bauer, Herz, ve Karb (2005b), s. 5.

(*) negatif büyüme şoku

⁵⁵ Bauer, Herz, ve Karb (2005b), s. 5.

b. Para ve borç krizleri arasında negatif yönde irtibatın varlığı

Para ve borç krizleri arasında bazen negatif yönde bir irtibat vardır.⁵⁶ Bütçe açığının finanse edilmesi bakımından “kamu acizliği” durumu ile para çöküşü-devalüasyonun göze alındığı durum (en sonunda para çöküşüne götüren para basma ve parasal genişleme yolu) alternatif (ikame) haldedirler. Hükümet veri bir bütçe açığını finanse etmek için vadesi gelen dış borçları ödemekten vazgeçmek (kamu acizliği durumu) veya para basarak finanse etmek (parasal genişlemenin birinci nesil para krizi teorilerine göre götüreceği para krizi durumu) yoluna gidebilir ya da kısmen para basma (kısmi devalüasyon) ve kısmi “acizlik” yolunu seçebilir. Hükümet bir ekonomik refah maksimizasyoncusudur ve bu 3 alternatif durum arasında bir seçim yapar. Burada bütçe açığını finanse etmek bakımından hükümetin kısmi dış borç “acizliği”ine gitmesi (sovereign default durumunun ortaya çıkması) para basma yoluna gitmesi (aşırı parasal genişlemenin götüreceği para krizi durumu) ihtiyacını azaltır.

Literatüre göre hükümet veri bir bütçe açığını finanse ederken 5 alternatif yola sahiptir. Bunlar arasında tercihte bulunurken hükümet refah maksimizasyoncusu olarak davranır yani her bir alternatifin faydasını ve refah kaybını mukayese eder. Hükümet bütçe açığını finanse etmek bakımından şu 5 alternatif arasında bir seçim yapmak zorundadır.⁵⁷

- (1) Bütçe açığını kapatmak yani bu maksatla;
 - (i) Bütçe harcamalarını azaltmak,
 - (ii) Vergi gelirlerini artırmak,
- (11) Bütçe açığı veri iken onu finanse etmek bakımından;
 - (iii) Para basmak^(*) (münferit para krizine götürür)
 - (iv) Vadesi gelen dış borçları ödememek yolu yani borç “acizlik”i (münferit borç krizi durumu),
 - (v) Kısmi para basma ve kısmi “acizlik” bileşimi (kısmi acizyet-kısmi devalüasyon durumunun göze alınması).^(**)

Bütçe açığı ve kamu finansman ihtiyacının finanse edilmesi hareket noktası alınarak para ve borç krizleri arasındaki negatif bağlantının analizinde pür para krizi, pür borç krizi, ikiz para ve borç krizi fenomenleri açısından varılan sonuçlar bir tablo halinde şöyle özetlenebilir.⁵⁸

⁵⁶ Dreher, Herz, ve Karb (2005), s. 8.

⁵⁷ Bauer, Herz, ve Karb (2003,2005), s. ve s. 6, Dreher, Herz, ve Karb (2005); s. 8.

(*) Bütçe açığının parasallaştırılması ve parasal genişleme

(**) Pür olanlarına göre daha mutedil olmak üzere hem devalüasyon ve hem de borç krizi durumu

⁵⁸ Her duruma dair açıklama içermeyen, ancak buradakiyle temelde aynı olan bir tablo için bak., Herz ve Tong (2004), s. 3, Bauer, Herz, ve Karb (2003), s. 3-4.

Şema 1.3: Bütçe ve kamu finansman açığının finanse edilmesi bakımından pür para, borç krizleri ve ikiz krizler

		Para basma-Parasal genişleme yolu [enflasyona ve sonunda da devalüasyona→ sabit kur çöküşüne→ para krizine götürüyor]	
		yok	var
Dış Borç Acizliği (Default)	yok	<p>Kriz dışı durum (kriz) yok.</p> <p>Bütçe açığı (a) grubu alternatifleriyle finanse ediliyor. Yani; (i) harcamaları azaltma ve/veya (ii) vergileri artırma yoluna gidiliyor. (Ne para basma ne acizlik yok.)</p>	<p>Pür (Münferit) para krizi durumu</p> <p>Bütçe açığı münhasıran (yalnızca) para basma - parasal genişleme yoluyla finanse ediliyor. (b/iii) Parasal genişleme enflasyona, o da sabit kur çöküşüne yani Krugman (1979) tipi bir para krizine götürüyor.</p>
	var	<p>Pür (münferit) borç krizi</p> <p>Bütçe açığı münhasıran borç acizliği yoluyla finanse ediliyor (b/iv). Bu münasebetle münferit (pür) borç krizi ortaya çıkıyor.</p>	<p>İkiz para ve borç krizi</p> <p>Bütçe açığı kısmen para basma-parasal genişleme ve kısmî acizlik yoluyla finanse ediliyor. Yani kısmî par basma-kısmî acizlik bileşimi seçiliyor (b/v) Her birisi de pür türlerine göre daha hafif olmakla beraber hem para hem borç krizi eşanlı olarak vuku buluyor. [ikiz para ve borç krizi fenomeni]</p>

Kaynak: Temelde aynı bir tablo için bak., Herz ve Tong (2004), s. 3, Bauer, Herz, ve Karb (2003), s. 3-4.

İkiz kriz literatürüne göre “kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) karakterde ikiz para ve borç krizinin vuku bulması mümkündür. Bu, “kendiliğinden vuku bulucu” karakterde hem para hem de borç krizinin meydana gelmesinin mümkün olmasından ileri gelir. “Kendiliğinden vaki” karakterde ikiz para ve borç krizinin meydana gelmesi bakımından ya para krizi ya da borç krizi veya her ikisi ile ilgili olarak ülke ekonomisinin “gri alanda” bulunması gerekir. Pür para, pür borç, ikiz para ve borç krizlerinin “kendiliğinden vaki” karakterde meydana gelmesi hususu tablo halinde aşağıdaki gibi (Şema 1.4) tasvir edilebilir:

Şema 1.4: Para, borç krizleri ve ikiz krizlerin karakteriyle ilgili özet

		2. nesil kriz teorilerine göre Para krizi zemininin kuvvetli-zayıf olması			
		Ekonomik temellerin (parasal ve finansal unsurların) durumu			
		Çok iyi (Uç durum 1/beyaz)	Orta durum [gri alan]	Çok kötü (uç durum 2/siyah)	
Kamu dış borç krizi zemininin kuvvetli-zayıf olması	Dış borçların, GDP ye oranı itibarıyla seviyesi ve vade yapısı bakımından durumu	Çok iyi (Uç durum 1/beyaz) [Hacim çok düşük, vade uzun]	Hiçbir tür kriz (ne münferit para ne münferit borç krizi ve ne de ikiz kriz) yok. Beklentiler etkili değil. T ₁	Borç krizi yok, münferit “bizzat vaki” (self-fulfilling) para krizi muhtemel fakat ihtimal düşük (%15-30 gibi) İkiz kriz yok. Beklentiler sadece para kriziyle ilgili olarak etkili ancak borç kriziyle ilgili olarak etkili değil. T ₂	Münferit para krizi var ve “bizzat vaki” karakterli (self-fulfilling) değil. Borç krizi yok. Beklentiler etkili değil. T ₃
		Orta durum [gri alan ←→ (3)]	Borç krizi muhtemel, ancak ihtimal düşük. Meydana gelirse borç krizi “kendiliğinden vuku bulucu” (self-fulfilling.) Para krizi yok. İkiz kriz yok. T ₄	Para krizi de muhtemel, borç krizi de muhtemel. İkiz kriz kuvvetle muhtemel. Her 3 ü de self-fulfilling. (İkiz kriz ihtimali örneğin %50-60). Beklentiler etkili. [“kendiliğinden vaki” ikiz kriz]. T ₅	Para krizi var (mutlaka) ve “kendiliğinden vuku bulucu” değil. Borç krizi çok büyük bir ihtimalle var (%80-95) ve “kendiliğinden vuku bulucu”. İkiz kriz var ancak (%80-95 ihtimalle) “kendiliğinden vuku bulucu” değil. Beklentiler sadece borç krizinde etkili. T ₆
		Çok kötü (Uç durum 2/siyah) [Hacim çok yüksek ve/veya vade çok kısa]	Münferit borç krizi var, ancak “kendiliğinden vuku bulucu” değil. Para krizi yok. Beklentiler etkili değil. T ₇	Borç krizi mutlaka var yani “kendiliğinden vuku bulucu” değil. Para krizi çok kuvvetle muhtemel (%70-80). Para krizi “kendiliğinden vuku bulucu. İkiz kriz var (kuvvetle muhtemel; %70-80). İkiz kriz “kendiliğinden vuku bulucu” değil. Beklentiler; para kriziyle ve ikiz krizle ilgili etkili, borç krizinde değil. T ₈	Hem para krizi hem de borç krizi var. İkiz kriz var, ancak “kendiliğinden vuku bulucu” değil. Beklentiler etkili değil. T ₉

Kaynak: Kriz literatüründen hareket edilerek tarafımızdan hazırlanmıştır.

İkiz para ve borç krizlerinin amprik olarak tanımlanması konusu 2 safhadan oluşur. İlk safhada para ve borç krizlerinin amprik tanımları yapılır. Sıra “eşanlılık dönemi” (“zaman penceresi”) nin genişliğine ve ne zaman başlayacağına gelir. Eşanlılık döneminin uzunluğu ve ne zaman başladığının tanımlanması ikinci safhada ele alınır. Para ve borç krizlerinin amprik tanımları daha önceden yapılmış olduğundan burada yalnızca “eşlik dönemi” (“zaman penceresi”)nin genişliği ve ne zaman başladığı hususu ele alınacaktır.

İkiz para ve borç krizi fenomeni üzerine amprik olarak literatürde 3 tanım vardır. İkiz para ve borç krizi fenomeni ilk tanıma göre para ve borç krizlerinin 1 yıl içerisinde, ikinci tanıma göre 3 yıl içerisinde birlikte meydana gelmeleridir. Üçüncü tanıma göre ise zaman penceresi 24 ay olup iki krizden birisinin başlamasını müteakip dönemdir. Buna göre ikiz para ve borç krizi fenomeni para (borç) krizine, başlamasını müteakip 2 yıl içerisinde bir borç (para) krizi eşlik etmesidir.⁵⁹ İki kriz türünden hangisinin önce başladığı bu tanımda da önemli değildir.

Kriz literatürüne göre “üçüz kriz” ekonomide üç finansal kriz türünün eş anlı olarak vuku bulmasıdır. “Üçüz kriz” kavramı literatüre yeni girmiştir. Üçüz kriz fenomeni para, bankacılık ve borç krizlerinin eş anlı olarak yani kuvvetli bir illiyet bağlantısı, geribesleme mekanizması ve etkileşim içerisinde meydana gelmesini ifade eder.

⁵⁹ Reinhart (2002), s. 10.

İKİNCİ BÖLÜM

ASYA KRİZİ ÖNCESİNDE

FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

I. BİRİNCİ ve İKİNCİ NESİL PARA KRİZİ TEORİLERİ

A. BİRİNCİ NESİL (KANONİKAL) PARA KRİZİ TEORİLERİ

Birinci nesil para krizi teorileri Krugman (1979)'da inşa edilmiş ve Flood ve Garber (1984)'te geliştirilmiştir.⁶⁰ Krugman işaret edilen çalışmasında kendisinin inşa ettiği teorinin, Salant ve Henderson (1978) tarafından “tükenebilir kaynaklar teorisi” suretinde oluşturulduğunu ifade etmektedir. Krugman, “tüketilebilir kaynaklar teorisi”ni esas alıp nakit birimlerine yönelik spekülasyon atakları ve ödemeler bilançosu krizlerini izah etmek üzere uyarlamıştır. Salant ve Henderson (1978)'de yer alan “tüketilebilir kaynaklar teorisi”, esasen “tükenebilir mallara yönelik spekülasyon atakları”, altın standardı cari iken, izah edilmek üzere meydana getirilmiştir.

Birinci nesil (first generation) para krizi teorilerine kanonikal para krizi teorileri de denilmektedir.

Krugman, inşa ettiği bu teoriye Krugman (1979)'da “ödemeler bilançosu krizi modeli” başlığını koymuştur. Birinci ve ikinci nesil para krizi teorileri tasnifi 1995'te Eichengreen, Rose, ve Wyplosz (1995) tarafından yapılmıştır.⁶¹

Birinci nesil finansal kriz teorilerinin izah etmeye çalıştığı “standart kriz”, bir “para krizi”dir. Birinci nesil para krizi teorileri 1973-82 arasında özellikle Latin Amerika ülkeleri (1973–82 arasında Meksika’da ve 1978-81 arasında Arjantin’de) olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde tecrübe edilen krizleri açıklamak üzere inşa edilmişlerdir.⁶²

1. Birinci nesil para krizi modellerinde teorik zemin

Hükümet yurtiçi nakdin yabancı para cinsinden değerini, bir diğer bakımdan döviz kurunu sabitler. Yurtiçi nakit ile yabancı para cinsinden nakit arasında tesbit edilmiş pariteyi muhafaza etmek amacıyla, hükümet, döviz piyasalarına direkt surette müdahale etmektedir. Hükümet döviz piyasasına müdahale esnasında, yurtiçi nakitte yabancı nakde nisbeten bir değerlendirme yani döviz kurunda fiilen bir düşme eğilimi vukû bulduğunda (apresiasyon) piyasadan yabancı para

⁶⁰ Krugman (1979), Flood ve Garber (1984). Bu model Ageneor, Bhandari, ve Flood (1992) de daha da genişletilmiştir. [Flood ve Marion (1984), s. 2].

⁶¹ Eichengreen, Rose, ve Wyplosz (1995).

⁶² Flood ve Marion (1998), s. 1. Birinci nesil para krizi teorilerinde temel hikâye “sabit kurun çöküşü” hikâyesidir. Bu teorilerde sabit kur sisteminin ve aşırı (ekonomik büyüme oranının üzerinde bir hızda) finansal-parasal genişlemenin ekonomiyi nasıl krize götürdüğü resmedilmektedir.

satın almakta ve yabancı para cinsinden elindeki rezervleri artmaktadır (ödemeler bilançosunun fazla vermesi durumu). Sözkonusu müdahale, yurtiçi nakdin yabancı nakde kıyasla fiilen değer kaybetme yani döviz kurunda yükselme (depresiasyon) eğilimi vukû bulduğunda (ödemeler bilançosunun açık vermesi halinde) ise hükûmetin döviz piyasasına sabit döviz kurunu muhafaza edebilmek için, döviz satması suretinde cereyan eder. Hükûmet, döviz piyasasına döviz kurunu tesbit edilen seviyesinde sabit tutabilmek yani sabit döviz kurunu devam ettirebilmek maksadıyla müdahale ederken kullanmak üzere elinde döviz rezervleri tutmaktadır.

Yurtiçi sakinleri, elde sadece iki aktif bulundurmakta; servetlerinin bir kısmını yurtiçi nakit, diğer kısmını da yabancı para suretinde tutmaktadırlar. Yabancılar ellerinde sözkonusu ülkenin para biriminden hiç bulundurmamaktadırlar. Yurtiçi sakinlerin, servetleri miktarı veri olmak üzere, servetlerinden yurtiçi para suretinde tuttıkları kısım ile yabancı para suretinde tuttıkları kısım birbirleriyle negatif bir münasebet içerisindedirler; birisi artarken diğeri aksine azalır. Yurtiçi sakinlerin finansal servetlerine “portföy”, finansal servetin yurtiçi ve yabancı para cinsinden kompozisyonuna da “portföy bileşimi” denir.

Yurt içi sakinlerin elde tuttıkları yabancı ve yurtiçi para cinsinden kısımlar, toplam finansal servetlerinin artan bir fonksiyonudurlar.

Yurtiçi sakinlerin elde tuttıkları yabancı ve yurtiçi para miktarları, birbirlerine de bağlıdırlar.

Dış fiyatların sabit kaldığı varsayılmaktadır.

Yurtiçi sakinlerin yurtiçi para cinsinden elde tuttıkları servet miktarı, yurtiçi sakinlerin yurtiçi nakit cinsinden para talepleri ve yabancı nakit cinsinden elde tuttıkları servet miktarı da yurtiçi sakinlerin yabancı para talepleri anlamına gelir.

PPP nin (Purchasing Power Parity) geçerli olduğu varsayılmaktadır. PPP teorisi, reel döviz kurunun ülkeler arası enflasyon farkı oranında artması gerektiğini savunur, “tek fiyat kanunu” gereği, PPP ye göre bir ülkenin yurtiçi parası, bir yabancı ülke parası karşısında “iç enflasyon-dış enflasyon” ($\pi_d - \pi_f$) haddinde değer kaybeder. Şu halde sabit kur sisteminin carî kalabilmesi, sabit paritenin korunabilmesi için iç ve dış enflasyon farkı ($\pi_d - \pi_f$) “0” olmalı; eğer π_f “0” ise π_d de “0” seviyesinde tutulmalıdır.

π enflasyon oranıdır. π aynı zamanda yurtiçi paranın maruz kaldığı değer kaybı oranını ifade eder. π^e beklenen enflasyon oranı, dolayısıyla da yurtiçi paranın ve bu para cinsinden elde tutulan servetin “beklenen değer kaybı” oranıdır.

Birinci nesil finansal kriz teorisine göre yurtiçi sakinlerin yurtiçi para talepleri π nin bir azalan fonksiyonudur. π (dolayısıyla da π^e) deki artış iki aktifli portföyde yurtiçi paranın miktar ve oranını azaltır, diğer taraftan yabancı paranın miktar ve oranını ise artırır; yani portföy bileşimini yurtiçi para aleyhine fakat yabancı para lehine değiştirir. Bir diğer ifadeyle π nin

(dolayısıyla π^e nin) artması portföyde yurtiçi nakit (ve yurtiçi nakit cinsinden kâğıtlar) yerine yabancı para (ve yabancı para cinsinden kâğıtlar) ikame edilmesine yol açar. π (ve π^e) deki yükselme, kısaca “para ve tahvil ikamesine” sebep olur.

π (ve π^e) deki artış şu halde, portföy miktarı veri iken, yabancı para talebini arttırmaktadır. O halde yurtiçi sakinlerin yabancı para talebi, yurt içi paranın π (ve π^e)nin azalan fonksiyonu olması üzerinden π (ve π^e)nin artan bir fonksiyonudur.

π nin artması; kamu açıklarını (G-T) kapatmak üzere hükûmetin para basmak yoluna gitmesinden, bir diğer ifadeyle “bütçe açığının parasallaştırılması”ndan kaynaklanmaktadır. Şu halde π nin artmasının arkaplanında kamu açıkları (bütçe açığı) (G-T) yer almaktadır.

Yurtiçi sakinlerin portföylerinde tuttukları her iki aktifin yani hem yurtiçi hem de yabancı paranın “0” faiz taşıdığı varsayılmaktadır.

Döviz piyasasında yurtiçi para ve yabancı para arasındaki işlem maliyetlerinin “0” olduğu varsayılmaktadır.

Sabit döviz kuru sistemi carî iken yurtiçi para ve yabancı para arasındaki pariteyle ilgili olarak mahiyetleri birbirlerinden farklı olan iki tür “döviz kuru” kavramı vardır: “Sabit döviz kuru” ve “gölge döviz kuru” seviyesi.⁶³ “Sabit döviz kuru”, burada klasik anlamına sahip olup yurtiçi ve yabancı para arasında hükûmet tarafından tesbit edilen sabit döviz kurudur. Hükûmet, tesbit etmiş olduğu döviz kurunu sabit tutmayı taahhüt eder ve bu maksatla elindeki yabancı para rezervlerini kullanır. Kurun sabitliğini korumak üzere döviz piyasasına müdahalede kullanılacak rezervlerin tam likit (her an kullanılmaya hazır) veya likiditesi çok yüksek (1 e çok yakın) olması gereklidir.

“Gölge döviz kuru”nun var olduğundan ülkede sabit döviz kuru sistemi geçerli iken ya da tam olarak sabit döviz kuru sistemi geçerli olmamakla beraber hükûmet tarafından döviz kurunu şekillendirmek üzere döviz piyasalarına -direkt- müdahalelerde bulunulduğu dönemlerde söz edilebilir. “Gölge döviz kuru”; sabit kur sistemi carî olduğu esnada, sabit döviz kuru sistemi terk edilip tamamen yüzen kur sistemine intikal edilmesi, tüm müdahaleler kaldırılıp tamamen serbest dalgalanmaya bırakılması halinde teşekkül edeceği beklenen “döviz kuru -denge- seviyesi”dir.⁶⁴ Şu halde “gölge döviz kuru”, iki unsura sahiptir. İlk unsura göre gölge döviz kuru yurtiçi sakinler ve spekülâtorler tarafından sabit kur carî iken var olan bir “beklenen döviz kuru”dur. İkinci unsura göre, sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu esnada var olmakla beraber, “gölge döviz kuru” kavramının ihtiva ettiği “bekleyiş”ler; eğer sabit döviz kuru rejiminden tamamen serbest kur sistemine geçilecek olsa serbest kur sistemine geçildiği -gelecek- dönemin gerçekleşecek denge döviz kuruyla ilgilidir. Bir diğer ifadeyle gölge döviz kuru kavramının ihtiva ettiği

⁶³ Krugman (1979).

bekleyişler, sabit döviz kuru rejiminin carî olduğu dönemde mevcuttur fakat sabit kur rejiminin geçerli olduğu, yaşanmakta olan dönemle ilgili değil; gelecek dönemle -diyelim ki sabit kur rejiminden tam serbest kur rejimine geçilecek olsun serbest kur rejimine geçilmesini müteâkip dönemle- ilgilidir.⁶⁵

“Gölge döviz kuru” seviyesi, beklenen enflasyon haddinin (π^e) artan bir fonksiyonudur.⁶⁶ Beklenen enflasyon (π^e) önemli ölçüde “geçmiş dönem enflasyonuna” yani fiilî enflasyona pozitif bir münasebetle bağlı olduğundan hareketle, “gölge döviz kuru” seviyesi, beklenen enflasyon oranı (π^e) üzerinden, geçmiş ve carî dönem enflasyon oranına (π) bağlıdır.⁶⁷ Geçmiş ve carî dönem enflasyonu (π) yükseldikçe, beklenen enflasyon (π^e), dolayısıyla da, sabit döviz kuru sisteminin carî olduğu dönemde, “gölge döviz kuru” seviyesi yükselir.

Ekonominin tam istihdam üretim seviyesinde dengede olduğu varsayılmaktadır.

Hükûmetin birincil ve ikincil rezervler olmak üzere iki grup rezerv tutmakta olduğu varsayılmaktadır. Piyasa, hükûmetin sabit kuru sürdürmek için birincil rezervleri tamamen kullanacağına kesin surette inanmaktadır. Fakat hükûmetin aynı maksatla ikincil rezervleri kullanıp kullanmayacağı piyasa -bilgisi- açısından meçhuldür. Şu kadar ki, piyasa, hükûmetin ikincil rezervlerden eğer bir kısmını kullanır ise kalan kısmı yani ikincil rezervlerin tamamını kullanacağına inanmaktadır. Bu, birincil rezervler tükendiğinde spekülâtif ataklar ve döviz kurunda yükselme eğilimi halâ kesilmemiş ise hükûmetin, ikincil rezervleri de kullanıp kullanmayacağını yani sabit döviz kurunu sürdüreceği mi yoksa terk edecek mi olduğunun piyasa açısından belirsiz olması anlamına gelir.

2. Birinci nesil para krizi teorisine göre para krizinin vukû bulma şekli

Başlangıçta, hükûmet döviz kurunu sabitlemiş olup tesbit etmiş olduğu pariteyi korumak üzere döviz piyasalarına müdahale etmeye hazır durumdadır. Döviz kuruna müdahale ederken kullanmak üzere, hükûmet, yabancı para rezervlerine sahiptir.

Fakat kamu (bütçe), mütemâdiyen açık vermektedir ($G-T > 0$). Hükûmet bütçe açıklarını parasallaştırmakta, yani merkez bankası kanalıyla “para basarak”^(*) finanse etmek yoluna gitmektedir. Bir diğer ifadeyle bütçe açıklarını kapatmak üzere genişletici para politikası uygulanmak yolu tercih edilmektedir. Bu, -nominal- para arzının devamlı olarak artması anlamına gelir. Para arzında sözkonusu artış kamu açıklarına ($G-T$) eşit seviyede gerçekleşecektir.

⁶⁴ Krugman (1979), Flood ve Marion (1998), s. 5.

⁶⁵ Krugman (1979).

⁶⁶ Krugman (1979).

⁶⁷ Krugman (1979).

^(*) hazinenin merkez bankasından borçlanması yoluyla

Para arzındaki artışa, fiyatlar genel seviyesi intibak edip yükselir. Para arzındaki artış sonucu, muhtelif mekanizmalar kanalıyla, son tahlilde geçmiş ve carî dönem enflasyon seviyesi (π) yükselir. Bu, gelecek dönemde beklenen enflasyon seviyesinin (π^e) yükselmesine yol açar.⁶⁸

Diğer taraftan fiyatlar genel seviyesinde yükselme yurtiçi para biriminin iç değerinin düşmesi demektir. PPP ye göre reel olarak, bir ülkenin parası -o para kullanılarak üretilen mallar cinsinden râyici^(*) itibarıyla- değer kaybederse, sözkonusu para dış değeri yani diğer ülke paraları cinsinden değeri itibarıyla de değer kaybeder.

Fiyatlar genel seviyesinde artış meydana gelmesi ve gelecek dönemde de fiyatlar genel seviyesinin yükseleceğinin beklenmesi yani π ve π^e nin “0” dan büyük olması, yurtiçi nakit cinsinden elde tutulan servetin reel değerinin azalması anlamına gelir. Dolayısıyla döviz kuruna hiçbir müdahale mevcut olmasaydı, π ve π^e nin “0”dan büyük olması bile yurtiçi nakit cinsinden, nominal olarak sabit ve “0” faiz taşıyan aktifler (yurtiçi para) yerine, ya yurtiçi nakit cinsinden muharrer olmakla beraber faiz getiren aktiflerin yahut da yurtiçi para karşısında değeri yükseleceği bekleniyor ise yabancı paranın ve yabancı para cinsinden aktiflerin ikame edilmesine teşebbüs edilmesine yeterli gelecektir. Bu, yurtiçi nakit cinsinden ve nominal değer itibarıyla sabit ve “0” faizli aktiflerin elden çıkarılması, dolayısıyla yurtiçi para arzının artması; yabancı para cinsinden aktif talebinin yani yabancı para talebinin artması anlamına gelir. Sonuçta yurtiçi paranın, hem iç (mal cinsinden) hem de dış (yabancı paralar cinsinden) değeri düşecektir.

Yurtiçi paranın yabancı para karşısında değerinin düşme^(**) eğilimini, kısmen veya tamamen, hükûmetin yabancı para rezervlerini kullanarak döviz piyasasına müdahalede bulunması bertaraf edebilecektir.

Carî dönem enflasyonunun (π) ve gelecek dönemde beklenen enflasyonun (π^e) artması “gölge döviz kuru” seviyesini yükseltir.⁶⁹ Çünkü gölge döviz kuru carî dönem enflasyonunun, gelecekte beklenen enflasyon üzerinden, artan bir fonksiyonudur.

Gölge döviz kuru, hükûmet tarafından tesbit edilen sabit kur ile mukayese edildiğinde 3 muhtemel durum vardır: Gölge döviz kuru ya sabit kura eşittir; gölge döviz kuru sabit kurdan ya küçük yahut da daha büyüktür.⁷⁰

Yurtiçi paranın yabancı para karşısında değer kaybetme eğilimi göstermesi, yurtiçi paranın yabancı para karşısında daha önceden hükûmetçe tesbit edilen sabit değerinin korunabilmesi itibarıyla hükûmetin döviz piyasalarına yabancı para satışı ve karşılığında bu piyasalardan yurtiçi para satın alması şeklinde müdahalesini lüzumlu kılar. Böylece yurtiçi

⁶⁸ Krugman (1979).

^(*) iç değeri

^(**) döviz kurunda yükselme

⁶⁹ Krugman (1979).

⁷⁰ Krugman (1979).

piyasalarda hem yabancı paranın arzı genişlemekte ve hem de yurtiçi para piyasadan çekilip arzı daralmakta olduğu için, yurtiçi paranın yabancı para karşısında değer kaybetme (döviz kurunda yükselme) eğilimi ortadan kalkabilecek; dolayısıyla sabit parite sürdürülebilecektir. Sabit pariteyi korumak maksadıyla hükûmetin yurtiçi para karşılığında döviz satışı suretinde piyasalara müdahale etmesi, kendisinin yabancı para rezervleri kaybına uğramasına, dolayısıyla yabancı para rezervlerinin azalmasına yol açacaktır.

Gölge döviz kuru hükûmet tarafından tesbit edilmiş sabit döviz kurunu geçtiğinde yurtiçi para birimine yönelik spekülâtif hücumlar başlar. Gölge döviz kuru ile sabit döviz kuru seviyeleri arasındaki pozitif fark büyüdükçe yurtiçi nakit birimine yönelik spekülâtif hücumlar da şiddetlenir.⁷¹

Hükûmet tarafından döviz kurunun sabitlenmesi itibarıyla 3 yol mümkündür: Döviz kuru seviyesinin mutlak miktar itibarıyla tesbit edilmesi, döviz kuru seviyesinin nisbî artış itibarıyla sabitlenmesi yahut da yurtiçi para biriminin yabancı para cinsinden değerinin bir para sepetine sabitlenmesi. İlk yolda hükûmet döviz kurunu mutlak değer itibarıyla tesbit edip sabit tutar (1\$=1500 000 TL gibi). İkinci yolda hükûmet döviz kurunda muayyen bir dönemde artış oranını tesbit edip sabit tutar (belli bir yıl içerisinde döviz kurunun (\$/TL) artış oranının %15 olacağına kararlaştırılıp tesbit edilmesi gibi). Üçüncü yolda da yurtiçi paranın dış değerindeki değişmeler bir yabancı para sepetinin değerindeki değişmelere sabitlenir. Bu durumda para sepetinin değeri ile yurtiçi para arasında bir parite tesbit edilir ve sabitlenir (1\$ + 0,75 € = 1500 000 TL şeklinde, \$ + € den teşekkül eden para sepeti ile TL arasındaki paritenin tesbit edilip sabitlenmesi gibi).

Döviz kurunu sabitlemek itibarıyla birinci yol tercih edilmiş ve döviz kuru mutlak miktar itibarıyla sabitlenmiş ise gölge döviz kuru fiyatlar genel seviyesinde -küçük de olsa- bir artış gerçekleşmesi halinde bile sabit döviz kurundan daha büyük olur. Bir diğer ifadeyle birinci yolun tercih edilmesi halinde gölge döviz kurunun sabit döviz kurundan daha büyük olabilmesi açısından enflasyonun mevcut olması (π ve $\pi^e > 0$) yeterlidir.^(*) Şu halde birinci yolun tercih edilip döviz kuru mutlak miktar itibarıyla sabitlenmiş olduğu takdirde, fiyatlar genel seviyesinde küçük bir artış yani düşük seviyede bir enflasyonun ortaya çıkması (π ve $\pi^e > 0$ olması) bile, gölge döviz kurunun sabit döviz kurundan daha büyük olmasına, dolayısıyla da yurtiçi para birimine yönelik spekülâtif saldırıların başlamasına yol açacaktır.^(**)

İkinci yolun tercih edilerek belli bir dönem için döviz kuru artış oranının tesbit edilip sabitlenmesi halinde, gölge döviz kuru, carî dönem ve gelecekte beklenen enflasyon seviyesi (π

⁷¹ Krugman (1979).

^(*) Enflasyonun yüksek olması şart değildir.

^(**) Spekülâtorler dahil herkes için döviz alım-satımı işlemlerinin “0” maliyetli olduğu ve kur makasının açık olmadığı varsayımı altında.

ve π^e) ancak döviz kurunda tesbit edilen artış oranından daha büyük olduğu takdirde, sabit döviz kurundan da daha büyük olur ve yurtiçi para birimine yönelik spekülasyon saldırılarına yol açar.

3. Para krizinin meydana gelişinin derli-toplu halde tasvir edilmesi

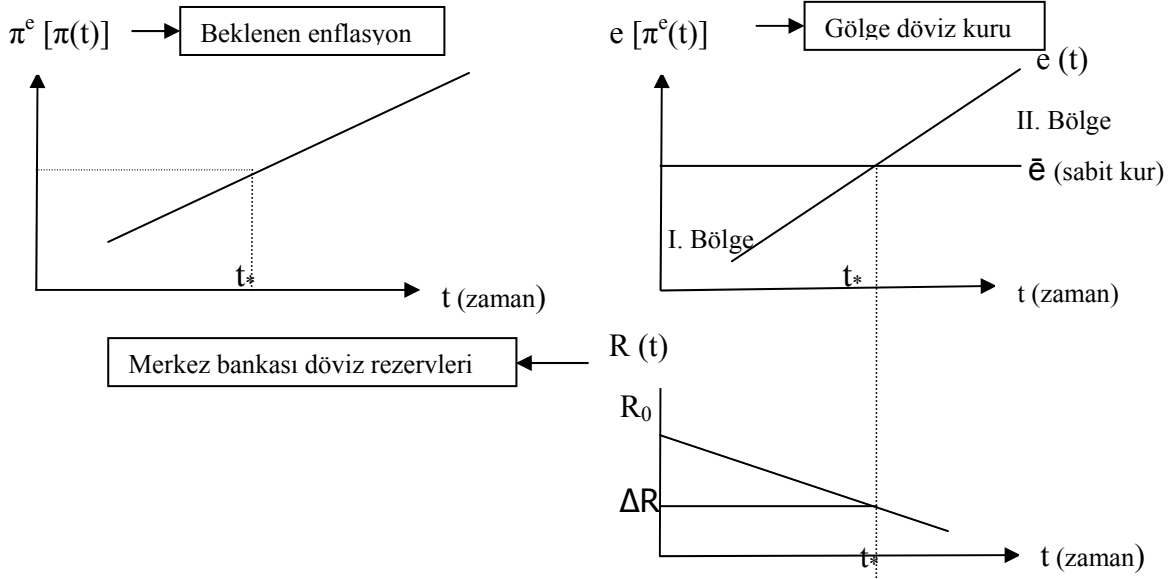
Hükümetin döviz kurunu sabitlemesi yani sabit döviz kuru sistemi ile hikâye başlar. Kamu (bütçe) sürekli olarak açık vermekte ($G-T > 0$) ve bu açık para basma yoluyla finanse edilmektedir. Bütçe açıklarının para basımı yoluyla finanse edilmesi, para arzının sürekli olarak artmasına yol açmaktadır. Para arzındaki sürekli artış carî dönem enflasyonu (π) ve dolayısıyla da gelecekte beklenen enflasyon haddini (π^e) arttırmaktadır. Carî dönem enflasyonu ve gelecekte beklenen enflasyon, yurtiçi paranın yabancı para karşısında sırasıyla carî dönemde uğradığı değer kaybı ve gelecek dönemde uğrayacağı beklenen değer kaybı anlamına gelir. Carî dönem enflasyonu (π) ve gelecekte beklenen enflasyon (π^e) yurtiçi sakinlerin portföylerinde yurtiçi para yerine yabancı para ikame etmelerine; dolayısıyla yurtiçi sakinlerin yurtiçi para talebinin azalıp arzının ise artmasına fakat yabancı para talebinin ise artmasına, bu da son tahlilde yurtiçi paranın dış değerinde düşme (döviz kurunda yükselme) eğilimine yol açar.

Carî dönem enflasyonu (π) ve gelecekte beklenen enflasyon (π^e) artarken bunlarla pozitif bir münasebet halinde olan gölge döviz kuru seviyesi de artar ve sabit döviz kuru seviyesi yukarısına çıkar. Gölge döviz kuru seviyesinin sabit döviz kuru seviyesini geçmesi yurtiçi para birimine yönelik spekülasyon saldırıları başlatır.⁷² Eğer sürekli olarak -yüksek- enflasyon mevcut oluyor ise sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu bir ekonomide gölge döviz kuru seviyesi sürekli olarak yükselecek ve hükümetçe tesbit edilmiş sabit döviz kuru seviyesini geçecek; sonuç olarak yurtiçi para birimine yönelik spekülasyon saldırıları mutlaka başlatacaktır. Bu, sürekli -yüksek düzeyli- enflasyonun; sabit döviz kuru sisteminin carî olduğu bir ekonomide, sabit döviz kurunu koruma ve sürdürme imkânının en sonunda tükenmesine ve sabit döviz kuru sisteminin çökmesine yol açacağını imâ eder. ilaveten gölge döviz kuru ile sabit döviz kuru arasındaki pozitif fark büyüdükçe yurtiçi paranın yabancı para karşısında değer kaybetme (döviz kurunda yükselme) eğilimi daha da kuvvetlenmektedir.

Döviz kurunda yükselme eğilimi ortaya çıktığında hükümet tesbit ettiği sabit döviz kuru paritesini koruyabilmek maksadıyla piyasalara müdahale eder. hükümetin bu müdahalesi, piyasalara yurtiçi para mukabili yabancı para satmak suretindedir. Bu münasebetle hükümet yurtiçi paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesinin önünü alabilmek için piyasalara müdahale ederken, elindeki yabancı para rezervlerini kullanır ve yabancı para cinsinden rezerv kaybıyla yüzyüze gelir, sonuçta döviz rezervleri azalır.

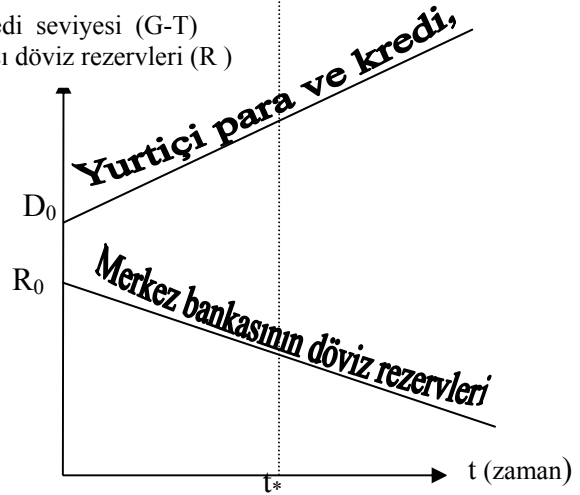
⁷² Krugman (1979).

Grafik 2.1: Birinci nesil kriz teorilerine göre para krizinin vuku bulması



Spekülatif saldırılar t^* da başlar.⁷³

Yurtiçi para ve kredi seviyesi (G-T)
Ve Merkez bankası döviz rezervleri (R)



Not: II. Bölgede saldırı başarıya ulaşırsa birim spekülatif kâr > 0 dır.

Kaynak: Flood ve Garber (1984), Wälti (2003).

Döviz kurunda yükselme eğiliminin sürekli hale gelmesi; tesbit ettiği döviz kurunu sabit tutmak isteyen hükûmetin, döviz satmak şeklinde döviz piyasasına müdahale etme ihtiyacını, dolayısıyla hükûmetin yabancı para cinsinden rezerv kayıplarıyla karşılaşmasını ve yabancı para rezervlerindeki azalmayı da sürekli hale getirir. Yurtiçi paranın yabancı para cinsinden değerinde azalma (döviz kurunda artma) eğilimi kuvvetlendikçe, sabit pariteyi korumak üzere hükûmetin piyasaya daha büyük boyutlarda müdahale etmesine, daha büyük miktarda döviz satmasına ihtiyaç hissedilir ve sonuçta hükûmetin daha büyük rezerv kayıplarıyla karşılaşmasına ve yabancı para rezervlerindeki azalmanın daha da artmasına yol açar. Şu halde döviz kurunda yükselme eğiliminin sürekli olması ve gittikçe daha da kuvvetlenmesi, sabit pariteyi korumanın rezerv maliyetini gittikçe daha da arttıracak; rezerv kayıplarının daha da yükselmesine, hükûmetin

⁷³ Flood ve Garber (1984), s. 5-6, Wälti (2003), s. 5-6.

elindeki döviz rezervlerinin gittikçe daha büyük bir hızla erimesine sebep olacaktır. Bir diğer açıdan, döviz kurunda artış eğiliminin ne derecede kuvvetli ve sürekli olduğu, hükûmetin elindeki veri bir başlangıç döviz rezerv miktarının tamamen ne kadar sürede tükeneceğini tayin etmektedir. Döviz kurunda artış eğilimi ne kadar sürekli ve kuvvetli ise hükûmetin elinde döviz cinsinden veri bir başlangıç rezerv seviyesi o derecede kısa bir sürede tamamen tükenecektir. Sonuç olarak sabit döviz kuru sistemi carî iken döviz kurunda sürekli olarak mevcut olan artış eğilimi, hükûmetin elindeki döviz rezervlerinin, bu rezervlerin başlangıç (veri) miktarı ne kadar büyük olursa olsun, tadrîcen devamlı olarak azalmasına ve eninde sonunda fakat mutlaka tamamen tükenmesine^(*) götürür.^(**)

Sabit döviz kuru sistemi altında ekonomide devamlı surette döviz kurunda bir artış eğiliminin mevcut olması sonucu, hükûmet açısından sabit pariteyi korumanın bir maliyeti olarak yabancı para rezervleri kademe kademe azalıyor iken; hükûmetin elindeki döviz rezervleri en sonunda o kadar düşer ki son derece kritik bir noktaya gelinir. Hükûmetin elindeki rezerv miktarı itibarıyla son derece kritik olan bu noktada yurtiçi para birimine karşı çok büyük boyutlu, çok kuvvetli ve dalga dalga spekülâtif saldırılar başgösterir. Hükûmetin elindeki döviz rezervleri itibarıyla sözkonusu kritik noktada, bir taraftan hükûmetin elinde -geriye kalan- döviz rezervleri miktarı diğer taraftan da ekonominin döviz cinsinden -özellikle kısa vadeli- -dış- borç miktarı mukayese edilir. Hükûmetin elindeki döviz rezervi, azalarak döviz cinsinden kısa vadeli borç miktarı ile karşılaştırıldığında yetersiz kalıp, ekonominin döviz cinsinden kısa vadeli borçlarını ödemesine^(***) imkân vermeyecek bir seviyeye düştüğünde; piyasa -ve spekülâtörler- hükûmetin sabit pariteyi artık koruyamayacağına ve sabit döviz kuru sistemini terk edeceğine inanırlar. Sözkonusu kritik noktada, bu münasebetle yurtiçi paraya yönelik spekülâtif saldırı dalgalarının başarıya ulaşip hükûmeti sabit döviz kuru sisteminden serbest kur sistemine geçmeye veya en azından yüksek oranlı bir devalüasyon yapmaya mecbur kılacağını spekülâtörler bilirler. Spekülâtörler başarılı bir spekülâtif saldırı gerçekleştirerek sabit kur sisteminin terk edilmesi sonucuna ulaşabilirlerse, sabit kur sisteminin terk edildiği anda ellerinde bulunan her birim döviz için spekülâtif kazanç elde edeceklerdir.

Spekülâtörler, hükûmetin sabit pariteyi artık sürdürme imkânına sahip bulunmadığına ve sabit kur sistemini devam ettiremeyeceğine bir kere inandılar mı, onların daha fazla spekülâtif kazanç elde etmek üzere, dolayısıyla da sabit kur sistemi terk edildiğinde ellerinde daha fazla miktarda dövize sahip olmak için döviz satın almak noktasında birbirleriyle şiddetli bir rekabete girişecekler; hükûmetin elinde geriye kalan döviz rezervlerini -de- satın almak bakımından

^(*) Kritik bir seviyenin altına inmesine

^(**) Merkez bankasının elinde başlangıç döviz rezervleri seviyesi ne kadar düşükse para krizinin vukû bulmasına yani sabit kur çöküşüne kalan zaman o denli kısadır. [Flood ve Marinon (1998), s. 7, Rajan (2001), s. 10]

^(***) dış yükümlülüklerini yerine getirmesine yani döviz cinsinden borçlarını çevirebilmesine

birbirleriyle yarışacaklardır.⁷⁴ Çünkü başarılı bir spekülâtif saldırı gerçekleştirilir ve sonunda döviz kuru serbest dalgalanmaya bırakılırsa bir spekülâtörün birim spekülâtif kazancı gölge kur - sabit döviz kuru seviyesi kadar olacak; toplam spekülâtif kârı ise sabit kur sistemi çöktüğü anda elinde bulunan döviz kuru x (gölge kur seviyesi - sabit döviz kuru seviyesi) ne eşit olacaktır.^(*)

Spekülâtif hücumlar finansal krizin önemli bir karakteristik unsuru olup kriz süreci itibarıyla son derece önemlidirler. Spekülâtif saldırıların gayesi spekülâtif kazanç elde etmektir. Bir spekülâtörün beklenen birim kârı, geleceği tam öngörü varsayımı altında, gölge döviz kuru ile sabit döviz kuru arasındaki pozitif farka eşittir. Spekülâtif saldırılar, sabit kur sistemi altında zaman itibarıyla gölge döviz kuru, tesbit edilmiş sabit döviz kurunu geçtiği anda başlar.

Rezervlerin azalarak tükenmesi ve kriz süreci yönünden, çok büyük boyutlarda, çok kuvvetli spekülâtif hücum dalgasının tezahür etmesi, en önemli dönüm noktası mahiyetindedir. Çok kuvvetli spekülâtif saldırı dalgası zaman itibarıyla, yabancı para rezervleri son derece kritik bir seviyeye düştüğü için piyasanın ve spekülâtörlerin hükûmetin sabit pariteyi koruyabileceği ve sabit kur sistemini sürdürebileceğine güvenlerini kaybettikleri; onun sabit pariteyi koruma imkânına artık sahip bulunmadığına inanmaya başladıkları anda başlar.

Çok büyük boyutlarda, çok kuvvetli spekülâtif saldırılar hükûmetin elinde geriye kalan rezervlerin de çok büyük bir hızla azalıp tükenmesine yol açar. Çünkü spekülâtörler daha fazla döviz rezervine sahip olmak itibarıyla birbirleriyle yarışır. Spekülâtörler açısından, spekülâtif kazancı maksimize etmek itibarıyla mümkün olduğu kadar daha fazla döviz rezervi satın almak ve döviz rezervine sahip olmak, son derece rasyonel bir karardır.

Çok kuvvetli spekülâtif saldırı dalgası tezahür ettikten sonra, hükûmet, geriye kalan döviz rezervlerini de hızla kaybetmekte olduğunu görür ve elindeki döviz rezervleri tamamen tükenmeden önce, sabit pariteyi koruyamayacağını kavrar ve zorunlu olarak sabit kur sistemini terk edip serbest kur sisemine geçer veya çok büyük bir devalüasyon yapar. Sonuçta, sabit kur sistemi çökmüş olur.

⁷⁴ Krugman (1979).

(*) Spekülâtif saldırı başarıya ulaşmazsa saldırıya katılan spekülâtör niçin zarar eder ve maliyet üstlenir? Bir spekülâtörü spekülâtif saldırı başlatmaktan ne alıkoyar? Zira eğer başarısız olduğunda bir kayıpla asla karşılaşmayacak ise spekülâtörün saldırıya geçmeyi her durumda denememesi için hiçbir sebep yoktur. Çünkü kazanması, düşük de olsa daima muhtemeldir ve başarılı olamazsa da zaten hiçbir şey kaybetmeyecektir. Dolayısıyla bir spekülâtörün saldırı başlatmayı, başarılı olacağına kesin kanaat getirmediğinde, denememesi açısından saldırı başarıya ulaşmadığında onun zarar edip etmeyeceği ya da niçin zarar edeceği hususu son derece önemlidir.

Başlatacağı veya katılacağı bir spekülâtif saldırı başarısız olursa spekülâtör katıldığı ölçüde mutlaka kayıpla karşılaşacaktır. Çünkü başlangıçta döviz alırken spekülâtör sabit döviz kurunun bir miktar üzerinde bir fiyattan satın alır. Ancak saldırı başarıya ulaşmazsa spekülâtör önceden aldığı dövizleri sabit kur üzerinden yani satın aldığı anda sözkonusu olana kıyasla daha düşük bir fiyattan satabilecektir. Bu da spekülâtörü malî kayba uğratacaktır. Sabit kur örneğin $1\text{\$} = 1,5 \text{ YTL}$ iken spekülâtör dövizini $1\text{\$} = 1,6 \text{ YTL}$ üzerinden satın alacak, fakat satarken eğer saldırı başarıya ulaşmamış yani sabit kur çökmemişse $1\text{\$} = 1,5 \text{ YTL}$ üzerinden satabilecektir. Aradaki fark başarısız bir saldırıya katılan spekülâtörün zararının kaynağını oluşturur.

Buna göre saldırı başarısız olursa katılan spekülâtör mutlaka zarar eder ve spekülâtörler de bunu bilir. Bu bilgi spekülâtörleri başarılı olacağına tam inanmadıkları bir saldırı başlatmaktan ya da böyle bir saldırıya katılmaktan caydırır.

4. Finansal Krizleri İzah Edebilme Kabiliyeti Bakımından Birinci Nesil Para Krizi Teorisinin Değerlendirilmesi

Esas itibarıyla “para krizleri” (“ödemeler blançosu krizleri”)ni izah etmek üzere inşa edilmiştir. Yurtiçi paraya yönelik “spekülatif ataklar” üzerine odaklanmaktadır.

Tahvil ikamesini tahlillerine dahil etmemektedir. Zira yurtiçi sakinler sadece yurtiçi ve yabancı aktifler olmak üzere 2 tür aktifi elde (portföylerinde) bulundurmaktadırlar ve sözkonusu 2 aktif “0” faiz içerir; yani yurtiçi ve yabancı paradan ibarettir. Şu halde sermaye hareketleri tahlile dahil edilmemiştir. Ayrıca “aktif piyasası” da tahlil haricinde kalmıştır.

Hem finansal krizin meydana geliş süreci hem de vukû bulduktan sonra tesirleri itibarıyla ne finansal sektör ne de reel sektör hiç ele alınmamıştır. Krizin meydana gelmesinde finansal sistemin ve reel sektörün rolü nedir? Finansal kuruluşlar ve reel sektörde firmalar, blançoları itibarıyla, krizden nasıl etkilenirler? Kriz, ülkeler arasında nasıl “bulaşıcı” olmaktadır? İncelenmemektedir.

Bütçe açık vermemekte, yüksek bir enflasyon yok iken yani makro ekonomik unsurlar kötü değilken bir ekonomide ortaya çıkan finansal krizleri öngörememekte ve izah edememektedir.^(*)

Kriz, “kötü” (zararlı) değil⁷⁵, uzun vade dengeleri ile tutarlı kısa dönem dengesine ekonominin intibak etme sürecidir.

Perspektifi ve ulaştığı temel sonuç, döviz kurunun teşekkülüne dair PPP teorisininkiyle aynıdır: PPP ye göre döviz kuru ülkeler arasındaki enflasyon farklılıkları kadar artar. Döviz kuru değişmesini tayin eden en önemli unsur, ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarıdır. Muayyen bir ülke için enflasyon, para biriminin iç^(**) değerinin düşmesi anlamına gelir. Para biriminin iç değeri düştüğünde, PPP ye göre, “tek fiyat kanunu”nun^(***) carîliği gereğince, o para biriminin dış değeri de düşmek zorundadır. Muayyen bir para biriminin dış değeri, yurtdışında üretilen (yabancı) mal ve hizmetler yahut da yabancı paralar cinsinden değeri suretinde tanımlanabilir. Paranın “dış değeri”nin düşmesi, yabancı mal ve hizmetlerin ya da yabancı para birimlerinin sözkonusu para

^(*) Nitekim gerek birinci nesil ve gerekse ikinci nesil para krizi teorileri örneğin 1997/8 Asya krizini izah edememektedir. Bu hususta kriz teorisi literatüründe bir ittifak vardır. [Örneğin bak.; Krugman (1998b, 1999, 2001).]

⁷⁵ Krugman (1979), s. 4.

^(**) yurtiçinde üretilen mal ve hizmetler cinsinden

^(***) Tek fiyat kanunu, her mal ve paranın -uzun vadede- dünyada her yerde tek bir fiyatının carî olmasıdır. Bu, nisbî fiyatların yani reel değerlerin her mal için her yerde aynı olup her zaman sabit kalmasını imâ eder.

Tek fiyat kanunu, şu şekilde tasvir edilebilir:

G malının yurtiçi ve yurtdışı değerinin yani reel değerinin sabit kaldığını varsayalım ($G=G^*$). F ülkesinin para biriminin iç değerinin, dolayısıyla da G^* ($=G$) karşısındaki değerinin sabit kaldığı yani F ülkesinde enflasyonun “0” olduğunu varsayalım. D ülkesinde enflasyon mevcut, dolayısıyla D ülkesi parasının iç değerinde, sonuç olarak G ($=G^*$) malı karşısındaki değerinde bir azalmanın mevcut olduğunu düşünelim. D ülke parası G karşısında değer kaybedince, G^* ve F ülke parası karşısında da değer kaybeder; çünkü $G=G^*$ dır ve G^* ın F ülke parası karşısındaki değeri “sabit”tir. Bu, D ülke parasının G karşısında değer kaybetmesinin, tek fiyat kanunu gereğince, D ülke parasının F ülke parası karşısında da değer kaybetmesine yani döviz kurunun yükselmesine sebep olacağını imâ eder. Kısaca, paranın iç değeri düşerse, dış değeri de düşmek zorundadır.

birimi cinsinden değerlerinin yükselmesi demektir. Paranın “dış değeri”nin düşmesi, kısaca - ABD tipi döviz kuru tanımı esas alınmak şartıyla- döviz kurunun yükselmesi anlamına gelir.

Muayyen bir ülkede -dış enflasyondan daha yüksek- bir enflasyon ortaya çıktığında para biriminin iç değeri düşmekte bu, paranın dış değerinde yani yabancı para ve yabancı mallar cinsinden değerinde de düşme eğilimine yol açmaktadır. Bir ülkede -dış enflasyondan daha yüksek- bir enflasyon ortaya çıkması, şu halde yabancı mal ve paraların o ülke parası cinsinden değerlerinde (döviz kurunda) yükselme eğilimine sebep olmaktadır. Döviz kurunun sabitlenmiş olması; döviz kurunun yükselme eğilimi ve “tek fiyat kanunu”nun işlemesi önüne çekilen bir set durumundadır. Fakat “tek fiyat kanununun işlemesi”ne sonsuza dek mukavemet edilebilmesi mümkün değildir. Söz konusu temayül önüne çekilen setin er ya da geç yıkılması kaçınılmazdır ve realitede de olaylar bu minvalde cereyan etmektedir. Döviz kurunda -sürekli- yükselme eğilimi önüne döviz kuru sabitlenerek set çekilmesi “kriz”e sebep olmakta; bu setin sürdürülmeye çalışılması ise vukû bulması kaçınılmaz “kriz”in daha da şiddetli olmasına yol açmaktadır. Söz konusu setin büyük bir gürültü ile âniden çökmesi, “kriz”in vukû bulması demektir.

Hükûmet politikaları son derece mekanik surette tasvir edilir. Hükûmet dış şartları hiç gözönüne almadan, enflasyonist tesirlerine hiç bakmadan bütçe açıklarını kapatmak üzere “körü körüne para basmaya devam etmekte”dir. Hükûmet, rezervler azalmakta olmasına rağmen maliyetini hiç dikkate almadan sabit kur sistemini sürdürmeye gayret etmekte, âdeta kilitlenmektedir. Merkez bankası, rezervleri hızla tükenmekte olmasına rağmen bunların tükenmesine hiç aldırmadan, son birim dolarına varıncaya kadar tüm rezervlerini, sabit kuru korumak uğruna, “körü körüne” satmaktadır. Kısaca sabit kur sisteminin sürdürülmesi hükûmet ve merkez bankası tarafından hayatî öneme sahip ve terk edilmesi kesinlikle ihtimal dışı görülmektedir.

Para krizi, sabit kur sistemini muhafaza niyeti ile yurtiçi makro politikalar arasındaki tutarsızlığın bir neticesi olarak görülür. Burada sabit kur sisteminin devamlılığı ve sabit kurun sürdürülmesi ile tutarsız olduğu işaret edilen yurtiçi politikalardan kastedilen, genişletici para politikasıdır. Ancak genişletici para politikası, genişletici maliye politikasını sürdürmek üzere, yani sürekli haldeki bütçe açıklarını kapatmak için ve bütçe açıklarının parasallaştırılması suretinde uygulanmaktadır. Genişletici para politikasından kastedilen ise merkez bankası tarafından sürekli olarak “para basılması” yoluyla para arzının arttırılmasıdır.

Uluslararası sermaye hareketleri gözardı edilmiştir. Bu teoriler dış ödemeler bilançosunda yalnızca carî hesaba odaklanmakta, sermaye hesabını önemsememektedir. Halbu ki 1990’lı yıllardan itibaren uluslararası sermaye hareketleri realitede çok büyük bir önem kazanmıştır. Bu

yüzden, bu teorinin uluslararası sermaye hareketlerini gözardı etmesi günümüz realitesiyle tutarsızdır.^(*)

Finansal sektör tamamen gözardı edilmektedir. Bu teoriler yalnızca “pür para krizleri”ni konu edinmektedir. Halbu ki finansal krizler “pür para krizi” türünden ibaret değildir.

Kriz son derece mekanik-deterministik bir süreç ve hep doğrusal davranış kalıpları içerisinde meydana gelmektedir.⁷⁶ Krize giden yolda para otoriteleri ve hükûmetler tamamen pasif durumda olup eli-kolu bağlı şekilde akıbetlerini beklemektedirler. Hükûmetler sabit kuru sürdürmeye mutlak surette kilitlemekte, para otoriteleri bu uğurda kör, basîretsiz bir şekilde rezervlerini sonuna kadar tüketmektedirler. Bundan da öte sabit kuru sürdürmek uğrunda faiz artışı ve ekonomik daralma sonucu ortaya çıkan işsizlik maliyetini, ne kadar ağır olursa olsun hükûmetler ilelebet göze almaktadırlar. Sabit kurun çöküşü hükûmet için dâima, önleyemediği ve kaçınmadığı bir fenomen olup asla stratejik bir tercih değildir. Bu çerçevede bu teoriler 1992-3 ERM para krizi tecrübesini izah edememektedir.⁷⁷

Kamu, para basarak elde ettiği finansal kaynağı “etkin” kullanamamaktadır. Bu yüzden para stoğu büyüme oranı ekonomik büyüme oranının üzerinde seyretmekte, ulusal paranın iç değeri sürekli olarak düşmektedir. Bu, PPP gereğince paranın dış değerinin de düşmesini gerektirmektedir. Eğer para stoku büyüme oranını ekonomik büyüme oranı aşmış olsaydı ulusal paranın değeriyle ilgili gelişmeler farklı olacaktı: Ulusal paranın iç değeri düşmeyecek, dış değerinin düşmesi gerekmeyecek, gölge döviz kuru artmayacak ve spekülasyon saldırılar başlamayacaktı.

Spekülatörler “tam bilgi ve öngörü” sahibidirler.⁷⁸ Her münferit spekülatör gerek merkez bankasının elindeki uluslararası rezerv seviyesi, gerek para otoritesinin kuru sürdürme hususunda mutlak kararlılığı, gerekse kendisi dışındaki spekülatörlerin saldırı başlatıp başlatmayacakları ya da bir öncü saldırı başladığında ona katılıp katılmayacakları hususunda tam öngörüye sahiptir. Bir diğer ifadeyle bir münferit spekülatör öncü saldırı başlatıp başlatmayacağına karar verirken diğer spekülatörlerin tavrıyla hiç ilgilenmemektedir. Spekülatörler arasında “koordinasyon” problemlerinin olmadığı varsayılır. Sonuçta krizin meydana gelip gelmeyeceğinde beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğu hiçbir zaman temel ve belirleyici bir rol oynamaz. Bu çerçevede ayrıca “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) krizlerin meydana gelmesi imkânsızdır.

Kriz, vukûu zorunlu bir fenomendir.⁷⁹ Bu yüzden krizin ne zaman vukû bulacağı dâima tam olarak bilinebilir ve kriz, kesin olarak öngörülebilir. Ne var ki örneğin 1997/8 Asya krizini

(*) Örneğin ulusal paranın aşırı değerlenmesi ülkeye uluslararası finansal sermayeyi niçin cezbederek sabit kur üzerindeki yukarı yönlü spekülasyon baskılarını hafifletmemektedir? gibi önemli hususlar cevapsız bırakılmaktadır.

⁷⁶ Krugman (2001), s. 4.

⁷⁷ Krugman (2001), s. 4.

⁷⁸ Krugman (2001), s. 5.

⁷⁹ Flood ve Garber (1984), s. 3-4, Flood ve Marion (1998), s. 5 ve 14, Wälti (2003), s. 5 ve 7.

hiç kimse, hiçbir kuruluş öngörememiş, 1996 yılının ilk yarısında bile beklememiştir. Bir bakıma herkes büyük ölçüde yanılmıştır.

Birinci nesil para krizi teorilerine göre krizin esas kaynağı, sabit kur sistemi altında, sürekli “bütçe açığı” ve bu açığın “monetizasyonu yani parasallaştırılarak finanse edilmesi”dir.⁸⁰ Krizin ana sebepleri genel olarak makroekonomik unsurlarda kötüleşmedir.⁸¹ Bir diğer açıdan krizin kökeninde sabit kurun varlığı ile sürdürülemez (genişletici) para ve maliye politikaları arasındaki tutarsızlık yatmaktadır.⁸² Kriz ancak ve ancak makroekonomik temeller kötüleştiğinde^(*) meydana gelebilir. Krizin temelinde zayıf makroekonomik temeller yer alır.

Birinci nesil para krizi teorileri uluslararası spekülasyon merkez almaktadır. Bu teoriler 1973-82 arasında özellikle Latin Amerika ülkelerinde görülen kriz tecrübelerini açıklamak üzere geliştirilmişlerdir.

Birinci nesil para krizi teorilerine göre mümkün “tek denge” vardır.^(**)

İkinci nesil para krizi teorileri, birinci nesil para krizi teorilerinin açıklayamaması üzerine 1990’larda Avrupa ve Meksika’da görülen para krizlerini açıklamak üzere geliştirilmişlerdir.⁸³ Bu teoriler esas olarak 1992-3 EMS kriz tecrübesini açıklamayı hedeflemektedir. Bununla beraber ikinci nesil para krizi teorileri, 1994-5 Meksika krizini açıklamak için de kullanılmıştır.

B. İKİNCİ NESİL PARA KRİZİ TEORİLERİ

İkinci nesil para krizi teorileri esas olarak 1992-3 ERM krizini ve müteakiben 1994/5 Meksika krizini izah etmek üzere inşa edilmiştir. Öncü çalışmalar Obstfeld (1984, 1994 ve 1995)’tir.⁸⁴

1. Birinci nesil para krizi teorilerinin 1992-3 ERM krizini açıklayamaması

ERM krizini birinci nesil para krizi teorileri izah edememiştir.⁸⁵ Çünkü 1992 ERM krizi tecrübesinde sabit kurun çöküşü (ERM sisteminden ayrılma) kaçınılmaz değildi. Makroekonomik temeller ERM kriz tecrübesinde sabit kurun çöküşünü zorunlu kılacak kadar kötü değildi. Sabit

⁸⁰ Krugman (2001), s. 4. Eğer hükümet sağlam makro politikalar uygular, bütçe disiplinini sağlar ve büyük bir bütçe açığı ortaya çıkmaz dolayısıyla da para basmaya ihtiyaç kalmaz ise para ve kredi genişlemesi meydana gelmez, son tahlilde kriz ortaya çıkmaz. Bu teorilere göre para krizine maruz kalmaya krize uğramış hükümet zaten müstahaktır; zira para krizi kötü makro politikalar uyguladığı için meydana gelmektedir.

⁸¹ Birinci nesil para krizi teorileri “makro ekonomik karakterli”dir, çünkü krize hükümetin tutarsız makro ekonomik politikaları götürmektedir. Krize giden yolu makroekonomik politikalar çizmektedir. [Radelet ve Sachs (1998b), s. 4-5, Rajan (2001), s. 6]

⁸² Krugman (1999), s.1-2.

^(*) yeterince sağlam değil iken

^(**) Ekonomi için “tekli denge” sözkonusudur.

⁸³ Flood ve Marion (1998), s. 1.

⁸⁴ Obstfeld (1995), s. , Flood ve Marion (1998), s. 1.

⁸⁵ Obstfeld (1994, 1995), s. 1-3 ve 1-2, Flood ve Marion (1998), s. 1-2.

kur sisteminden çıkış hükûmetlerin siyasî-stratejik bir tercihi idi. Para otoriteleri sabit kuru sonuna dek sürdürmeyi arzu etmediler ve uluslararası rezervlerini sonuna kadar tüketmediler.^(*)

Sabit kur savunulduğunda (ERM sistemi içinde kalındığında) faiz oranları yükseldi. Faiz oranlarının yükselmesi ekonomide şiddetli bir daralmaya ve işsizlikte önemli bir artışa götürdü. Sabit kuru sürdürmenin (ERM sistemi içinde kalmanın) maliyeti olarak kimi ülkelerde şiddetli bir ekonomik daralma ve işsizlik artışı ile karşılaşıldı.

Hükûmetler ikinci nesil para krizi teorilerine göre sabit kuru sürdürmenin maliyetini (faiz artışı → ekonomide daralma → işsizlik artışı) zaman içerisinde ilelebet göze alamazlardı. Nitekim ERM krizi tecrübesinde de hükûmetler sözkonusu maliyetleri sonuna kadar göze alamadılar. Sabit kuru sürdürmenin işsizlik maliyetinin sürekli olarak arttığını gören ve sabit kuru sürdürmek hususunda bir mübadele (trade-off) ile karşı karşıya olan hükûmetler; para otoritesinin uluslararası rezervleri henüz kritik seviyenin altına düşmemiş olmasına rağmen, kuru sürdürmeye gönüllü olmadılar ve kuru sürdürmekten vazgeçip kuru sürdürmemeyi tercih ederek sabit kur sisteminden (ERM sisteminden) çıktılar.

2. İkinci Nesil Para Krizi Teorilerinin Genel Teorik Zemini

İkinci nesil para krizi teorilerinde (özel olarak merkez bankası uluslararası rezervlerinin yeterlilik durumu da dahil) genel olarak makroekonomik temellerin sağlamlığı hususunda 2 uç durum ve bunların arası orta (ara) durum tasavvur edilmektedir (siyah, beyaz ve gri durum).⁸⁶

İlk uç durum (Beyaz):

Ekonomik temellerin çok sağlam ve bu çerçevede merkez bankası döviz rezerv miktarının çok büyük olduğu uç durumdur. Para krizinin vukû bulması imkânsızdır. Beklentiler hiçbir rol

(*) ERM krizi tecrübesinde makroekonomik temeller krizin vukû bulmasını zorunlu kılacak derecede kötü ve dolayısıyla da krizin vukû bulması kaçınılmaz değildi. EMS sistemi içerisindeki ülkelerle ilgili olarak öncelikle, İtalya müstesnâ, yüksek bütçe açıkları ve bunların parasallaştırılması, dolayısıyla da bu kanaldan aşırı parasal genişleme süreci sözkonusu değildi. İkincisi sabit kurdan ayrılmalar vâki olduğunda yani sabit kurun çökmesi sözkonusu olduğunda EMS den ayrılan ülke merkez bankalarının döviz rezervleri değil tükenmek, aksine yüksek bir seviyedeydi. Buna göre kuru savunmak yani EMS içinde kalmak için merkez bankalarının döviz rezervleri fazlasıyla yeterliydi. Üçüncüsü EMS içinde yer alan ülkelerin merkez bankaları, kriz sürecinde sistemden kopan ülke merkez bankaları da dahil, uluslararası piyasalara girip döviz cinsinden ödünç rezerv temin edebilecek kâbiliyet, kredibilite ve kurumsal yapıya sahip idiler. Yani merkez bankaları için kuru savunurken kullanabilecekleri döviz rezervi itibarıyla bir rezerv tahdidi mevcut değildi.

Sonuç olarak ERM kriz tecrübesinde hükûmetler-para otoriteleri teknik olarak sabit kuru sürdürme gücüne sahiptiler ve sabit kurdan ayrılmaları kaçınılmaz değildi. Ne var ki sözkonusu hükûmetler-para otoriteleri sabit kuru sürdürme azim ve kararlılığına sahip değillerdi ve mecbur kaldıkları için değil bir stratejik karar, politik tercih olarak kuru sürdürmemeyi “tercih” ettiler. Halbuki sürdürmeyi de tercih edebilirlerdi ve bu takdirde südürebilirlerdi de. Ancak hükûmetler-para otoriteleri kuru sürdürmeye körü körüne kilitlemiş değillerdi; karşı karşıya geldikleri “mübadele”de (trade off ta) kuru sürdürmenin maliyetinin faydasından daha ağır bastığını düşündüler. Bu yüzden de kuru terk etmeyi “tercih” ettiler. Eğer kuru sürdürmenin faydasının maliyetinden ağır bastığını düşünselerdi kuru sürdürmeyi tercih edeceklerdi.

Bu münasebetle 1992-3 ERM para krizi tecrübesini birinci nesil para krizi teorileri açıklayamamaktadır. [Obstfeld (1994)].

⁸⁶ Burada sözkonusu 3 durum tasavvuru için bak.; Obstfeld (1995), s. 3-6 ve şekil 2. Jeanne (2000)'de sözkonusu 2 zıt ve 3. (ara) durum teşbihen Cennet, Cehennem ve Araf şeklinde adlandırılıyor (s. 25).

oynamaz. Beklentiler kötümser (devalüasyon beklentileri kuvvetli) olsa dahi para krizi meydana gelmez. Çünkü mevcut makro ekonomik zemin krizin vukûunu imkânsız kılmaktadır.

Krizin vukû bulması beklentilerin kötümser olmamasına bağlı değildir. Temel rolü makroekonomik temeller oynamaktadır. Tekli denge vardır.

İkinci uç durum (Siyah; Cehennem):

Ekonomik temellerin çok zayıf (kötü) olduğu, ilkinin tam zıttı uç durumdur. Bu çerçevede merkez bankasının uluslararası rezervleri çok zayıf durumdadır. Para çöküşünün meydana gelip gelmeyeceği bakımından temel rolü makroekonomik temellerin sağlamlık-zayıflık durumu oynamaktadır. Beklentilerin iyimser veya kötümser olması para krizinin meydana gelecek olması bakımından önemli bir rol oynamamaktadır.

Ekonomik temellerin çok zayıf olması para krizinin vukûunu kaçınılmaz kılmaktadır. Beklentiler iyimser olsa bile para krizi, bu durumda, mutlaka meydana gelecektir.

Para çöküşünün vukû bulmasını, beklentilerin iyimser olması dahi önleyemeyecektir. Ayrıca para çöküşünün vukû bulmasının temel sebebi, isterse kötümser olsun, beklentiler değildir. Çünkü beklentiler iyimser olsa bile para çöküşü yine de vukû bulacak, önlenemeyecektir.

Bu uç durumda da ekonomide “tekli denge” sözkonusudur. Burada meydana gelen para krizi “kendiliğinden vuku bulucu” karakterde değil, kaçınılamaz bir fenomendir.

Üçüncü (orta; ara) durum (gri durum):

Makroekonomik temellerin sağlamlığı, merkez bankası döviz rezervlerinin yeterliliği de dahil, orta (2 uç durum arası) durumdadır. Makroekonomik temeller ne çok sağlam (iyi) ne de çok zayıf (kötü)dür.

Bu durumda para krizinin meydana gelip gelmeyeceğini beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğu belirler.

Para krizinin meydana gelip gelmemesinde, makroekonomik temellerin sağlamlığı bakımından gri durum veri iken, beklentiler temel rol oynar. Gri durumda yer alındığı veri iken beklentiler kötümserse sırf bu sebeple para çöküşü meydana gelecek, beklentiler aksine iyimserse sırf bu sayede para krizi meydana gelmeyecek önlenmiş olacaktır. Para krizinin meydana gelip gelmemesi itibarıyla âkıbet, gri durumda, sadece beklentilerin iyimser mi kötümser mi olduğuna bağlıdır.

Gri durumda, beklentilerin haklı çıkması (doğrulanması) ancak bizzat kendisinin varlığı sebebiyledir. Beklentiler iyimser ise sırf bu sayede para krizi meydana gelmemekte, sonuç iyi olmaktadır. Dolayısıyla iyimser beklentilerin müteâkip dönemde haklı çıkması yine yalnızca önceki dönemde iyimser beklentilerin varlığından ileri gelmektedir. Beklentiler kötümser ise sırf bu sebepten para krizi meydana gelmekte, sonuç kötü olmaktadır. Dolayısıyla kötümser beklentilerin müteâkip dönemde haklı çıkması yine yalnızca, önceki dönemde kötümser

beklentilerin varlığından ileri gelmektedir. Kısaca beklentiler; ister iyimser isterse kötümser olsun, gri alanda iken, kendiliğinden doğrulanmaktadır yani “kendiliğinden vaki” karakterdedir.^(*) Gri durumda kriz vukû bulursa bu ancak “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) para krizi olabilir.

Kendiliğinden vaki karakterde para krizinin meydana gelmesinde hem ekonomik temellerin sağlamlığının orta olması hem de beklentilerin kötümser olması temel rol oynar.

3. Ekonomide çoklu makro dengenin varlığı

Gri durumda iken çoklu denge sözkonusudur.⁸⁷ Makroekonomik temellerin sağlamlık derecesiyle ilgili veri bir sete birden fazla makro denge tekabül eder.^(**) Bir diğer ifadeyle makroekonomik temellerin sağlamlığıyla ilgili veri bir setten birden fazla makro dengeye varılır. Bu, beklentilerin âkıbet bakımından temel rolü oynamasından ileri gelmektedir. Makroekonomik temellerin sağlamlığı ile ilgili veri setten; iyimser beklentilerin varlığı ile birlikte, kriz dışı ve yüksek bir gelir-çıktı-istihdam dengesine varılacaktır. Fakat aynı veri setten; kötümser beklentilerin varlığı ile birlikte ise, para krizine ve dolayısıyla düşük çıktı-gelir-istihdam dengesine varılacaktır. Veri setten ayrıca kötümser (iyimser) beklentilerin her bir farklı şiddet derecesi de ekonomiyi farklı bir makro dengeye götürecektir. Dolayısıyla gri alanda makroekonomik temellerin sağlamlık derecesi veri iken; 2 tane değil daha fazla makro dengeye ulaşılabilir.

4. Sabit kuru sürdürüp sürdürmeme hususunda hükûmetlerin bir mübadele (trade-off) ile karşı karşıya kalmaları

İkinci nesil para krizi teorilerine göre hükûmetler bir refah maksimizasyoncusudurlar. Hükûmet sabit kuru sürdürmek itibarıyla bir mübadele (trade-off) ile karşı karşıya kalır. Kuru sürdüreceğine veya terk edeceğine karar verirken kuru sürdürmenin fayda ve maliyetini (ekonomik daralma-işsizlik artışını) mukayese eder. Hükûmet kuru körü körüne, ne pahasına olursa olsun sürdürmeyi arzu etmez.⁸⁸ Eğer faydası ağır basarsa sürdürmeyi, aksi halde terk etmeyi tercih eder. Hükûmet kuru sürdürmenin maliyeti artıyor iken artan maliyeti sonsuza dek göze alamaz ve en sonunda kuru sürdürmekten vazgeçer.^(***)

(*) Doğruluğuna/haklı çıkmasına sebep yalnızca yine kendi varlığıdır.

⁸⁷ Obstfeld (1995).

(**) Kriz çıkmazsa, ki mümkündür, farklı bir denge; kriz çıkarsa, bu d mümkündür, başka bir denge oluşacaktır.

⁸⁸ Obstfeld (1994, 1995) ve Flood ve Marion (1998), s. 14, Wälti (2003), s. 7-9, Rajan (2001), s. 5.

(***) Obstfeld (1994,1995)’e göre kuru sürdürmenin maliyetleri ve faydaları şöyle özetlenebilir:

Sabit kuru savunduğunda ilk olarak para otoritesi uluslararası rezerv kaybı ile karşılaşır. İkinci olarak faizler yükselir ve faiz artışı önemli bir ekonomik daralmaya götürür. Faiz oranlarındaki artış şu kanallardan ekonomide daralma meydana getirebilir.

Faiz oranları arttığında olumsuz etkiler olarak;

- Yeni borçlar için hükûmetin iç borçlanma maliyeti artar, borç yükü yükselir, vade kısılır, özel sektör yatırımları itibarıyla “dışlama etkisi” doğar,
- Özel yatırımların maliyeti artar, dolayısıyla özel yatırımlar daralır,

Kuru sürdürme maliyeti arttıkça hükûmetin ve para otoritelerinin kuru sürdürme azmi gitgide zayıflar. Bir diğer açıdan sabit kuru sürdürme makroekonomik temelleri kötüleştirdikçe hükûmetin kuru sürdürme niyeti zayıflar.

Uluslararası spekülâtorler de hükûmetin, kuvvetli spekülâtif baskı altında, kuru ilelebet sürdürmek istemeyeceğini, kuru sürdürme maliyeti arttıkça onun kuru sürdürme azminin zayıflayacağını, yeterli rezervi olsa dahi kuru sürdürmekten vazgeçeceğini bilirler.⁸⁹

Makroekonomik temeller sağlam değilken kuru sürdürmenin maliyeti daha yüksek olur.⁹⁰ Bu münasebetle makroekonomik temeller sağlam değil iken uluslararası spekülâtorler hükûmetin ve para otoritesinin sabit kuru sürdürmek itibarıyla hem teknik gücünün ve hem de gönüllülüğünün zayıf olduğunu düşünürler. Bir diğer ifadeyle “gri alan”da iken, hükûmetin kuru sürdürmek bakımından teknik güç ve niyetinin zayıf olduğu uluslararası spekülâtorlerce bilinir.

Kendiliğinden vaki para krizleri ikinci nesil para krizi teorilerine göre, gri alanda iken; ekonomik temeller, hükûmet davranışları ve beklentilerin etkileşimi tarafından meydana getirilir.

5. Bir uluslararası münferit spekülâtor öncü bir spekülâtif hücum başlatıp başlatmayacağına nasıl karar verir?

İkinci nesil para krizi teorilerine göre saldırıya geçip geçmeyeceğine karar verirken bir uluslararası münferit spekülâtor; yalnızca hükûmetin ve para otoritesinin kuru sürdürme güç ve

-
- Finansal sektör problemleri şiddetlenir, finansal firmaların aktif ve öz sermayelerinin şimdiki (iskonto) değeri düşer, bu da finansal firmanın müdiler nazarında itibar kaybetmesine götürür. Bu, mevduat çıkışına yol açabilir.
 - Hem finansal hem de reel sektörde “ahlakî tehlike” ve “ters seçim” problemleri artabilir.
- Sabit kur sürdürüldüğünde, eğer ulusal para döviz karşısında aşırı değerli olursa ve ekonominin ithalâta bağımlılık derecesi düşükse bu durumdan net ihracat (NX) olumsuz etkilenir; bu da ekonomide daralmaya götürür.
- Ekonomik refah ve politik oy maksimizasyoncusu olarak hükûmet sabit kuru sürdürmek hususunda karar verirken bir taraftan yukarıdaki maliyetleri, daha doğrusu daraltıcı etkilerin yol açacağı işsizlik maliyetini dikkate alır.
- Para otoritesi-hükûmet bakımından sabit kuru sürdürmenin fayda ve gerekçeleri nelerdir?
- Bu soru tersinden, yani “eğer sabit kur terk edilir ve döviz kuru yükselirse ne gibi olumsuz etkiler doğar?” şeklinde cevaplanabilir. Çünkü kur sürdürüldüğünde, sözkonusu olumsuz etkiler meydana gelmemiş olacaktır. Dolayısıyla bunlar da kuru sürdürmenin ekonomi açısından faydaları durumundadır.
- Sabit kur çöker ve döviz kuru artar ise;
- Genel olarak ülke ekonomisi ve bu çerçevede hükûmet iç ve dış piyasalarda güven kaybeder,
 - Hükûmetin dış borçlanma maliyeti artar,
 - Hükûmetin borç terkibi çok önemlidir, döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değeri ve reel yükü artar, dış borçları çevirebilmesi zorlaşır,
 - Finansal ve finans dışı firmaların, varsa, döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değeri ve reel yükü artar (döviz kuru artışının firma blançolarını kötüleştirme etkisi),
 - Ulusal para cinsinden likidite ve aktiflerden döviz cinsinden likidite ve aktiflere kaçış başlar, ulusal paraya duyulan güven zayıflar,
 - Ekonominin ithalata bağımlılığı yüksek ve ihracat malları arzının fiyat elastikiyeti düşük ise net ihracat (NX) olumsuz etkilenir,
 - İthal malları talebinin fiyat elastikiyeti katı ise hem bu yüzden hem de ulusal paradan kaçış sebebiyle fiyat istikrarı bozulur, enflasyon artar.
- Sabit kurun sürdürülmesi bu zararlardan korunulması şeklinde fayda sağlayacaktır.
- Hükûmet kuru sürdürüp sürdürmeyeceğini tartarken bir taraftan da bunları dikkate alır. [Sabit kuru sürdürmenin faydaları ve maliyetleri için ayrıca bak.; Obstfeld ve Rogoff (1995), s. 2-6]

⁸⁹ Obstfeld (1995).

⁹⁰ Obstfeld (1995).

arzusunu, bu çerçevede makroekonomik temellerin durumunu^(*) ve merkez bankasının uluslararası rezervlerinin büyüklüğünü dikkate almaz. Münferit bir uluslararası spekülâtör spekülâtif saldırı başlatıp başlatmayacağına karar verirken aynı zamanda; diğer uluslararası spekülâtörlerin nasıl davranacağını, onların da spekülâtif saldırıya katılıp katılmayacağını dikkate alır. Bir uluslararası münferit spekülâtör gri alanda iken eğer diğer spekülâtörlerin de spekülâtif saldırı başlatacağını beklerse pekülâtif saldırıya geçer, aksi halde geçmez.⁹¹ Çünkü gri alanda iken örneğin merkez bankası yabancı rezervlerinin çok zayıf olmaması sebebiyle, bir münferit spekülâtörün spekülâtif saldırısının başarıya ulaşabilmesi diğer spekülâtörlerin de saldırıya geçmesine bağlıdır. Gri durumda iken bir münferit spekülâtörü; sırf diğer spekülâtörlerin (de) saldırıya geçeceğini beklemesi, isterse bu beklentisi realiteye aykırı (bir vehim) yani diğer spekülâtörler saldırıya geçmeyecek olsun, bir spekülâtif saldırı başlatmaya götürebilir. Eğer her bir spekülâtör, realiteye aykırı (vehim) olsa da diğer spekülâtörlerin saldırıya geçeceğini beklerse, sırf bu beklenti sebebiyle hepsi de spekülâtif saldırı başlatır ve “beklenti” “kendiliğinden” doğrulanmış olur. Burada kendiliğinden vaki bir spekülâtif saldırı dalgasının başlamasının, kriz sahasında yer alınıyorken, mümkün olduğu görülmektedir.

Obstfeld (1994,1995) spekülâtif saldırılar başlaması açısından merkez bankası uluslararası rezerv durumuyla ilgili olarak 3 muhtemel durum tasavvur etmektedir. 2 spekülâtörün varlığının varsayıldığı bu çalışmada 2 uç ve zıt durum ile bunların arası (orta) durum yer almaktadır: Bir bakıma yine beyaz, siyah ve gri durum.⁹² İlk uç durumda (beyaz) merkez bankasının uluslararası rezerv durumu çok kuvvetli olup rezerv seviyesi çok büyüktür.⁹³ Bu uç durumda her bir

(*) kurun sürdürülmesinden olumsuz etkilenme derecesini

⁹¹ Obstfeld (1995).

Münferit bir uluslararası spekülâtör öncü saldırı başlatıp başlatmayacağına karar verirken kendisinin 2 hususa dair beklentisi belirleyici rol oynar. Beklentilerin ilişkin olduğu sözkonusu 2 husus şunlardır [Obstfeld (1994), s.]:

- (i) Diğer spekülâtörlerin de spekülâtif saldırıya geçip geçmeyeceği,
- (ii) Hükûmetin; sabit kuru savunmak maksadıyla faiz haddinin artması, devalüasyon beklentisinden kaynaklanan ücret artışları, ...vb. üzerinden; çıktı kaybını, ekonomide daralma ve işsizlik oranında artışı nereye kadar göze alabileceği (hükûmetin kuru sürdürme azim ve kararlılığının ne decede kuvvetli olduğu).

⁹² Obstfeld (1995), s. 3-6 ve şekil 2, Wälti (2003), s. 9-11. Obstfeld (1995)'te yer alan prototip modelde 3 suje vardır: Hükûmet ve 2 spekülâtör (A ve B).

⁹³ Obstfeld (1995)'te merkez bankası uluslararası rezervlerinin yeterliliği ve bir uluslararası spekülâtörün öncü saldırıyı başlatması açısından 3 muhtemel durum örnekleme yoluyla tahlil edilebilir.

İlk durum olan yüksek rezerv seviyesi durumu örnekleme yoluyla şöyle somutlaştırılabilir:

Merkez bankası döviz rezerv seviyesi → 20 birim

A spekülâtörünün satın alabileceği uluslararası rezerv miktarı (en fazla) → 6 birim

B spekülâtörünün satın alabileceği uluslararası rezerv miktarı (en fazla) → 6 birim.

Bu durumda merkez bankası döviz rezervi miktarı A'nın ve B'nin satın alabileceği azamî döviz miktarı seviyeleri toplamını bir hayli aşmaktadır. Kaldı ki aşmamakla beraber, bu durum için, sözkonusu toplamın altında kalmaması da yeterlidir.

Her 2 spekülâtör saldırıya geçse de en fazla toplam 12 birim rezerv satın alabilecekler, ancak merkez bankası döviz rezervlerini tüketemeyecekler ve geriye 8 birim rezerv kalacaktır. Buna göre bir spekülâtif saldırı münferit kalmasa dahi başarısızlığa uğramaya mahkûmdur ve spekülâtörler bunu bilirler. Kur, her durumda yani saldırı münferit veya birlikte vukû bulsa da bulmasa da mutlaka sürdürülecektir. Kaldı ki sözkonusu bilgi, A'yı da B'yi de öncü saldırı başlatmaktan veya bir saldırıya sonradan da olsa katılmaktan vazgeçirir.

spekulator bilir ki, isterse diger spekulatorler de saldiriya katilsin, bir spekulatif saldirinin asla basariya ulasma sansi yoktur. Girişilecek bir spekulatif saldirı, isterse munferit kalmasin ve hatta tum spekulatorler de katilsin, mutlaka basarisiz olacak ve kayipla sonuclanacaktır. Her spekulatorun hicbir spekulatif saldirinin asla basari olamayacagini beklemesi her bir spekulatoru spekulatif saldiriya gecmemeye goturur. Sonuçta bu durumda hicbir spekulatif saldirı meydana gelmez.^(*) Bu uç durumda merkez bankası yabancı rezervleri o kadar çok kuvvetlidir ki, herhangi bir spekulatif saldirı baslatilmasini imkansız kılmakta her spekulatoru bir saldirı baslatmaktan ya da baslamış bile olsa bir saldiriya sonradan katılmaktan kesin şekilde vazgeçirmektedir.

İkinci uç (siyah) durumda merkez bankasının uluslararası rezerv durumu çok zayıf yani yabancı rezerv seviyesi çok düşük ve yetersizdir.^(**) Bu durumda meydana gelecek bir spekulatif saldirinin, isterse munferit kalsın, basariya ulaşacağı kesindir. Bir spekulatif saldirinin munferit kalsa bile mutlaka basariya ulaşacağı^(***) bilinmesi her bir spekulatoru spekulatif saldirı baslatmaya goturur. Bu durumda ayrıca hicbir spekulator diger spekulatorlerin de saldiriya geçeceğini (en azından saldiriya geçmesi ihtimalinin çok yüksek olduğunu), baslatilacak bir saldirinin munferit kalmayacağını da bilir. Diger taraftan basariya ulaşacak bir spekulatif saldiriya, belli bir spekulatorun daha erken ve/veya daha büyük ölçekte katilmasinin sözkonusu spekulatorun basari spekulatif saldiridan elde edeceği birim ve toplam kazancı artıracığı “spekulatif saldiriların tabiatında” vardır. Bir diger ifadeyle spekulatif kazanç maksimizasyonu bir taraftan basari bir saldiriya daha erken ve daha büyük ölçekte katılmayı, diger taraftan da basarisiz bir saldiriya katılmaktan tümüyle kaçınabilmeyi veya mümkün olduğu kadar geç ve/veya küçük ölçekte katılmayı gerektirir. Dolayısıyla bu uç durumda her bir spekulator hem mümkün olduğunca en erken saldiriya geçmeye ve hem de mümkün olduğu kadar en büyük ölçekte spekulatif alım yapmaya teşebbüs eder.

Bu uç durumda kuvvetli ve basari bir spekulatif saldirı dalgasının meydana gelmesi ve sabit kurun çökmesi kaçınılmazdır. Merkez bankası döviz rezervlerinin çok zayıf olması, basari

^(*) 2 spekulatorun hicbiri saldirı baslatmaz.

^(**) İkinci durum olan çok düşük rezerv seviyesi durumu örnekleme yoluyla şöyle somutlaştırılabilir:

Merkez bankası döviz rezerv seviyesi → 6 birim

A spekulatorunun satın alabileceği döviz rezervi (en fazla) → 6 birim,

B spekulatorunun satın alabileceği döviz rezervi (en fazla) → 6 birim.

Bu durumda merkez bankası döviz rezervi miktarı A nin veya B nin yalnız başına satın alıp tüketebileceği azamî döviz rezervi miktarına eşit veya onun altındadır. Sadece bir spekulator saldiriya geçse bile merkez bankası döviz rezervleri tükenecek ve kur çökecektir. Saldirı, munferit kalsa bile, basariya mutlaka ulaşacaktır ve A da B de bunu bilmektedir. Bu bilgi A yı da B yi de derhal saldirı baslatmaya veya en fazla miktarda döviz satın alarak saldiriya katılmaya goturur.

Bu durumda spekulatorler mutlaka saldiriya geçeceklerdir ve kur mutlaka çökecektir. Kaldı ki bir spekulatorun saldiriya geçmesi bile kurun çökmesi açısından yeterli olmasına rağmen her 2 spekulator de saldiracaktır. Bu, kur çöküşünün daha şiddetli olacağını imâ eder. Kısaca sabit kur çöküşü kaçınılmazdır, spekulatorlerin beklentisi iyimser olsa bile.

^(***) ya da basariya ulaşma ihtimalinin çok yüksek olduğunun

spekülatif saldırıların meydana gelmesini; beklentiler ve spekülatif saldırıları tetikleme üzerinden, kaçınılmaz kılmaktadır.

Bu 2 uç durumda başarılı spekülatif saldırıların meydana gelip gelmeyeceğini belirlemek bakımından temel rolü yalnızca merkez bankası döviz rezervlerinin yeterlilik durumunun oynadığı, beklentilerin rol almadığı görülmektedir.

Üçüncü durum 2 uç ve zıt durum arası yani orta (gri) durumdur. Merkez bankasının uluslararası rezerv seviyesi ne çok yüksek (rezerv durumu ne çok iyi) ne de çok düşük (rezerv durumu ne de çok kötü)dür.^(*) Bu duruma “kriz sahası” da denir. Kriz alanında bir kriz vukû bulabilir de bulmayabilir de, kendiliğinden vaki bir krizin meydana gelmesi mümkündür.⁹⁴

Bu durumda münferit bir spekülatif saldırının başarıya ulaşması mümkün değildir. Bir saldırının başarıya ulaşması münferit kalmamasına, diğer spekülatörlerin de saldırıya geçmesine bağlıdır. Çünkü merkez bankasının uluslararası rezerv seviyesi münferit bir saldırıyı bertaraf etmeye yeterli büyüklüktedir. Bununla beraber merkez bankasının uluslararası rezervleri tüm spekülatörlerin saldırıya geçmesi halinde bunu karşılamaya yeterli düzeyin altındadır. Eğer tüm spekülatörler saldırıya geçerlerse yani bir öncü spekülatif saldırı münferit kalmazsa merkez bankası döviz rezervleri yetersiz kalacak, spekülatif saldırı dalgası başarıya ulaşacaktır. Obstfeld (1994,1995)’te gri durumda iken spekülatörlerin sadece birisi saldırırsa saldırı başarıya ulaşmayacak, fakat her 2 si de saldırırsa saldırı başarıya ulaşacaktır. Bir diğer ifadeyle öncü saldırı; münferit kalırsa başarısız, münferit kalmayıp diğer spekülatör de saldırıya katılırsa başarılı olacaktır. Şu halde öncü saldırının başarıya ulaşabilmesi diğer spekülatörün de saldırıya

(*) Merkez bankasının orta düzeyde (ne çok yüksek ne de çok düşük) döviz rezerv miktarına sahip olduğu durum örnekleme yoluyla şöyle somutlaştırılabilir:

Merkez bankasının döviz rezerv seviyesi → 8-10 birim

A nin (sabit kur üzerinden) satın alabileceği döviz rezervi miktarı (en fazla) → 6 birim

B nin (sabit kur üzerinden) satın alabileceği döviz rezervi miktarı (en fazla) → 6 birim.

Bu durumda bir saldırı münferit kalırsa, merkez bankası döviz rezervlerinin hepsi tükenmeyip 2 birim artacak, dolayısıyla saldırı başarısız olup kur sürdürülebilecektir. Bir saldırı, ancak ve ancak münferit kalmaz yani diğer spekülatör de saldırıya geçerse, başarılı olabilecektir. Dolayısıyla ancak ve ancak her 2 spekülatör de saldırıya katıldığında merkez bankası döviz rezervleri tamamen tükenip yetersiz kalacak (2-4 birim rezerv açığı doğacak), sabit kur çökecektir. Bir öncü saldırının başarıya ulaşması diğerinin de saldırıya katılıp katılmamasına bağlıdır. A da B de bunu bilir. Dolayısıyla A dan veya B den birisi, ancak ve ancak diğerinin de saldırıya geçeceğini beklerse, saldırı başlatacak; aksi halde başlatmayacaktır.

Buna göre öncü saldırının başlayıp başlamayacağı ve sabit kurun çöküşünün meydana gelip gelmeyeceği hususunda, her bir spekülatörün yekdiğerinin tavrına yani saldırıya katılıp katılmayacağına dair “beklentisi”; anahtar ve tayin edici rol oynar. İsterse sözkonusu beklenti yanlış olsun. Zira öncü olarak bir saldırı başladı mı diğeri de saldırıya sonradan mutlaka katılacaktır. Çünkü saldırıya sonradan katılan için bir belirsizlik yoktur, artık saldırının münferit kalmayacağı kesindir. Dolayısıyla sonradan katılanın yer aldığı saldırı dalgası mutlaka başarıya ulaşacaktır, bunu kendisi de bilir. Burada bütün mesele öncü bir saldırının başlamasıdır.

Burada muhtemel 2 denge durumu vardır: İlki hiçbir saldırının meydana gelmediği veya sadece 1 spekülatörün münferit bir saldırı gerçekleştirdiği durumdur. Sadece 1 spekülatörün başlattığı saldırı; diğer spekülatör, beklentilerinin yönü sebebiyle saldırıya katılmadığında saldırı başarısız kalacaktır. Bu durum iyi dengeyi (yüksek çıktı-istihdam düzeyi dengesini) imâ eder. İkincisi kendisi dışındaki diğer spekülatörün de saldıracağını her bir spekülatör düşünmekte olduğu için öncü saldırının başladığı, fakat münferit kalmadığı yani diğer spekülatörün de saldırıya geçtiği durumdur. Bu durumda 2. spekülatörün saldırıya katılma sâiki, 2 spekülatörün saldırısına rezervleri yetersiz kalacağından merkez bankasının, işsizlik maliyeti arttığından hükûmetin mukavemet edemeyeceği “beklentisi”dir. Bu durum para çöküşünü ve düşük çıktı-istihdam dengesini imâ eder.

geçmesini tetikleyebilmesine bağlıdır. Bunu uluslararası spekülâtorlerin kendileri de bilir. Yani bir spekülâtor, kendisinin başlatacağı öncü saldırının ancak ve ancak münferit kalmaması, diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçmesi halinde başarılı olacağını bilir.

Gri durumda iken münferit bir spekülâtor öncü spekülâtif saldırı başlatıp başlatmayacağına karar verirken diğer spekülâtorlerin de nasıl davranacağını, spekülâtif saldırıya geçip geçmeyeceğini mecburen dikkate alır. Münferit spekülâtor, eğer diğer spekülâtörün de saldırıya geçeceğini beklerse öncü saldırıyı başlatır, beklemese öncü saldırıya girişmez. Bundan da öte eğer münferit spekülâtor, isterse yanlış ve realiteye aykırı olsun, diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçeceğini beklerse sırf bu beklenti sebebiyle öncü saldırıyı başlatır. Tersi de doğrudur yani münferit spekülâtor, isterse yanlış ve realiteye aykırı olsun, diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçmeyeceğini beklerse sırf bu beklenti sebebiyle öncü saldırı başlatmaktan vazgeçer.

Gri durumda iken eğer her bir spekülâtor münferit spekülâtörümüz gibi düşünürse, isterse bu düşünce realiteye aykırı (vehimden ibaret) olsun, her bir spekülâtor öncü saldırı başlatmak üzere harekete geçer veya bir öncü saldırıya sonradan katılır. Bir diğer ifadeyle her bir spekülâtor diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçeceğini beklerse, isterse realiteye aykırı ve yanlış olsun, sırf bu yönde sahip oldukları beklenti sebebiyle derhal saldırı başlatacaklardır. Ayrıca gri durumda bir spekülâtif saldırı başladıktan sonra uluslararası spekülâtorler arasında “sürü psikolojisi”nin işlenmesi ihtimali ve etkisi kuvvetlidir. Bir diğer ifadeyle bir öncü saldırının başlamasının sürü psikolojisi kanalıyla diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçmesini tetiklemesi kuvvetle muhtemeldir.

Şu halde gri alanda iken kendiliğinden vaki beklentiler oluşması ve neticede “kendiliğinden vaki” spekülâtif saldırılar meydana gelmesi yani kendiliğinden vaki para krizinin meydana gelmesi mümkündür.⁹⁵ Bir spekülâtor, diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçeceklerini bekleyebilir ve sırf bu beklentisi sebebiyle, hem de münferit spekülâtörümüzün beklentisi realiteye aykırı olmasına rağmen, bir öncü saldırı başlatabilir. Bu öncü saldırı da diğer spekülâtorlerin de saldırıya geçmesini “sürü psikolojisi” etkisi üzerinden tetikleyebilir. Burada sonraki saldırıların sebebi öncü saldırının varlığıdır. Dolayısıyla öncü saldırıyı başlatan münferit spekülâtörümüzün beklentisi, sırf kendi varlığı sebebiyle^(*) doğrulanmış olmaktadır. Yani burada öncü saldırıyı başlatan spekülâtörün beklentisi “kendiliğinden vaki” karakterdedir. Dolayısıyla hem öncü saldırı hem de müteakip saldırıların vukûunda temel rolü yalnızca münferit spekülâtörün sahip olduğu “beklenti” oynamıştır. Bu durumda kendi kendine vaki spekülâtif saldırı dalgası ve para çöküşü sözkonusu olur. Ayrıca her spekülâtor kendisi dışındaki spekülâtorlerin davranışları hususunda münferit spekülâtörümüz gibi düşünebilir ve sırf bu

⁹⁴ Rajan (2001), s. 5-7, Jeanne (2000), s. 25-26.

⁹⁵ Wälti (2003), s. 9-11.

(*) kendi varlığının yol açtığı müteakip hadiseler tarafından

yöndeki beklentisi sebebiyle öncü saldırı başlatabilir. Burada her 2 spekülâtörün de, yanlış olmasına rağmen, sahip olduğu beklenti sebebiyle sırf, eşanlı olarak öncü saldırı başlatması sözkonusudur. Dolayısıyla yine burada da kendiliğinden vaki beklentilerin varlığı, “kendiliğinden vuku bulan” saldırılara ve sonunda “kendi kendine vaki” para krizine götürmesi sözkonusudur.

Gri alanın Obstfeld (1994,1995)’e göre ilk uç durumdan farkı şudur: Her 2 spekülâtör de saldırıya geçtiğinde gri alanda saldırının başarıya ulaşması kesinken ilk uç durumda ise imkânsızdır. Gri alanın ikinci uç durumdan farkı ise şudur: Münferit bir saldırı gri alanda asla başarıya ulaşamaz fakat ikinci uç durumda ise münferit de olsa bir öncü saldırının başarıya ulaşacağı kesindir. Ayrıca münferit bir öncü saldırı; ilk uç durumda başka spekülâtörlerin saldırısına asla götürmez, gri alanda muhtemelen götürür, ikinci uç durumda ise mutlaka götürür. Farklı spekülâtörlerin eşanlı şekilde öncü saldırı başlatmaları ihtimali; ilk uç durumda hiç yoktur, gri durumda vardır fakat yüksek değildir, ancak ikinci uç durumda ise çok yüksektir.

İkinci nesil para krizi teorilerinde tasavvur edilen 3 durumdan uç 2 durum aslında birinci nesil para krizi zeminine dönüştürülebilir. Birinci nesil kriz teorisine göre durum tasavvuru bakımından tamamen farklı bir zeminde yer alan, ara (gri) durumun varlığıdır. Çünkü gerek birinci nesil para krizi teorilerinde olsun gerekse ikinci nesil para krizi teorisinde fakat yalnızca 2 uç durumda olsun para krizinin meydana gelip gelmeyeceği esasen makro ekonomik temellerin zayıflığı-sağlamlığına bağlıdır. Bir diğer ifadeyle birinci nesil kriz teorilerinde ve ikinci nesil kriz teorisince tasavvur edilen 2 uç durumda para krizinin meydana gelip gelmeyeceği hususunda temel rolü oynayan, âkıbeti belirleyen yalnızca makroekonomik temellerdir.

6. İkinci nesil para krizi teorilerinin birinci nesil para krizi teorileriyle bir mukayesesi

İkinci nesil para krizi teorilerinin birinci nesil para krizi teorilerinden farklı karakterleri şunlardır:⁹⁶

Gerek birinci nesil gerekse ikinci nesil para krizi teorilerinde para krizinin vuku bulması hususunda makroekonomik temeller merkezî bir role sahiptir. İkinci nesil kriz teorisinde gri durumda da para krizinin meydana gelmesi açısından makroekonomik temellerin durumu (çok sağlam olmaması) son derece önemlidir. Şu farkla ki gri durumda ekonomik temellerin sağlamlığının orta derecede olması önşarttır.

Gerek birinci gerekse ikinci nesil para krizi teorilerinde para krizinin vukû bulması hususunda sabit kuru çökertmek maksadı güden uluslararası spekülâtif saldırılar üzerinde odaklanılmaktadır. Bir diğer ifadeyle her 2 nesil kriz teorisinde de para krizinin meydana gelmesi bakımından merkezî konu “uluslararası spekülâtif saldırıların tabiatı”dır.

⁹⁶ Obstfeld (1984,1994,1995).

Birinci nesil para krizi teorilerine göre para krizinin gelip gelmeyeceğini her zaman yalnızca makroekonomik temellerin sağlamlığı-zayıflığı belirlemektedir. İkinci nesil para krizi teorisi ise temel bir belirleyici olarak ikinci bir unsur mahiyetinde “beklentiler”e de yer vermektedir. İkinci nesil para krizi teorisinde 2 uç durumda para krizinin meydana gelip gelmeyeceği hususunda makroekonomik temeller yine yalnız başına belirleyicidir. Fakat tasavvur edilen 2 uç durum arası (gri) durumda ise ikinci nesil para krizi teorilerinde, makroekonomik temellerin sağlamlığının orta düzeyde olduğu veri iken, para krizinin meydana gelip gelmeyeceği hususunda “beklentiler” temel rol oynamaktadır. Bununla beraber buradan, gri durumda, makroekonomik temellerin önemsiz olduğu sonucuna varılmamalıdır.

Birinci nesil para krizi teorilerinden farklı olarak ikinci nesil para krizi teorilerinde para krizinin meydana gelme zemini^(*) hareket noktası alınarak 3 lü durum tasavvur edilmiştir.

Birinci nesil para krizi teorilerinde krizin ne zaman vukû bulacağı öngörülebilir yani kriz zamanlaması kesindir. İkinci nesil para krizi teorilerinde ise para krizinin ne meydana gelip gelmeyeceği ne de ne zaman meydana geleceği, özellikle gri durumda iken, öngörülemez.⁹⁷

Birinci nesil para krizi teorilerinde tekli denge, ikinci nesil para krizi teorilerinde ise çoklu denge sözkonusudur.⁹⁸ Özellikle gri alanda iken makroekonomik temellerin sağlamlık derecesiyle ilgili veri bir setten farklı makro dengelere varılabilir. Yani sözkonusu veri sete birden fazla makro denge tekabül eder. Bu, krizin hem meydana gelip gelmeyeceği hem de şiddeti bakımından, özellikle gri alanda iken, “beklentilerin” devreye girmesi ve temel rol oynamasından ileri gelmektedir.

Birinci nesil para krizi teorileri son derece mekanik ve deterministiktir. Para krizi katı bir mekanistik-deterministik çerçevede meydana gelmekte, kriz süreci katı bir mekanizm-determinizm içerisinde ve hep doğrusal şekilde işlemektedir. Özellikle hükûmet ve para otoriteleri tamamen pasif; körü körüne, basiretsizce, şuursuzca hareket etmekte olup sabit kuru mutlak olarak sürdürmeye kilitlenmiş durumdadır. Sabit kuru sürdürmek asla vazgeçilemeyecek bir mutlak hedeftir. Hükûmet maliyeti ne olursa olsun, kuru sürdürmeyi mutlak olarak arzu eder; merkez bankası son birim \$ 1 kalmayınca kadar rezervlerini kuru sürdürmek uğrunda körü körüne harcar. Kriz, kaçınılmaz bir fenomendir.

İkinci nesil para krizi teorilerinde ise durum tamamen farklıdır. Hükûmet bir refah maksimizasyoncusudur ve sabit kuru ne pahasına, neye mal olursa olsun sürdürmeyi arzu etmez. Kuru sürdürmek hükûmet için mutlak, vazgeçilemez bir hedef değildir. Hükûmet kuru sürdürmek konusunda bir mübadele (trade-off) ile karşı karşıyadır.⁹⁹ Kuru sürdürüp sürdürmeyeceğine karar

(*) makroekonomik temellerin sağlamlığı-zayıflığı

⁹⁷ Flood ve Marion (1998), s. 14.

⁹⁸ Obstfeld (1995), Flood ve Marion (1998), s. 14, Wälti (2003), s. 10, Rajan (2001), s. 6, Jeanne (2000), s. 25-26.

⁹⁹ Flood ve Marion (1998), s. 14, Wälti (2003), s. 7.

verirken kuru sürdürmenin fayda ve maliyetini^(*) mukayese eder. Eğer ikincisinin ağır bastığını düşünürse sürdürmeye teknik gücü bulursa bile hükûmet kuru sürdürmekten vazgeçer.¹⁰⁰ Sabit kuru terki, hükûmetler bakımından her zaman teknik güç olarak yetersizlikten doğan zorunlu, kaçınılmaz bir fenomen değil, kimi zaman yalnızca stratejik bir tercih, siyasi bir karardır. Kuru sürdürmenin maliyeti mütemadiyen arttığında hükûmet bu maliyeti ilelebet göze alamaz, kuru sürdürme azmi gittikçe zayıflar ve en sonunda da sürdürmekten vazgeçer. Benzer şekilde merkez bankası kuru sürdürmek adına körü körüne, basiretsizce hareket etmez ve döviz rezervlerini kör bir şekilde son birimine dek bu uğurda tüketmez.^(**) Bu durumda teknik olarak zorunlu olmamasına rağmen bir siyasî-stratejik tercih olarak da sabit kurun terk edilişi meydana gelebilir. Bu durumda para çöküşünün meydana gelip gelmemesi sürecinde hükûmet ve para otoritesi pasif değil önemli ölçüde aktiftir.

Para krizi mekanik-deterministik bir süreç halinde ve lineer şekilde vukû bulmaz. Para krizi aksine makroekonomik temeller, uluslararası piyasaların beklentileri ve hükûmet davranışlarının “karşılıklı etkileşimi” halinde meydana gelmektedir.

Kendi kendine vaki para krizlerinin meydana gelmesi birinci nesil para krizi teorilerinde mümkün değildir ancak ikinci nesil para krizi teorilerinde ise mümkündür.¹⁰¹ Münferit spekülâtör diğer spekülâtörün nasıl davranacağıyla ikinci nesil para krizi teorisinde hayatî önemde ilgilenir, ancak birinci nesil para krizi teorisinde ise ilgilenmez.

Birinci nesil gibi ikinci nesil para krizi teorileri de 1997/8 Asya krizini izah edememektedir. Çünkü Asya krizinde kriz ekonomilerinde makroekonomik temeller, ikinci nesil para krizi teorileri terminolojisine göre 1. uç (beyaz) durumda yer alacak kadar sağlam idi. Ayrıca kriz ekonomilerinde kriz öncesi dönemde, yüksek ekonomik büyüme hızının bir sonucu olarak, işsizlik oranı da yüksek değildi. Dolayısıyla hükûmet için sabit kuru terk etmeye götürecek kuvvetli bir sâik yoktu. Sonuç olarak makroekonomik temellerin çok sağlam olması, yüksek bir işsizlik oranının bulunmaması sebebiyle bölge ülkelerinin, yalnızca birinci nesil para krizi teorilerine göre değil aynı zaman da ikinci nesil para krizi teorilerine göre de bir krize girmemesi gerekiyordu.

(*) ekonomik daralma ve işsizlik maliyetini

¹⁰⁰ Obstfeld (1995), Krugman (1999), s. 2.

(**) Kuru savunamadığı takdirde merkez bankası, tıpkı başarısız saldırıya katılan spekülâtör gibi, elden çıkardığı her birim döviz rezervi için zarara uğrar: Çünkü kur çöküşünden önce sattığı her birimi sabit kurdan yani daha düşük bir seviyeden (örneğin 1\$=1,2 YTL den) satmakta, kur çöktükten sonra ise kaybettiği döviz rezervlerini geri almak istediğinde daha yüksek bir kurdan (örneğin 1\$=2 YTL den) satın almak zorunda kalmaktadır. Bir bakıma malî değerlerini koruyabilmek için bir merkez bankası, ikincil derecede kalsa da, en azından bir ölçüde, bir spekülâtör gibi düşünmek ve dövizlerini elden çıkarıp çıkarmayacağına karar vermek zorundadır. Merkez bankası kurun sürdürülmesi imkânsız iken ona umutsuzca kilitlenerek bir de boş yere döviz rezervlerinden olmayı yani malî değerlerinin erimesini göze alamaz: Madem ki kur sürdürülemezdir ve mutlaka çökecektir, bu durumda merkez bankası hiç değilse rezervlerinin mümkün olan en büyük kısmını muhafaza edebilmeyi hedefleyecektir.

¹⁰¹ Obstfeld (1984,1994,1995), s. 10-15, Flood ve Marion (1998), s. 14, Krugman (1999), s.2.

II. FİNANSAL KRİZLER ve MONETARİST YAKLAŞIM

A. MONETARİST YAKLAŞIMA GENEL BAKIŞ

Finansal krizlerle ilgili olarak monetarist yaklaşımın kurucusu Milton Friedman'dır. Friedman'dan sonra en önemli temsilcileri Schwartz, Cagan'dır. Monetarist görüşün taraftarları olarak ayrıca McKinnon, M. Bordo da kaydedilebilir. Monetarist görüş üzerine şah eser şüphesiz ki Friedman ve Schwartz (1963)'tür. İlki kadar önemli olmasa da Cagan (1965) de bu çerçevede kaydedilebilir. Monetarist görüş üzerine en önemli diğer 2 çalışma Schwartz (1986) ve Bordo, Mizrael, ve Schwartz (1995)'tir. Friedman ve Schwartz (1963)'te yer verilen finansal krizle ilgili görüşler Schwartz (1986) ve Bordo, Mizrael, ve Schwartz (1995)'te daha da geliştirilmiştir.^(*)

Friedman ve Schwartz (1963), Schwartz (1986)'ya göre İngiltere'de 1866 yılından, ABD'de 1929-33 Büyük Krizinden bu yana dünyada gerçek bir finansal kriz tecrübe edilmemiştir. Bundan da öte onlara göre 1929-33 krizinden sonra gerek gelişmiş ekonomilerde ve gerekse tüm dünyada gerçek bir finansal kriz meydana gelmemiştir.¹⁰² Bir takım finansal rahatsızlıklar şüphesiz müşahede edilmiştir, ancak bunlar gerçek bir finansal kriz değil pseudo (sahte) finansal krizlerdir. Onların reel değil pseudo finansal kriz fenomeni olarak nitelendirilmeleri, her ne kadar kriz literatüründe bazı yazarlarca finansal kriz diye adlandırılmış olsalar da, daha doğrudur. 1929-33 Büyük Krizinden sonra dünya ekonomisinde gerçek bir finansal kriz tecrübe edilmemiş olduğunu düşünmelerinden olsa gerek, monetarist yaklaşım finansal krizle ilgili olarak münhasıran 1929-33 krizini izah etmeye yoğunlaşmıştır. Monetaristler sonuçta dünya ekonomisinde 1990'dan sonra görülen ve kendilerinin pseudo (sahte) finansal kriz kabul ettikleri ancak kriz literatüründe "finansal kriz" olarak geçen tecrübeleri ele almayı önemli ölçüde ihmal etmişlerdir. Bir diğer ifadeyle monetarist yaklaşım 1929-33 ekonomik krizinden sonra gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde müşahede edilen finansal kriz fenomenlerine karşı ilgisiz kalarak bir bakıma onları hafife almıştır.

Monetaristlerin finansal krize yaklaşımlarının oluşmasında, ekonomide paranın^(**) oynadığı role ilişkin onların bakış açılarının payı çok büyüktür. Ekonomide toplam üretim ve reel

^(*) Friedman ve Schwartz (1963), Cagan (1965)'te finansal kriz hususunda temsil edilen görüşler monetarizmin finansal kriz yaklaşımının ilk (geleneksel) aşamasını yani temelini oluşturur. Finansal kriz üzerine monetarizmin geleneksel bakış açısı Schwartz (1986), Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)'te ve diğer bazı çalışmalarda daha da geliştirilmiştir. Bu münasebetle monetaristlerin finansal kriz yaklaşımlarını ana hatlarıyla anlayabilmek için önce Friedman ve Schwartz (1963)'e sonra da Schwartz (1986) ve Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)'e başvurulması şeklinde bir yol takip etmek isabetlidir.

¹⁰² Schwartz (1986), s. 1 (s. 271). Bu görüşü Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)'te paylaşmaktadır. Son çalışmada sistemik-pseudo sistemik risk ayırımına gidilmekte, gerçek – pseudo finansal kriz ayırımı bunun üzerinde temellendirilmektedir. Sistemik risk varken vukû bulan, gerçek finansal krizdir, diğeryse pseudo finansal kriz. 1992-3 ERM ve 1994-5 Tekila (Meksika) krizlerinde de sistemik risk yoktur [Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 23-6]. 1992-3 ERM ve 1994-5 Meksika krizleri de gerçek finansal krizler değil, pseudo (sahte) finansal krizler yani bir bakıma finansal rahatsızlıklardır. Acaba monetaristler Asya krizini gerçek finansal kriz kabul ediyorlar mı? Bu sorunun cevabı Schwartz ve Bordo (2000)'den bulunabilir.

^(**) para arzı ve para stokunun

gelir üzerinde para monetarist yaklaşıma göre uzun vadede nötr, fakat kısa vadede ise belirleyicidir. Para^(*) ülke ekonomisinde reel geliri kısa dönemde belirler fakat uzun dönemde etkilemez. Parasal değişkenler uzun vadede yalnızca fiyatlar genel seviyesini etkileyerek nominal geliri değiştirir. Yalnızca parasal değişkenler kısa dönemde hem fiyatlar genel seviyesini ve nominal geliri hem de reel geliri belirlemektedir. Kısaca monetaristlere göre kısa dönemde hem nominal hem de reel geliri belirleyen temel faktör yalnızca para stokudur.

Monetaristlerin makroekonomide paranın reel geliri belirlemek itibarıyla yalnızca kısa vadede belirleyici ancak uzun vadede nötr olduğunu düşünmelerinden hareketle, finansal krize bakışları üzerine şöyle bir intibaya varılabilir: Monetaristler, zımnen, finansal krizleri konjonktürel dalgalanmalar ve iş çevrimleri çerçevesinde ele almaktadırlar. Finansal krizler ekonominin carî (fiilî) kısa dönem dengesinin uzun dönem dengeleriyle tutarlı olmamasından kaynaklanmaktadır. Bir bakıma finansal kriz ekonominin carî kısa dönem dengelerinin, ekonominin uzun vadeli dengelerinin sözkonusu kısa dönem için gerektirdiği dengelerinden farklı olmasından ileri gelir. Buna göre bir açıdan finansal krizler ekonominin kısa dönem dengelerinin uzun dönem dengelerine âni ve sert şekilde intibak etme sürecidir.

Şu halde finansal kriz önlenirse bile, ekonomi carî kısa dönem dengesinden kriz vukû bulmuş olsaydı ulaşacak olduğu uzun dönem dengesine yine yönelecek ve ulaşacaktır. Şu farkla ki, ekonomi uzun dönem dengesine; finansal kriz meydana gelirse daha kısa sürede ve daha hızlı, keskin şekilde, finansal kriz meydana gelmez, örneğin önlenirse daha uzun sürede ve yavaş yavaş uyarlanacaktır. Bu bakış açısına göre dolayısıyla finansal krizin vukû bulması halinde ülke ekonomisinin maruz kaldığı reel kayıplar (reel GSMH, istihdam hacmi, ...vb kayıpları) kriz vukû bulmamış olsa da uzun dönemde yine ortaya çıkacaktır. Sözkonusu reel kayıplar kriz meydana geldiğinde âniden ve hızlıca, meydana gelmemesi halinde ise yine aynı büyüklükte fakat yavaş yavaş ortaya çıkacaktır.^(**)

Friedman ve Schwartz (1963)'e göre ekonomide dalgalanmalar meydana gelmesi itibarıyla para önemli¹⁰³ ve finansal krizlerin meydana gelmesi bakımından en önemli unsurdur. Nitekim 1929-33 ekonomik krizinin vukû bulmasında da para temel rolü oynamıştır. Parasal-finansal sektör, tabiatı itibarıyla aslında istikrarlıdır. Ekonomide genel olarak parasal istikrar muhafaza edildiği müddetçe finansal kriz vukû bulamaz. Ekonomide parasal unsurlardaki değişimleri kontrol edip parasal istikrarı sağlamaktan başta merkez bankası olmak üzere para otoriteleri sorumludur. Bunun tabii sonucu olarak monetarist bakış açısına göre krizin vukû

(*) para arzı, para stoku dahil parasal değişkenler

(**) Çünkü monetarist bakış açısına göre bir taraftan finansal krizlerin meydana gelmesinin ana sebebi "para stokundaki daralma"dır. Diğer taraftan da "para stokundaki değişimler" ekonomide; kısa dönemde fiyatlar genel seviyesini, nominal ve reel geliri, fakat uzun dönemde ise sadece fiyatlar genel seviyesini ve nominal geliri etkilemektedir. Kısaca para stokundaki değişimler uzun dönemde reel geliri ve diğer reel unsurları etkilememektedir.

¹⁰³ Friedman ve Schwartz (1963), s. 300.

bulmasından ve şiddetlenmesinden, parasal istikrarı muhafaza edemediği için, merkez bankası sorumludur.

Monetarist yaklaşıma göre finansal krizin ana sebebi “para stokundaki daralma”dır. Finansal krizin meydana gelmesinde temel rolü para stoğundaki daralma oynar.¹⁰⁴ Bundan da öte monetarist yaklaşımdan parasal daralmanın etkilerinin finansal krizin sebebi değil kendisi olduğu sonucuna bile varılabilir.

Monetaristler finansal krizin meydana gelmesi hususunda genel olarak finansal sektör, özel olarak da bankacılık sektörü üzerinde durmaktadırlar. Monetaristler finansal kriz konusunda temelde “bankacılık panikleri” üzerine odaklanmaktadırlar.¹⁰⁵ Friedman ve Schwartz (1963)’e göre finansal kriz, ya parasal daralma meydana getiren yahut da bir parasal daralmanın ekonomi üzerine olumsuz etkilerini büyüten bankacılık panikleridir. Bununla beraber finansal kriz Friedman ve Schwartz (1963)’te bazen de “parasal daralma ve olumsuz etkileri” olarak görülmüş ve finansal kriz vukû bulduğundan söz edilebilmesi için bir bankacılık paniğinin meydana gelmesinin zorunlu olmadığı ileri sürülmüştür.¹⁰⁶ Hatta Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)’e göre finansal kriz, parasal daralmaya ve sonunda reel gelirden düşmeye yol açacak mahiyette olmak üzere, bir borsa çöküşü fenomeni de olabilir.¹⁰⁷

Monetarist bakış açısına göre finansal krizin vukû bulması hususunda anahtar unsurlar şöyle sıralanabilir:

- Parasal daralma [para tabanında daralma; cu/d ve r/d oranlarında değişme]
- Bankacılık panikleri [mevduatların bankacılık sisteminden kaçması]
- Reel sektörde daralma ve reel gelirden düşme (negatif ekonomik büyüme oranı)
- Genel ödemeler mekanizmasının kesintiye uğraması
- Genel ödemeler mekanizmasına ve finansal sisteme duyulan “genel güven kaybı”
- Belirsizlikte^(*) artış
- Borsa dahil aktif piyasası çöküşleri

¹⁰⁴ Mishkin (1994), s. 2.

¹⁰⁵ Mishkin (1994), s. 2-3. Onların finansal krize dair ilgilerinin merkezini bankacılık krizi ve bankacılık sektörünün oluşturmasının realite bakımından önemli bir dayanak şöyle ifade edilebilir: Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörü finansal sektörde en ağırlıklı ve belirleyici durumdadır.

¹⁰⁶ Friedman ve Schwartz (1963), s. 352. Bu çalışmada banka başarısızlıkları yaygın şekilde vukû bulmaksızın da, para stokunda şiddetli, keskin bir daralma sonucu bir finansal kriz meydana gelebileceğine örnek olarak 1929-33 arasında görülen Kanada tecrübesi veriliyor. Söz konusu dönemde Kanada’da çok fazla banka başarısızlıkları meydana gelmemiş, ancak yine de büyük bir finansal kriz yaşanmıştır. 1929-33 arasında para stoğu Kanada’da %13 oranında daralmış, bu daralma safi milli hasılda %49 oranında düşüşe götürmüştür. Aynı dönemde para stoğu ABD’de %33 oranında daralmış ve bu daralma da safi milli hasılda %53 düşüş meydana getirmiştir. [s. 352 ve Friedman (1973), s. 56].

¹⁰⁷ Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 3.

^(*) Finansal krizin vukû bulması hususunda Friedman ve Schwartz (1963)’ün yer verdiği “belirsizlik” kavramı, Mishkin’in “asimetrik bilgi” kavramını imâ edip içermektedir. Çünkü buradaki “belirsizlik” parasal değişkenlerin (faiz, enflasyon, para arzı vb.) gelecekte gerçekleşmesi beklenen seviyesinin ne olacağıyla ilgili olarak insanların algılamaları veya tereddütleri (kararsızlığa düşmeleri) ile ilgili değildir. “Belirsizlik” burada da tıpkı asimetrik bilgi yaklaşımındaki gibi, ödünç sahibinin ödünç alanın borcunu vadesi geldiğinde ödeyebilme gücüne sahip olup olmadığını yani malî sağlamlığının ne olduğunu “tam olarak bilememesi”dir.

- Bono piyasası çöküşleri ile bankaların likidite problemlerinin şiddetlenmesi arasında “geribesleme” ve karşılıklı etkileşim mekanizması
- Banka paniklerinin, kısmî rezerv prensibinin geçerliliği ve asimetrik bilgi problemlerinin varlığı altında, “bulaşıcılığı”.

Bir finansal istikrarsızlığın finansal kriz kabul edilmesi için, onun parasal daralmaya götürmesi, genel ödemeler mekanizmasını kesintiye uğratması, finansal sisteme ve genel ödemeler mekanizmasına duyulan genel güveni sarsması; bankacılık paniği sözkonusu iken bunun münferit karakterli değil tüm bankacılık sektörü ölçeğinde^(*) yani “kötü” bankalara münhasır kalmayıp sağlam bankalara da bulaşabilmiş olması gereklidir.

B. REEL VE SAHTE (PSEUDO) FİNANSAL KRİZ AYRIMI

Schwartz (1986)’da reel ve pseudo (sahte) finansal kriz ayrımına gidilmiştir. Bu ayrım, bir takım kriterler üzerine inşa edilmiştir. Reel-pseudo (sahte) finansal kriz ayrımına Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)’te de yer verilmiştir.¹⁰⁸ Bu çalışmalara göre ülkelerin tecrübe ettiği önemli her finansal karışıklık olayı mutlaka finansal kriz değildir. Finansal karışıklıklardan kimisi gerçekten finansal kriz mahiyetindedir ve bunlara Schwartz (1986’daki terminolojiye göre “reel (gerçek) finansal kriz” denir fakat kimisi de “sahte (pseudo) finansal kriz” mahiyetindedir ve bunlara da “pseudo finansal kriz” denir. Finansal karışıklıklar hususunda reel ve sahte (pseudo) finansal kriz ayrımının dayandığı bazı kıstaslar şöyle sıralanabilir:

- Parasal daralma (para stokunda azalma)
- Genel ödemeler mekanizmasının kesintiye uğraması
- Genel ödemeler sistemine/mekanizmasına duyulan güvenin sarsılması
- Genel olarak bankacılık sistemine duyulan genel güvenin kaybolması
- Finansal kargaşa hadisesinin olumsuz etkilerinin çok şiddetli olması öyle ki, yalnızca finansal sektörle sınırlı kalmayıp reel sektöre de geçerek gerek reel sektörde gerekse bütün olarak ülke ekonomisinde (toplam üretim, reel gelir, istihdam, toplam ekonomik faaliyet hacmi vb. de)^(**) önemli bir daralma meydana getirmesi
- Bankacılık paniği sözkonusu ise paniğin münferit birkaç bankaya yönelik olmakla sınırlı kalmayıp tüm bankacılık sektörüne^(***) yönelik olması.

Monetarist bakış açısına göre finansal kriz (yani bankacılık krizi) özünde bir “likidite krizi”dir, “ödeyememe krizi” değil. Gerçek bir finansal krize çoğunlukla gerek finansal gerekse reel sektörde kuvvetli ve yaygın firma başarısızlıkları dalgası eşlik eder.

^(*) firma ölçekli değil sektörel ölçekte

¹⁰⁸ Schwartz (1986), s. 271-2, 282-5 ve Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 2. Sonuncu çalışmada reel ve pseudo sistemik risk ayrımına yer veriliyor ki bu da aslında reel ve pseudo-f finansal kriz ayrımını imâ etmektedir.

^(**) kısa dönemde. Çünkü bunun uzun dönemde de gerçekleşmesi şartının aranması monetarist bakış açısına göre hiçbir hadisenin gerçek finansal kriz kabul edilememesi sonucuna götürecektir.

^(***) hiç değilse bankacılık sektörünün önemli bir kısmına

Finansal kriz Friedman ve Schwartz (1963), Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)'e göre ancak şu 4 durumdan birisi sözkonusu iken meydana gelebilir: (i) Halkın ödünçünün âkıbetinden, ödeme vasıtasını^(*) hiçbir fiyattan elden çıkaramayacağını yani tahsil edip nakde dönüştüremeyeceğini düşünecek kadar büyük bir korkuya kapılması, (ii) Ödünç sahiplerinin genel olarak bankacılık sisteminin tümüne duydukları genel güveni kaybetmeleri,^(**) (iii) Mevduat garantisi sisteminin yokluğu ve (iv) Son ödünç verici merciin yokluğu, var olmakla beraber rolünü oynamaya gönüllü olmaması, önlemek için tam zamanında ve yeterince etkin müdahale etmemesi.¹⁰⁹

Schwartz (1986)'da inşa edilen reel ve sahte (pseudo) finansal kriz ayrımına göre nelerin reel değil sahte (pseudo) finansal kriz fenomeni olduğuna dair somut örnekler verilmesi sözkonusu ayrımın kavranması bakımından oldukça faydalıdır. Münferit finansal firma iflasları, münferit bir bankaya yönelik müdi tehaccümleri, reel değil sahte (pseudo) finansal kriz olabilirler. Eğer bunlar; parasal daralma meydana getirmemiş, genel ödeme mekanizmasına ve tüm bankacılık sistemine genel güveni sarsmamış, reel sektörü etkileyip toplam reel gelirden düşmeye^(***) götürmemiş iseler sahte (pseudo) finansal kriz mahiyetindedirler.¹¹⁰ Bu durumda tüm bankacılık sisteminden mevduatlar çıkmamış, bir bankadan çıkıp diğer bir bankaya yatırılarak yalnızca bankalar arasında transfer edilmiş olur ki bundan bankacılık sisteminin toplam mevduatları, dolayısıyla da parasal taban (para stoku) etkilenmez. Yine yalnız başına firma iflasları, borsa ve diğer aktif piyasası çöküşleri, eğer reel sektöre geçerek önemli bir daralma meydana getirmemiş yani toplam reel gelirden ve ekonomik büyümede önemli bir düşmeye yol açmamış ise sahte (pseudo) finansal krizdirler. Bunlar yalnızca ülke ekonomisinde kişiler ve firmalar arasında servet transferine yol açmışlar, ancak ülkenin toplam servetini etkilememişler demektir. Bu çerçevede münferit firma başarısızlıkları da bir reel finansal kriz değildir.

Reel sektörde tedricî ve öngörülebilir talep daralması sonucu firmaların hedeflerini küçültmeleri ve bu çerçevede talep daralması meydana gelmesi, mahiyeti bakımından bizzat finansal kriz değildir. Fakat belirli durumlarda bunlar da bir finansal krize götürebilir. Örneğin bankalar kredi arzı fazlalılığını massetmek üzere yüksek getirili fakat aşırı riskli yatırım projelerini finanse etmek üzere reel sektöre kredi verebilirler. Böyle olduğunda banka bilançolarında kredilerin^(****) riskliliği artıp kalitesi düşer ve geri dönmeyen kredilerde artış meydana gelir. Bu süreç bankacılık sektörünü likidite problemlerine ve sonunda ekonomiyi bir finansal krize götürebilir.

(*) örneğin elindeki bonusu, hisse senedi, ...vb.

(**) bu çerçevede müdiler dahil ödünç sahiplerinin sağlam bankalar ve kâğıtlar ile sağlam olmayanlar arasında ayrıma gidememeleri

¹⁰⁹ Schwartz (1986), s. 272, Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 2-3 ve 7.

(***) reel ekonomide daralmaya

¹¹⁰ Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 7-8.

(****) dolayısıyla da aktiflerin

Schwartz (1986)'ya ve Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995)'e göre¹¹¹ bankacılık paniklerini ve borsa çöküşünü içermeyen hadiseler, başkalarının kriz olarak adlandırılmış olsalar da reel değil pseudo finansal krizdirler. Bunlar deflasyonlar, enflasyonla mücadele, büyük ölçekli finans dışı firmaların veya finansal firmaların şiddetli sıkıntıları [çok büyük bir firmanın iflası veya büyük bir endüstri kolunun çökmesi], muayyen bir endüstrinin çökmesi,^(*) genel değil yalnızca muayyen malların veya kâğıtların fiyatlarında âni ve şiddetli düşme, sabit kur rejimine yönelik spekülâtif saldırıları,... vb. de içerir. Tüm bu hadiseler ekonominin belli bir sektöründe servet kayıplarını ifade eder. Ancak sözkonusu hadiselerden hiçbirisi para tabanı zemininin aşınmasını gerektirmez ve dolayısıyla finansal kriz değildirler.¹¹²

Schwartz ve Bordo (2000)'de yer alan bakış açısı ise biraz farklıdır. Bu çalışmada reel-pseudo (sahte) finansal kriz ayrımına temas edilmemektedir. Buna karşılık finansal krizler konusunda “finansal panik” ve “finansal kriz” şeklinde bir ayrım yapılmıştır. Finansal panik yalnızca para piyasasıyla ilgilidir ve ödemeler mekanizmasının zeminini yok eder. Bu, bir bakıma bankacılık paniğidir. Finansal kriz ise daha geniştir ve bankacılık krizini, para krizini, borç krizini içermektedir. Bankacılık krizi bankacılık paniği olabileceği gibi panik bulunmaksızın bankacılık çöküşü şeklinde de olabilir. Bir finansal kriz aktif fiyatları (ister hisse senedi isterse emlak fiyatları olsun) veya mal fiyatları çöktüğünde; beklenmedik büyük bir döviz kuru artışı meydana geldiğinde veya kamusal borçlu “acizliğe” (default) düştüğünde vukû bulur. EM ülkelerinde görülen son sıkıntılar (Asya krizi kastediliyor) “*finansal paniklerden ziyade finansal kriz tecrübeleri*”dir.¹¹³ Schwartz ve Bordo (2000)'e göre finansal krizlerin başlıca türleri; “bankacılık krizleri”, “borç krizleri”, “para krizleri”, “ikiz veya üçüz krizler”dir.¹¹⁴

C. FİNANSAL KRİZ MEYDANA GELİRKEN EKONOMİDE FİNANSAL-PARASAL VE REEL SEKTÖRLER ARASINDA İLLİYETİN YÖNÜ: “HARCAMA HİPOTEZİ”NE KARŞI “MONETARİST HİPOTEZ”

Monetarist yaklaşımda önemli hususlardan birisi illiyetin yönü meselesidir. Parasal ve reel unsurlar, bir diğer açıdan parasal-finansal sektör ile reel sektör arasında illiyet zinciri finansal

¹¹¹ Schwartz (1986), s. 271-2, Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 3 ve 7-8.

^(*) Belli sektörlerde veya endüstrilerde servet kaybı ve aktif fiyatlarında düşüş meydana getiren “şoklar”, genel ödemeler mekanizması zeminini tahrip etmedikleri takdirde pseudo finansal krizdirler. Kur piyasaları da dahil piyasalarda aşırı şişkinleşme ve bunun patlaması, sovereign borç krizleri de, genel ödemeler mekanizması zeminini tahrip etmediklerinde pseudo finansal krizlerdir. Bunlar bir bakıma kriz değil, finansal rahatsızlık örnekleridirler. [Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 7-8]

¹¹² Bordo, Mizrael, ve Shwartz (1995), s. 8. Parasal taban zemininin aşınması ve parasal daralma finansal krizin ayırıcı özelliğidir. Zira para tabanı daraldığında para stoku daralır ve bu da mutlaka ekonomik faaliyette önemli bir daralmaya götürür.

¹¹³ Schwartz ve Bordo (2000), s. 4. Bu görüşleri Schwartz (1986)'da inşa edilen reel-pseudo finansal kriz ayrımı eksenine oturtabilmek kolay görünmemektedir. Örneğin ilkinde sovereign borç krizi, para krizi gerçek finansal kriz kabul edilmeyordu.

¹¹⁴ Schwartz ve Bordo (2000), s. 5-21.

kriz meydana gelirken hangi yönde işlemektedir? Parasal unsurlardan reel unsurlara^(*) doğru mu yoksa aksi istikamette mi? Finansal kriz meydana gelirken dolayısıyla, başlangıç durumunda parasal unsurlar mı (parasal-finansal sektör mü) yer alır yoksa reel unsurlar mı (reel sektör mü)? Cevap aslında son derece önemlidir. Çünkü cevap aynı zamanda 2 temel noktayı da belirleyecektir: Finansal krizin kökleri finansal sektörde yani geniş anlamda parasal-finansal unsurlarda mı aranmalıdır yoksa reel sektörde ve reel unsurlarda mı? İkincisi finansal krizler reel krizlerin yansımaları mahiyetindeki olaylardan mı ibarettir? Monetarist yaklaşım bu konuda kesin bir tavır alarak finansal kriz meydana gelirken başlangıç aşama itibarıyla illiyetin parasal unsurlardan reel unsurlara doğru işlediğini ileri sürmektedir. Onlara göre parasal daralma başlangıçtır ve belirleyicidir yani müteakiben, reel sektörde başarısızlık ve daralmalara götürmektedir. Finansal krizin meydana gelmesinde temel ve belirleyici rolü parasal unsurlar ve özelde parasal daralma oynar. Bununla beraber başlangıç aşama sonrasında ise illiyetin işleyişi itibarıyla durum biraz farklıdır: Parasal ve reel unsurlar arasında geribesleme mekanizmaları meydana gelir ve illiyet çift yönlü işler.

Monetarist yaklaşım finansal krizin meydana gelişinde illiyetin işleyiş yönüyle ilgili olarak “harcama hipotezi” yerine “moneter hipotezi” ikame etmiştir.¹¹⁵ Harcama hipotezinde Keynesyen talep daralması, başlangıç durumundadır ve parasal daralmaya, finansal problemlere götürür. Bu hipotezde illiyet reel sektör problemlerinden finansal sektör problemlerine^(**) doğru işler. “Moneter hipotez”de ise illiyet tam tersi yönde yani parasal unsurlardan reel unsurlara^(***) doğru işlemektedir. Harcama hipotezine göre krizin kökleri reel sektörde, moneter hipoteze göre ise krizin kökleri finansal sektörde ve özellikle parasal unsurlarda aranmalıdır.

Monetarist yaklaşımın finansal kriz hususunda kendine has görüşü finansal krizin vuku bulmasının temel sebebi olarak “para stokundaki daralma”yı kabul etmesidir. Para stokundaki daralma bankacılık sektöründe likidite krizine yol açmakta, bu da kredi piyasası kanalıyla reel sektörde firma başarısızlıklarına ve daralmaya götürmektedir. Böylece sonunda nominal ve reel gelir, üretim seviyesinde, istihdam hacminde düşme, işsizlik oranında artış ortaya çıkmaktadır.

Monetarist hipoteze göre finansal krizin meydana gelmesinde parasal ve reel unsurlar (parasal-finansal sektör ile reel sektör arasında) illiyet aşağıda şema halinde gösterildiği gibi parasal unsurlardan reel unsurlara doğru işler:

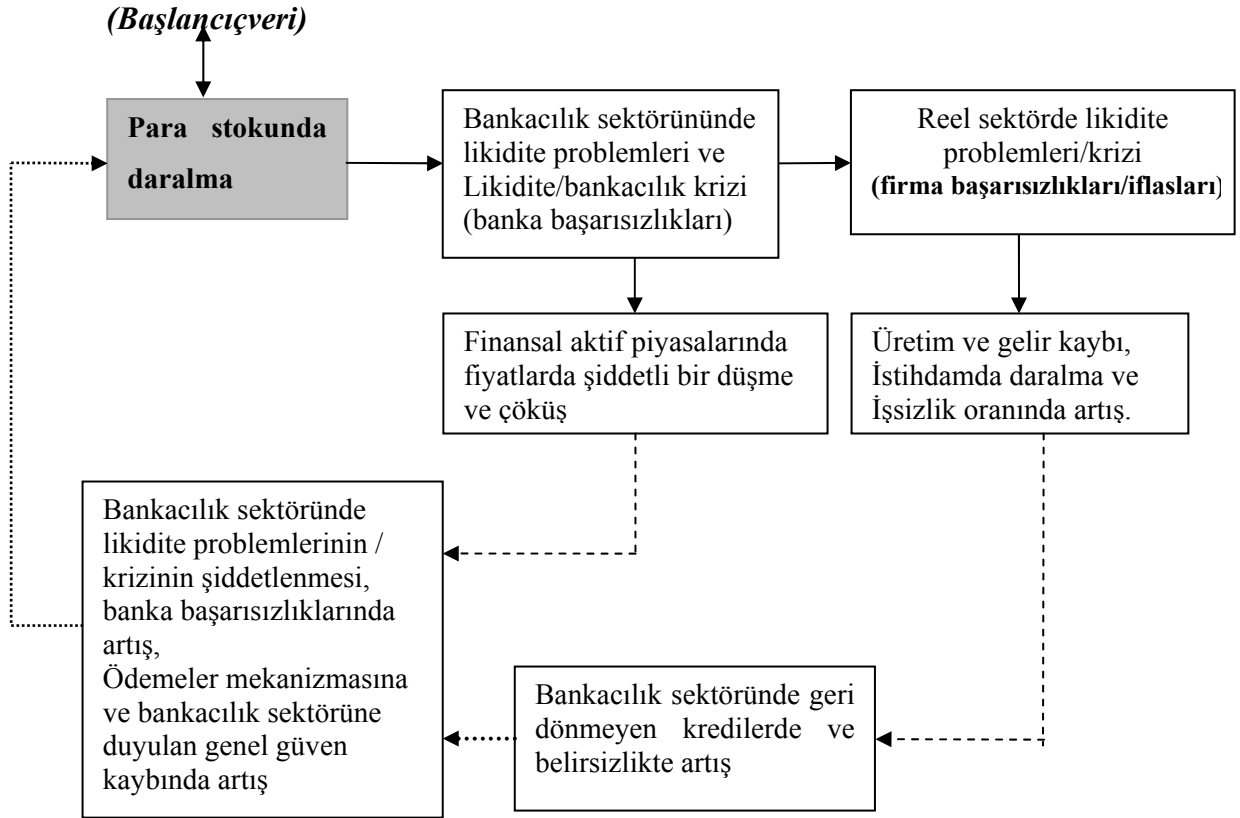
(*) parasal-finansal sektörden reel sektöre

¹¹⁵ Schwartz (1987), s. 114.

(**) reel unsurlardan parasal-finansal unsurlara

(***) parasal daralmadan reel sektörde daralmaya

Şema 2.1: Krizde parasal ve reel unsurlar arasında illiyetin yönü (monetarist hipotez)



Kaynak: Schwartz (1987), s. 124'ten hareketle hazırlanmıştır.

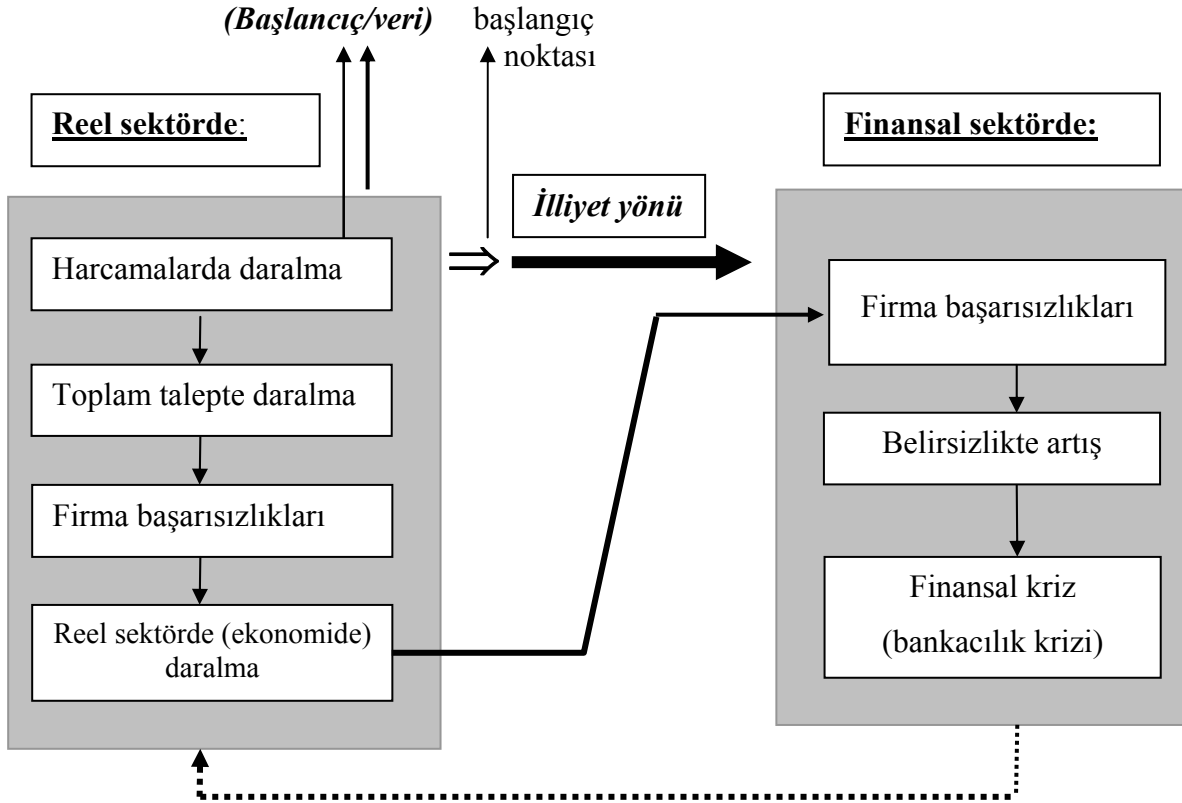
Krizin meydana gelişinde parasal ve reel unsurlar ya da daha genel bir ifadeyle finansal ve reel sektör arasında illiyetin hangi yönde işlediği hususunda “harcama hipotezi” (expenditure hypothesis) temelinde Keynesyen bakış açısını yansıtmaktadır.

“Harcama hipotezi”ne göre krizin meydana gelişinde illiyetin yönü şöyledir:¹¹⁶

Hikâye harcamalarda (C, I, G, NX te) bir daralma yani toplam talepte bir düşme ile başlar. Toplam talepte daralma reel sektörde firma başarısızlıklarına ve daralmaya yol açar. Bu da finansal sektörde firma başarısızlıklarına (banka iflaslarına) ve bankacılık krizine götürür. Bu bakış açısına göre krizin merkezinde reel unsurlar (toplam talep daralması) yatar. Finansal kriz, temelinde reel ekonomik unsurların yer aldığı krizlerin finansal sektöre yansımından ibarettir. Finansal kriz; reel sektörde toplam talep yetersizliğinden kaynaklanan firma başarısızlıkları ve daralmanın finansal sektörü etkileyip finansal firma başarısızlıklarına götürmesi suretinde meydana gelmektedir.

¹¹⁶ Schwartz (1987), s. 124.

Şema 2.2: Krizin meydana gelişinde harcama hipotezine göre illiyetin yönü (reel sektörden finansal sektöre doğru)



Harcama hipotezine göre finansal krizin meydana gelmesinde parasal unsurların önemli bir rolü yoktur.

D. FİNANSAL KRİZİN YANİ BANKACILIK PANİĞİNİN TABİATI

Friedman ve Schwartz'a göre, finansal krizin meydana gelmesinin asıl sebebi "para stokundaki şiddetli, keskin daralma"dır. Finansal rahatsızlıklar, eğer para stokunda bir daralma meydana gelmemişse, "finansal kriz" mahiyetinde değildirler. Bu meydana finansal alanda hatta daha özeldir bankacılık sektöründe firma başarısızlıkları; eğer para stokunda bir daralma meydana gelmişse finansal kriz kabul edilebilirler, para stokunda bir daralma meydana gelmemişse finansal kriz kabul edilemezler.^(*)

Finansal krizle ilgili olarak, "para stokunda bir daralma meydana gelip gelmediği" ni kıstas kabul eden Friedman ve Schwartz; genelde bankacılık krizleri özeldir de mevduatlar üzerinde yoğunlaşmaktadırlar. Banka başarısızlıklarının dalga dalga vukûunun asıl sebebi, para

^(*) Bununla beraber kimi tecrübeler örneğin, 1929-33 arasında Kanada'nın kriz tecrübesi, Friedman ve Schwartz (1963)'te finansal krizin meydana gelişini "para stoku daralması" üzerine temellendiren bakış açılarına karşı kuvvetli bir şüphe uyandırmaktadır. Şöyle ki:

1929-33 döneminde ABD de ile Kanada'nın para stoku daralmaları arasında çok büyük bir uçurum var (milli gelirlerine oranla sırasıyla %13 ve %33) iken safi milli gelirlerindeki düşme oranları birbirlerine çok yakındır (sırasıyla %53 ve %49) (Friedman ve Schwartz (1963). Halbu ki eğer krizin meydana gelmesinde para stoku daralmasının temel alınması realiteye uygun ise para stoku daralma derecesi krizin şiddetini de belirlemeliydi. Yani iki ülkenin para stoklarındaki daralma dereceleri arasındaki uçurum iki ülkenin tecrübe ettiği krizlerin şiddetlerini

stokundaki daralmadır. Para stokundaki daralma, esasen mevduatlardaki düşme kanalıyla gerçekleşmektedir.

Banka mevduatlarındaki düşme, D bileşeni üzerinden para stokunda daralmaya yol açmaktadır. Mevduatlardaki düşme diğer taraftan halkın elindeki nakit seviyesini (CU) artırmaktadır. Halkın elindeki nakit miktarının artması müdilerin, mevduatlarını çekmek üzere nakit talep etmelerinden ve bu maksatla bankalarına koşmalarından meydana gelmektedir. Münferit banka başarısızlıkları bankacılık sistemine güveni zayıflatmakta, bu da dalga dalga banka başarısızlıklarını ve belirsizliği daha da artırmaktadır. Belirsizliğin ve banka başarısızlıklarının daha da artması, bankacılık sistemine duyulan genel güveni tekrar zayıflatmaktadır. Böylece banka başarısızlıkları ve bankacılık sistemine duyulan genel güvenin zayıflaması arasında, sebep-sonuç ve geribesleme mekanizması ile fasit daire oluşmaktadır. Bankacılık sistemine duyulan genel güvenin sarsılması ve gitgide daha da şiddetlice zayıflaması, müdileri, ödünçlerini bir an önce^(*) kurtarmak maksadıyla bankalarına üşüşmeye sevk etmektedir. Her müdinin, kendisinin diğer müdilerden daha önce bankasına koşması gerektiğini düşünmesi ve bu istikamette hareket etmesi de “bankacılık panikleri”ne sebep olmaktadır.

Müdilerin mevduatlarını tümünden çekmek üzere üşüşmelerine maruz kalan banka, rezervleri yeterli olsa bile, nakit sıkıntısına düşmektedir. Nakit sıkıntısına düşen banka aktiflerini nakde çevirmek üzere harekete geçmektedir. Bu maksatla menkul kıymetler (bono, hisse senedi) şeklinde tuttuğu kısmı itibarıyla rezervlerini nakde çevirmeye yönelmektedir. Bankalar, riskliliği düşük olduğu için rezervleri arasında hükümet bonolarına büyük bir yer verirler. Büyük miktarda devlet tahvili tutan bankalar, likidite sıkıntısına maruz kaldıklarında hazine bonolarını piyasalara arz ederler.

Fakat likidite sıkıntısına düşen bankalar arttıkça yani likidite sıkıntısı şiddetlenip genişledikçe; bankalar tarafından, aktiflerini nakde çevirmek maksadıyla, ellerinde rezerv olarak tuttıkları devlet tahvillerinin piyasalara arzı artar. Bu, hükümet bonolarının piyasa fiyatlarının hızla düşmesine yol açar. Hükümet bonolarının ve diğer finansal kâğıtların piyasa değerlerinin düşmesi, bankaların aktiflerinin net hali hazır değerini düşürür. Bankaların aktiflerinin net değerinin düşmesi bir taraftan bankalara ve bankacılık sistemine duyulan genel güvenin daha da zayıflamasına ve belirsizlikte artışa yol açar. Bu, müdilerin mevduatlarını çekmek üzere nakit taleplerini ve bankaya tehaccümlerini dolayısıyla da bankalar üzerindeki likidite baskısını daha da artırır. Diğer taraftan da bankaları devlet bonolarını ve diğer finansal kâğıtları piyasalara, daha düşük fiyatlardan ve sonunda kelepirci fiyatına arz etmeye yani dampinge mecbur kılar. Sonuçta bonoların piyasalara boşaltılması ile bono fiyatlarında ve bankaların aktiflerinin net değerindeki düşme arasında da bir fasit daire oluşur.

(safî millî gelirlerindeki düşme derecelerini) şekillendirip onlar arasında da uçurum meydana getirmeliydi. Ancak öyle olmadı.

^(*) diğer müdiler bankaya koşmadan ve banka başarısızlığa düşmeden önce

Bankaların mevduatları (D) azalırken halkın elindeki nakit miktarı veya piyasalarda tedavül eden nakit seviyesi (CU) artar.

Fakat D deki azalış ile CU daki artış eşit miktarlarda olmaz yani CU daki 1 \$ artış (bankacılık sisteminden çıkan 1 \$) a karşılık bankacılık sistemindeki toplam mevduat (D); yine 1 \$ değil, daha fazla örneğin 2 \$, 3 \$, 4 \$, 6 \$...vb. kadar katkat azalış meydana getirir. Bu sebeple D azalır ve CU artarken; para stoku (M^s) daralır fakat parasal taban (H) ise aksine zıt istikamette hareket ederek artar.

Banka sisteminden CU niçin çıkıyor ve D niçin azalıyor; dahası D azalışı niçin bankacılık sisteminden çıkan CU nun birkaç katı oluyor? Friedman ve Schwartz buna cevap olarak sermaye yapısı ve özellikle rezerv pozisyonu bakımından bankaların zayıf olmasını ileri sürüyor. İhtiyarî rezervleri yetersiz olan bankalar, mecburen, müdilerinin nakit taleplerini karşılayabilmek amacıyla zorunlu rezervlerini (munzam karşılıkları) kullanıyorlar. Munzam karşılıkların azalması; bankacılık sisteminin mevduat yaratma kabiliyetini kat kat azaltıyor. Acaba mevcut mevduat seviyesi, 1 \$ nakit çıkınca, nasıl etkilenir?

Burada mevduat/rezerv (D/R) ve mevduat/nakit (D/CU) oranı şeklinde 2 yeni kavram devreye girmekte ve tahlillere rehberlik etmektedir.

Başlangıçta bankacılık sistemindeki bazı bankalar ihtiyarî rezervlerini artırmak yoluyla rezerv durumlarını takviye etmeye yönelmiyorlar. Çünkü rezerv tutmak bankalara bir alternatif maliyet yüklemektedir.

Sonraları gelirini CU ve D arasında bölüştürürken halkın tercihleri CU lehine ve D aleyhine kayıyor. Yani D düşüyor; bankacılık sistemindeki nakit seviyesi azalıyor, bankacılık sisteminden nakit çıkıyor, fakat halkın elindeki nakit seviyesi (CU) ise aksine artıyor.

Henüz bu esnada bankalar rezerv pozisyonlarını takviye etmeye yöneliyorlar.

Bu dönemde kısaca D azalıyor, CU artıyor.^(*) Banka rezervleri (RE) sabit de kalabilir, azalmakta da, hafifçe artmakta da olabilir. Bu gelişmeler D/CU ve D/RE oranlarında düşüşler anlamına gelmektedir, çünkü D deki düşme RE deki düşmeden daha hızlı ve şiddetli cereyan eder.^(**)

Friedman ve Schwartz'a göre bankaya tehaccümler, banka başarısızlıkları, mevduatların daralması şeklindeki hadiseler zinciri ile bono piyasalarının sığlığı arasında kuvvetli bir münasebet vardır. Bono piyasaları derinliğe sahip olduklarında, bu piyasalara finansman girişi ve potansiyel talebin kuvvetli olması; bankalar tarafından arz edilen bonoların fiyatlarındaki düşüşü önemli ölçüde yavaşlatacaktır. Çünkü piyasanın derinliği, daha fazla bono arzını massetmesine (emmesine) imkân verebilir. Bono piyasaları sığ olmazsa, bankaların bono arz hareketleri dampinge hemen dönüşmez ve banka aktiflerinin net değerleri hızla ve şiddetli şekilde düşmez.

^(*) Burada D deki değişme (düşme) CU daki değişimin (artışın) birkaç misli olmaktadır.

^(**) Bu, zorunlu rezervlerdeki azalmanın mevduatlar üzerindeki kaçınılmaz etkisinin tabiatından ileri gelir.

Para otoriteleri; bankaların bono piyasalarına bono arzı dampinge dönüşmeye başlayıp bono fiyatlarında şiddetli bir düşme temayülü doğduğunda, bu temayüle mâni olmalı, bu maksatla açık piyasa satın alımlarına başlamalıdır. Bu, likidite sıkıntısı çeken ve bono cinsinden yeterince rezerv ve aktifleri olan bankalara, yani gerçekte “ödeyebilme gücüne sahip” fakat o anda illikit olan bankalara, bonoları hükûmet tarafından satın alınması yoluyla para otoritelerinin likidite temin etmeleri gerektiğini ifade eder. Yani para otoriteleri piyasalara bono alımları yoluyla likidite sağlamalı ve sonuçta para stokundaki düşüşe mâni olmalıdır.

Eğer para otoriteleri; likidite sıkıntısı çeken bankaların bono piyasalarına bono arzlarının bir dampinge dönüşmesine ve bu çerçevede bono fiyatlarının büyük bir hızla düşme temayülüne mâni olmaz, bono alımlarına yeterince girişmez, yani piyasaya sözkonusu temayülü ortadan kaldırmaya yeterli derecede müdahale etmez ise; likidite sıkıntısı derinleşir; bankaların aktiflerinin net değeri düşer, belirsizlik daha da artar, bankacılık sistemine güven daha da yok olur, müdilerin bankalarına tehacümü daha da şiddetlenir. Sonuçta likidite sıkıntısı, para stokundaki daralma giderilmediği için finansal krize dönüşür.

Finansal kriz reel sektöre intikal edip daralmaya yol açar. Reel sektörde ve ekonomik faaliyetlerde daralma geribesleme yoluyla, finansal krizi tekrar şiddetlendirir ve derinleştirir. Finansal krizin reel sektöre geçmesi ve reel sektörde ortaya çıkan daralmanın tekrar finansal krizi şiddetlendirmesi; finansal ve reel sektör arasındaki muhtelif geçiş kanalları üzerinden gerçekleşir.

Nitekim 1929-33 krizinde Federal Reserve System Friedman ve Schwartz (1963)’e göre, banka başarısızlıkları, müdilerin bankalara tehâcümü, mevduatların daralması hadiseleri ile bono piyasalarının zayıflığı arasındaki münasebeti kavrayamamıştır. Likidite sıkıntısına düşen bankaların ellerindeki devlet bonolarını piyasalara arz etmelerinin, bono fiyatlarını hızla düşürmesine ve bir dampinge dönüşmesine karşı; Federal Reserve System hükûmet bonusu alımları yapmak yoluyla yeterince müdahale etmemiş; bir bakıma kayıtsız kalmıştır. Bunun sonucunda da az sayıdaki banka başarısızlıkları, vulgarize bir hal alıp dalga dalga meydana gelmeye başlamıştır. Halbu ki Federal Reserve System; sözkonusu hususta yeterince müdahale etseydi, sınırlı sayıdaki öncü banka başarısızlıklarının vulgarize ve dalga dalga hale gelmesini önlemiş olurdu.

Fakat Federal Reserve System, banka başarısızlıklarını sadece kötü bankacılığın ve kötü yönetimin, bu çerçevede özellikle rezerv pozisyonunun zayıflığının sonuçları olarak gördü. Federal Reserve System, bu münasebetle banka başarısızlıklarının tüm bankacılık sistemini ve iyi yönetilen bankaları bu arada kendisini ilgilendirmediğini; sadece başarısız bankaların kendi yönetimlerini ilgilendiren hazin hadiseler olduğunu düşünüyordu.¹¹⁷ Hatta sağlam olmayan bankaların başarısız olması ve bankacılık sistemince ayıklanması, arzuya değer bir hadiseydi önlenmesi gereken kötü bir hadise değil. Bununla beraber Federal Reserve System’in banka

¹¹⁷ Friedman ve Schwartz (1963).

başarısızlıklarını sadece banka yönetimlerini ilgilendiren, yalnızca kötü yönetim ve kötü bankacılığın acıklı ancak kaçınılmaz sonuçları olarak görmesinin, bu konuda kendisini sorumlu hissetmemesinin bazı başka sebepleri de vardır.

Burada asimetrik bilgi yaklaşımı ile monetarist bakış açısı arasında kısa bir mukayese faydalıdır. Monetarist yaklaşım ve asimetrik bilgi yaklaşımı arasında çok önemli ortak noktalar olduğu görülmektedir. Bu münasebetle asimetrik bilgi görüşü bir ölçüde monetarist görüşe dayanmaktadır. Bu noktayı kavramak bakımından monetarist görüş ve asimetrik bilgi görüşü arasındaki önemli ortak noktaların sıralanması gerekmektedir. Sözkonusu iki görüşün paylaştığı önemli karakterler şunlardır:

- (i) Finansal krizin kalbinde “bankacılık sektörü” vardır,
- (ii) “Belirsizlik” kavramı her ikisinde de aynı mahiyettedir,
- (iii) Bankacılık panikleri her ikisinde de finansal sisteme (bankacılık sektörüne) ve ödemeler mekanizmasına duyulan genel güven kaybı merkezinde izah edilmektedir,
- (iv) Bankacılık panikleri malî yapısı sağlam bankalara da bulaşıcı karakterdedir,
- (v) Banka başarısızlıkları yalnızca banka yönetiminin problemi veya bankanın kötü yönetilmesinin sonucu değildir; banka, iyi yönetilmiş olmasına rağmen başarısızlığa düşebilir,
- (vi) Kısmî rezerv sisteminin geçerliliği altında banka tehaccümleri “iyi” bankalara da sıçrayabileceği için, son ödünç verici merci rolü için kuvvetli bir gerekçe vardır,
- (vii) Banka başarısızlığı dalgalarına izin verilmemelidir,
- (viii) Banka kapatmaları, isterse münferit bir banka için olsun, bankacılık faaliyetlerinin tümünden durdurulması, bankacılık sektörünün tatil edilmesi yanlıştır,
- (ix) Ödünç sahiplerinin finansal sisteme yönelik duydukları genel güvensizlik son derece önemli olup mutlaka giderilmeli yani finansal sisteme ve ödemeler mekanizmasına yeniden genel güven kazandırılmalıdır,
- (x) Bankacılık sektöründe asimetrik bilgi problemleri vardır ve bankacılık paniğinin meydana gelmesinde belirleyici rol oynar,
- (xi) Mevduat garantisi ve kefalet sistemi finansal sistemin etkinliğini azaltır, piyasanın özgüvenini zayıflatır, etkin çalışmayan finansal ve finans dışı firmaların ayakta kalmasını maskeler.

E. MONETARİSTLERE GÖRE 1929-33 EKONOMİK KRİZİNDE PARA OTORİTELERİNİN YANLIŞLIKLARI VE KRİZİN DERİNLEŞİP ŞİDDETLENMESİ

Monetarist yaklaşıma göre 1929-33 ekonomik krizinde para otoritesi çok büyük politika yanlışlıkları yapmıştır. Kriz yönetimi hususunda para otoritesinin yanlış tavır ve uygulamaları hem krizi daha da şiddetlendirmiş ve derinleştirmiş hem de onun daha uzun ömürlü olmasına yol açmıştır.

Friedman ve Schwartz (1963)'te 1929-33 kriziyle ilgili olarak para otoritesine yöneltilen eleştiriler başlıca şöyle sıralanabilir:

(i) Bankacılık paniklerinin tabiatını ve bulaşıcı karakterini kavrayamamıştır.

Friedman ve Schwartz (1963)'e göre 1929-33 krizinde para otoritesi bankacılık paniklerinin tabiatını tam kavrayamamış, onların “bulaşıcı” karaktere sahip olduğunu anlayamamıştır.¹¹⁸ Para otoritesi bankacılık tehaccümlerinin yalnızca zaten “kötü” bankalara münhasır kalacağını düşünmüş, “sağlam” bankalara da geçerek asimetrik bilgi problemleri şiddetli iken onları da başarısızlığa sürükleyebileceğini görememiştir. Halbu ki isterse zaten hak etmiş yani kötü bankalarla ilgili olsun banka başarısızlıkları bankacılık sistemine yönelik genel güven kaybını artırır. Bu, gerçekte ve normalde^(*) bankaları sağlam olan müdileri de asimetrik bilgi problemlerinin varlığı altında, paniğe kapılmaya ve mevduatlarını derhal çekmek üzere bankalarına koşmaya sevk eder. Halbu ki kısmî rezerv tutma prensibinin varlığı altında malî yapısı ne kadar sağlam, rezerv durumu ne kadar kuvvetli olursa olsun hiçbir banka; mudilerinin hepsinin mevduatlarını tümünden çekme talepleri karşısında buna cevap verip ayakta kalamaz ve başarısızlığa düşer.

(ii) Banka başarısızlıkları ile tahvil piyasası çöküşü arasında kuvvetli bir geribesleme ve kısır döngü mekanizması bulunduğunu kavrayamamıştır.

Bankalar likidite sıkıntısını gidermek için ellerinde rezerv olarak tuttıkları bonoları piyasaya sürerek hızla elden çıkarırlar. Pek çok banka likidite baskısına maruz kalıp elindeki tahvilleri külliyetli miktarlar halinde birden piyasaya sürünce bono piyasalarında fiyatlar hızla düşer. Fakat bono piyasalarında fiyatlardaki sert düşme diğer taraftan bankaların elinde geriye kalan kâğıtların değerini de düşürür, dolayısıyla bankaların tahvil şeklinde tuttıkları rezervlerinin değeri de düşer. Bu, bankaları veri bir likidite ihtiyacını karşılamak için daha fazla miktarda bono satmaya zorlar. Her banka daha fazla bono sattıkça da bono piyasasında fiyat düşüşü daha da şiddetlenir, bu tekrar bankaların bono cinsinden, dolayısıyla toplam rezerv değerlerini azaltır,...vd. Burada bankaların likidite ve rezerv durumlarının kötüleşmesi ile bono piyasasında fiyat düşüşü arasında kuvvetli bir “geribesleme” mekanizması ve kısır döngü vardır. Ancak 1929-33 krizinde para otoritesi; bankaların likidite-rezerv durumlarının kötüleşmesi, zararına da olsa daha fazla bono satmaları ve bono piyasasında kâğıt dampingi meydana gelmesi, piyasalarda tahvil fiyatlarının hızla düşmesi ve çöküşün kuvvetlenip şiddetlenerek derinleşmesi arasında işleyen kuvvetli “geribesleme” mekanizmasını görememiştir.¹¹⁹ Bu yüzden de bono piyasalarına, fiyatlar çökerken çöküşü durdurmak ihtiyacını hissedip müdahale etme gereği duymamıştır.

¹¹⁸ Friedman ve Schwartz (1963).

^(*) kriz dışı dönem standartlarına göre

¹¹⁹ Friedman ve Schwartz (1963), s. 358.

(iii) Bankaların likidite sıkıntılarına ve genel olarak banka kapanmalarına karşı seyirci kalınarak izin verilmiştir.

1929-33 krizinde para otoritesi ilk olarak bankacılık krizinin gerçekte ödeyememe değil bir likidite krizi olduğunu kavrayamamıştır. Başarısız bankaların başarısızlığını yalnızca banka yönetiminin bir problemi ve bankanın yanlış yönetilmesinin sonucu olarak görmüştür.¹²⁰ Bu yüzden başarısızlığa düşen bankaların, zaten başarısızlığa müstahak olduklarını, banka sahip ve yönetimlerinin yalnızca kendi yönetim yanlışlıklarının bedelini ödemekte olduklarını düşünmüşlerdir. Bu bakış açısına göre hak etmeyen ve iyi yönetilen bankalar asla başarısızlığa düşmeyeceklerdir. Dolayısıyla bir banka madem ki başarısızlığa düşmüştür, o halde kötü yönetilmiş ve bu âkıbeti hak etmiştir. Kasırğa, yalnızca zaten çürük ağaçları devirebilir, sağlamlara bir şey yapamaz. Devrilmişse bir ağaç, kasırganın meydana geldiği an itibarıyla zaten daha önceden çürümüştür. Ayrıca çürükler ayıklanmalıdırlar, dolayısıyla bu ayıklanma ne kadar hızlı olursa daha iyidir. Hak edenlerin çöküşleri yani ayıklanma ne kadar çabuk olursa çalkantı o kadar erkenden sona erer.

Bu bakış açısına göre normal (kriz öncesi) dönemde mali yapısı^(*) “sağlam” olan bir banka sonradan yani krizin başlamasıyla da “çürük” duruma düşmez.

Bu bakış açısına sahip olması sebebiyle 1929-33 krizinde para otoritesi banka başarısızlıklarına, likidite problemlerine ilgisiz ve seyirci kalmıştır. Halbuki kriz öncesi dönemde mali yapısı sağlam olan bankalar krizin başlaması ve tahvil piyasası çöküşü ile birlikte “kötü” duruma düştü. Çünkü bono piyasasına damping bono fiyatlarının dibe vurmasına götürünce bankaların elindeki bonoların değeri de düştü. Bu, bankaların rezerv yapısını kötüleştirdi. Bono piyasası çöküşü dolayısıyla bankaların likidite sıkıntılarını daha da şiddetlendirdi ve krizi derinleştirdi.

Bu durumu para otoritesi göremedi. Halbu ki para otoritesi bankaların normalde sağlam olan bankaların krizle birlikte likidite ve rezerv yapısının kötüleşmesini önlemeli, bu maksatla bono piyasasında fiyat çöküşü durdurulmalı yani para otoritesi fiyat çöküşünü durdurmak üzere piyasaya etkin şekilde müdahale etmeli, çöküş yönünde gidişi durdurmaya yetecek büyüklükte tahvil alımı yapmalıydı.

Banka başarısızlıklarının münferit olmaktan çıkıp yaygınlaşarak bir dalgaya dönüşmesi bankacılık sistemine yönelik genel güven kaybını daha da artırır, bu da paniği şiddetlendirerek sonuçta tekrar banka başarısızlıklarını daha da tetikler. Burada önemli bir nokta şudur: İsterse kötü bankalar başarısızlığa düşmekte olsun yine bu başarısızlıklar da bankacılık sistemine yönelik

¹²⁰ Friedman ve Schwartz (1963), s. 358.

(*) likidite, rezerv ve sermaye durumu

genel güven kaybını artırır, yine bu durumda da panik artar^(*) ve banka başarısızlıkları dalgası kuvvetlenir. Bu münasebetle isterse zaten kötü bankaların başarısızlığa düşmeleri sözkonusu olsun, banka başarısızlıklarını yalnızca o bankaların yönetim ve sahiplerini ilgilendiren bir problem olarak görmek son derece yanlıştır. Kaldı ki Friedman ve Schwartz (1963)'e göre banka başarısızlıkları yalnızca sözkonusu bankaların kötü yönetilmelerinin sonucu olmak zorunda değildir; iyi yönetilmekte, normalde sağlam bir mali yapıya sahip bulunmakta olan bankalar da pekâla başarısızlığa sürüklenebilir. Kasırga sağlam ağaçları da devirebilir.

(iv) Bankacılık faaliyetleri tümünden askıya alınmış, kimi bankaların faaliyetleri (rutin olanlar da dahil) tümünden durdurulmuş, bankacılık sektöründe bölgesel ve ülke çapında (nisbeten uzun) tatiller ilan edilmiştir.¹²¹

1929-33 krizinde para otoritesi banka başarısızlıklarında başarısız bankaların her tür bankacılık faaliyetlerini hem de çok uzun bir süreliğine^(**) durdurmuştur. Halbuki başarısız bankaların kapısına kilit vurulmayıp rutin işlemlerine devam etmesine izin verilip mevduat ödemeleri gibi kısmî bankacılık faaliyetleri askıya alınabilirdi. Başarısız bankaların faaliyetlerinin tümünden askıya alınması, hem bankacılık sistemine yönelik genel ve o bankaya yönelik özel güven kaybını artırmış, hem de bankanın günlük işlemler kanalıyla elde edebileceği nakit girişinden de mahrum kalmasına yol açmıştır. Bu, başarısız bankanın likidite durumunun düzelmesi yolunu daha da kapamıştır.

Önceki finansal krizlerde ise bu hususta 2 nokta dikkati çekmektedir. İlk olarak bir bankanın faaliyeti 1 günden daha uzun bir süreliğine askıya alınarak sözkonusu banka tatil edilmemiştir. İkinci olarak bankanın normal bankacılık faaliyetlerini sürdürmesine izin verilmiş, sadece mevduatları mudilere geri ödeme işlemi durdurulmuştur. Başarısız banka yalnızca, mevduatlarını nakde dönüştürüp geri çekmek isteyenlerin taleplerini reddetmiştir.

1929-33 krizinde bundan da öte bir ara finansal sistemde ülke çapında bankacılık faaliyetleri 2 günlüğüne tümünden durdurulmuş ve millî tatil ilan edilmiştir.¹²² Bunun da hem başarısız bankalara hem de genel olarak finansal sisteme ve bankacılık sistemine yönelik genel güven kaybını arttırarak paniği yalnızca erteleyeceği fakat hem daha da şiddetlendireceği hem de derinleştireceği açıktır.

(*) Çünkü her ülke finansal sisteminde az veya çok, hiç değilse bir düzeyde mutlaka “asimetrik bilgi problemleri” vardır. Hiçbir ülkenin finansal sisteminde müdilerin “tam bilgiye sahip olmaları” ve bu bilgi ile hareket etmeleri yani sağlam ve çürükleri tam olarak ayırabilmeleri mümkün değildir. Ülke finansal sistemleri arasında değişen asimetrik bilgi problemlerinin şiddeti, dolayısıyla da isterse kötü bir bankayla ilgili olsun bir banka başarısızlığının bankacılık sistemine yönelik genel güveni az veya çok sarsması yani paniği hafif veya şiddetli tetiklemesidir.

¹²¹ Friedman ve Schwartz (1963), s. 325-330.

(**) bir örnekte tam 10 günlüğüne

¹²² Friedman ve Schwartz (1963), s. 327-8. Bankacılık sektörü için ulusal ölçekte tümünden 3 Mart 1931 akşamında ve 6 Mart 1931 gece yarısından sonra tatil ilân edildi. Tüm bankalar 6 Mart'tan 9 Mart'a kadar kapalı kaldılar. 5-6 Mart 1931 tarihleri de muhtemelen zaten Cumartesi ve Pazar'a denk gelmişti yani bankalar hafta sonu tatilindeydiler. Dolayısıyla bankacılık sektörü ulusal ölçekte 3 Mart'ta tatil edildikten sonra tatil süresi fiilen 9 Mart'a kadar devam etmiştir.

III. FİNANSAL KIRILGANLIK-AŞIRI SPEKÜLATİF TİCARET YAKLAŞIMI

Finansal kırılma yaklaşımına göre finansal krizin meydana gelmesinin geri planında “finansal kırılma”, bunun gerisinde ülke ekonomisinde tarihi seyir içerisinde müşahade edilen “iş çevrimi” (business-cycle) trendleri yer alır.

“İş çevrimi” 2 anahtar unsurdan oluşur: (i) Genişleme^(*) ve (ii) Daralma^(**) trendleri.¹²³ Finansal kırılma genişleme (yükseliş) trendi döneminde meydana gelir. Her yükseliş (genişleme) mutlaka son bulmalıdır. Aynı şekilde her daralma (düşüş) de mutlaka sona ermelidir. Bu trendlerden hiçbirisi kesintisiz surette sonsuza dek devam edemez. Her yükseliş trendini bir düşüş trendi, aynı şekilde her düşüş trendini de mutlaka bir yükseliş trendi takip eder. Bu, hareket halindeki bir sarkacın sağa sola hareketinde olduğu gibi, kaçınılmaz olarak bu hareket tarzı üzeredir. Şu halde ekonomide düşüş trendi yükseliş trendinin kaçınılmaz bir sonucudur çünkü “iş çevrimi”nin vazgeçilemez bir unsurudur. Buna göre finansal kriz ekonomide “çöküş” dönemini ifade etmektedir. Nasıl ki bir balon sonsuza dek şişkinleşemez, er ya da geç mutlaka patlarsa, ekonomide aşırı genişleme de mutlaka sona erer, yerini düşüşe bırakır. Aynı şekilde ekonomide çöküş süreci ve dibe vurma da sonsuza dek devam edemez, ekonomi bir noktadan sonra mutlaka toparlanır ve kurtuluşa geçerek düşüş istikametinden yükseliş istikametinde hareket etmeye başlar.^(***)

Genişleme döneminde dışsal bir olay veya bir lokomotif sektör ekonomide yeni yatırım fırsatları açar, fiyatlar ve yatırımların kârlılığı artar. Bu, müteşebbisleri “öfori”ye (kendi kendini aşırı zinde hissetme ve aşırı iyimserliğe) ve sonuçta firmaları aşırı yatırım yapmaya sevk eder. Firmalar aşırı yatırım yapabilmek için aşırı borçlanırlar.¹²⁴ Bu, hem reel sektör firmalarının hem de finansal firmaların finansal kırılma riskini artırır.

Genişleme trendinin başlangıcında finansal firmalarca toplanan ödünçler doğrudan doğruya reel sektör yatırımlarının finansesinde kullanılır. Sonraları finansal firmalar, bankerler, vs. yine reel sektör yatırımlarını itibar ve referans kaynağı göstererek ödünç toplarlar, ancak topladıkları ödünç fonları reel sektör yatırımları finansmanında kullanılmak üzere ödünç vermek şeklinde değil, finansal kâğıt (hisse senedi, tahvil) ticaretinde kullanırlar. Toplanan ödünçler finansal firmalarca finansal aktif piyasalarında “oyunmak” yani spekülasyon için kullanılır. Finansal firmalar topladıkları ödünçlerle spekülasyon ticaret yani borsa ve bono piyasası spekülasyonlarına yönelirler. Spekülasyon ticarete yönelen finansal firmalar aşırı risk üstlenerek

^(*) yükseliş; şişkinleşme, boğum

^(**) düşüş, iniş; çöküş

¹²³ Fisher (1933), Bordo, Mizrael, ve Schwartz (1995), s. 9.

^(***) Her ülke ekonomisinin tarihin her döneminde mutlaka “iş çevrimi” tarzında hareket etmekte olduğu veya hareket edecek olduğu isbatlanamaz, bir apriori mahiyetindedir.

¹²⁴ Kindleberger (1978), Kindleberger (1993), s. 265.

spekülatif kazanç elde ederler ve diğer taraftan da topladıkları ödünç fonların sahiplerine faiz öderler. Genişleme trendinde gittikçe spekülatif ticaret çılgınlığı kuvvetlenir ve yaygınlaşır. Diğer taraftan finansal sistemde ödünçler reel sektörden ve gerçek yatırımlardan kopar.

Genişleme trendinde trendi ilerledikçe yine yatırım fırsatlarının genişleme hızı azalır. Bu, fiyatlarda ve kârlılıkta artışın hız kesmesine ve sonunda düşüşe yol açar.

Spekülatif ticaret müptelâlığı döneminde finansal firmalar eski ödünçlerin faizlerini ancak yeni aldıkları ödünçlerle ve yeni ödünç alabildikleri takdirde ödeyebilirler. Ayrıca finansal piyasalara ancak yeni fon girişı gerçekleşir ise kâğıtların fiyatları yükselmeye ve spekülatif kâr sözkonusu olmaya devam edebilir. Piyasalara fon girişı durursa hem kâğıt fiyatlarında yükseliş durur, hem de spekülatif kâr etme imkânı ortadan kalkar.

Sonuçta spekülatif ticaret çılgınlığı aşamasında finansal firmaların, dolayısıyla da finansal sistemin finansal kırılganlığı son derece artar. Burada finansal firmaların karakteristikleri (i) aşırı borçlanma,^(*) (ii) aşırı risk üstlenme, (iii) spekülatif ticarete yönelme, (iv) eski ödünç faiz ve ana para taksitlerini ancak yeni alabilecekleri ödünçlerle ödeyebilme, (v) eski ödünç faiz ve ana para taksitlerini ödeyebilmek için mecburen daha yüksek faizli yeni ödünçler alma, (vi) sonuçta faiz ve ana para dahil borç yükünün gittikçe daha da büyümesi şeklinde sıralanabilir.

Böyle bir trendin sürdürülemeyeceğı, aslında açıktır. Bunu, bazı finansal firmaların borçlarını ödeyememeleri ve öncü finansal firma başarısızlıkları şeklinde “şok”la ortaya çıkacak “panik” takip edecektir.¹²⁵ “Panik” finansal aktif piyasalarında “çöküş”e yol açacak bu, reel ekonomiyi de olumsuz yönde şiddetli şekilde etkileyecektir.

Ekonomide durgunluk ve daralma trendi yükseliş döneminin kaçınılmaz bir parçasıdır. Durgunluk ve daralma süreciyle beraber fiyatlar ve kârlılık düşer (deflasyon). Bu; spekülatif getiriyi düşürür ve finansal firmaları önceki ödünçlerinin faiz ve anaparalarını ödeyebilmek bakımından yeni fakat daha yüksek faizli ödünç almaya daha da mecbur kılar. Sonunda öncü finansal firma başarısızlığı şeklinde başlangıç şoklar; firma başarısızlıklarının finansal kırılganlık ve sistemik risk sebebiyle hızla finansal sektörde yayılması; ödünç sahipleri arasında ödünçlerinin âkıbetinden dolayı panik ve çöküş hadiseleri zincirleme halde vukû bulur.

Finansal kırılganlık yaklaşımı Fisher tarafından inşa edilmiş, sonra Minsky ve Kindleberger tarafından geliştirilmiştir.

Fisher (1933)’e göre “iş çevrimi” 2 anahtar unsur ile izah edilebilir: (i) Aşırı borçlanma ve ekonomide genişleme trendi ve (ii) Durgunluk ve daralma trendi.¹²⁶ Genişleme döneminde yatırımlar özellikle banka kredileri olmak üzere borçlanma yoluyla finanse edilir. Bu, mevduatları, para ve kredi arzını artırır, para ve kredi genişlemesine yol açar. Yurtiçi para ve

(*) Borçlanma, aktiflerinin birkaç katı büyüklükte olup “ponzi finansman” türü yaygındır.

¹²⁵ Kindleberger (1978).

¹²⁶ Fisher (1933).

kredi arzında artış fiyatları artırır. Fiyatların artışı hem yatırımların kârlılığını artırarak hem de psikolojik olarak aşırı bir iyimserlik doğurarak yatırımların genişlemesine yol açar. Aşırı iyimserlik (öfori) yatırımları teşvik ederken kendisi de geçmiş dönem genişleme^(*) tecrübesinden beslenir. Ayrıca genişleme döneminde fiyatların artması nominal olarak sabit bir borcun reel değerini azaltır.^(**) Bu, borçlanmayı daha cazip kılar. Süreç “aşırı borçlanma” durumuna ulaşıncaya kadar devam eder.

Aşırı borçlanma aşamasında borçlarını çevirebilmek bakımından fertler, finansal firmalar, bankalar yeterli likiditeye sahip değildirlir. Tipik bir borçlu malî pozisyonunu sürdürebilmek, yükümlülüklerini yerine getirme durumunu, dolayısıyla da finansal itibarını koruyabilmek için yeniden ödünç almak mecburiyetinde yani kasasına taze fon girmesine muhtaçtır. Pozisyonunu borçlu ancak yeni ödünç fonlarla finanse edebilir. Böyle bir durumda finansal firmaların ve finansal sektörün finansal kırılganlığı çok yüksek, dolayısıyla finansal “şok”lara ve etkilerine son derece açık olduğu âşikardır. Her borçlunun sürekli olarak taze ödünç bulamayacağı da apaçıktır. Bir veya birkaç borçlunun borçlarını çevirememesi ve öncü finansal firma başarısızlıkları şeklinde “şok” ortaya çıkar. Öncü finansal firma başarısızlıkları hızla yayılır, finansal sektöre yönelik genel güven hızla kaybolur ve yerini güvensizliğe bırakır. Aynı şekilde önceki aşamada mevcut aşırı iyimserlik yerini âniden aşırı kötümserliğe bırakır. Öncü finansal başarısızlıkları yani “şok”ların ortaya çıkmasıyla beraber panik ve finansal kriz patlak verir. Borçlu, yükümlülüklerini yerine getiremediğinde likidite sıkıntısını aşmak için aktiflerini tasfiye etmeye kreditorler tarafından mecbur bırakılır. Hem likidite krizine düşmüş finansal firmaların aktiflerini tasfiye etmeleri ve bu çerçevede finansal kâğıtlarını zararına da olsa tümünden elden çıkarmaları, hem de finansal kâğıt hâmili ödünç sahiplerinin ödünçlerinin âkıbetinden endişeye düşüp paniğe kapılmaları ve bir an önce elden çıkarmak telâşıyla ellerindeki kâğıtları tümünden - zararına da olsa- piyasaya arz etmeleri finansal piyasalarda “çöküş”e yol açar.

Satış baskısı aktif fiyatlarını düşürür. Finansal aktif fiyatlarındaki düşüş ve mevduatların bankalardan kaçması bankaların hem likidite durumunu hem de rezerv yapısını kötüleştirir. Bankalar kredi arzını daraltırlar. Tahvil ve hisse senedi piyasasından fon kaçıışı yani ödünç arzında şiddetli bir düşme meydana gelir. Diğer taraftan mal-hizmet piyasalarında fiyatların düşmesi ve deflasyon kârları, hane halkının servetinin net değerini, firmaların piyasa değerini düşürür. Bu, yatırım ve üretimi olumsuz etkileyerek likidite sıkıntısından ve satış gelirlerinin, beklenen kârın, gelecek dönem nakit girişinin düşmesinden dolayı reel sektör firmalarını başarısızlığa sürükler. Sonuçta toplam üretim, reel gelir, istihdam seviyesinde büyük bir düşme meydana gelir.

(*) ekonomide yüksek kârlılık ve canlılık

(**) Bir bakıma nominal faiz haddi sabitken fiyat artışı reel faiz haddini düşürür.

Ekonomide durgunluk ve daralma süreci ya aşırı borçlu firmaları ayıklayacak genişlikte firma iflas dalgası meydana gelinceye kadar yahut da herhangi bir aşamada genişletici para politikası uygulanıncaya kadar devam eder. Fakat Fisher'e göre "çöküş"ten kurtuluş başlayınca ekonomide yeniden "genişleme", aşırı borçlanma trendi ortaya çıkar yani "iş çevrimi" tekerrür etmeye başlar.

Minsky, Fisher'in "genişleme, aşırı borçlanma ve durgunluk" merkezli görüşünü ("debt-deflation theory") geliştirmiştir. Minsky (1977)'ye göre¹²⁷ ekonominin genişleme döneminde özellikle finansal firma ve finansal sistemde fakat aynı zamanda da finans dışı firmalarda ve reel sektörde olmak üzere finansal yapı aşırı kırılgan hale gelir. Kriz; bir şok meydana geldiğinde ve bu şok, zayıf (sığ) piyasalarda tümünden finansal aktif satışını tetiklediği, sonuçta finansal aktif fiyatlarında âni, sert bir düşüş ortaya çıktığında vukû bulur.

Kindleberger (1978)'de ekonomide aşırı genişleme döneminde "spekülatif ticaret çılgınlığı" ortaya çıkar.¹²⁸ Spekülatif kâğıt ticareti aşamasında finansal fonlar reel ve finansal aktif kâğıtlarına kayar, ancak reel sektör üretim ve yatırımlarından önemli ölçüde kopar. Finansal kaynaklar reel sektör yatırım ve üretimlerinin finansmanında kullanılmak yerine spekülatif kâğıt ticaretine yönelir. Aşırı spekülatif ticaret banka ödünçleriyle yani para ve kredi genişlemesi sayesinde finanse edilir.¹²⁹ Fertler, firmalar, bankalar aşırı borçlanırlar, ponzi finansman metodu yaygınlaşır.

Ancak bir aşamada borçlarını çevirebilmek bakımından fertlerin, bankaların, firmaların likiditeleri yetersiz kalır. Çünkü eski ödünç faizlerini ancak kasalarına yeni ödünç fon girdiği takdirde ve girmeye devam ettiği sürece ödeyebilirler. Yükümlülüklerini yerine getiremeyen, borçlarını çeviremeyen borçlular ortaya çıkarak başarısızlığa düşerler. Borçlarını çeviremeyen bir firma, fert, banka iflası vb. şeklinde "şok" yani öncü "başarısızlıklar" ortaya çıkar. Şok, öncü başarısızlıklar hızla yayılır, krize dönüşür.¹³⁰

Kindleberger'e göre finansal kriz aşırı spekülatif ticaret, panik ve çöküş suretinde 3 anahtar aşamadan meydana gelir.¹³¹ Spekülatif ticaret çılgınlığı aşaması ekonomide genişleme döneminde, panik ve çöküş aşamaları ise durgunluk döneminde yer almaktadır. Buna göre finansal kriz ve aşamaları genel olarak yine "iş çevrimi" çerçevesinde izah edilmektedir.

¹²⁷ Minsky (1977).

¹²⁸ Kindleberger (1978), s. 37-45. Mishkin, Kindleberger'in görüşünü "eklektik görüş" olarak nitelendirip adlandırmaktadır. Ona göre Kindleberger'in eklektik görüşü finansal krize "geniş" yaklaşıma, Anna-Schwartz'ın monetarist görüşü de "dar yaklaşıma" bir örnektir. [Mishkin (1994)].

¹²⁹ Kindleberger (1993), s. 265. Spekülatif ticaret çılgınlığına yurt içi para ve kredi genişlemesi tarafından hız kazandırılır. Bu münasebetle aşırı spekülatif ticaret aşamasına yurtiçi para ve kredi arzında aşırı genişleme eşlik eder. [Kindleberger (1978), s. 77.]

¹³⁰ Kindleberger (1978), s. 28.

¹³¹ Kindleberger (1978), s. 29.

IV . “FİNANSAL BALONCUKLAR” GÖRÜŞÜ

“Finansal baloncuklar” (“financial bubbles”)^(*) yaklaşımına göre uluslar arası portfölyo yatırımcıları önce bir ülkede yeni gelişen finansal piyasalara girmekte ve finansal aktifleri “reel değerlerinin bir miktar üzerinde bir rayiçle satın almakta”dırlar. Finansal aktiflere önemli miktarlarda yönelen talep onların piyasa değerlerinin reel değerlerine nazaran daha da yükselmesine yol açmaktadır.¹³²

Finansal aktiflerin piyasa değerlerinin reel değerlerinin üzerine çıktığı ve böylece onların piyasa değerlerinde sun’î bir kabarcık meydana geldiğinden, uluslararası finansal yatırımcılar haberdardır.

Fakat finansal aktiflerin piyasa değerlerinin reel değerlerinin üzerine çıktığı, böylece onların piyasa değerlerinde yapay bir kabarma meydana geldiğinden, o ülkedeki ulusal finansal yatırımcılar, küçük tasarruf sahipleri ve dahası finansal aktifleri piyasalara ihraç edenler ise aksine haberdar değildirler. İkinci kategorideki sujeler sanmaktadırlar ki piyasadaki değerleri, finansal aktiflerin gerçek değerleridir. Onlara göre piyasa değerlerinin yükselmesi finansal aktiflerin gerçek değerlerinin yükselmekte olduğuna ve trend içerisinde daha da yükseleceğine delâlet eder.

Finansal aktiflerin gerçek değerlerinin yükselmekte olduğu kanaati, o ülkedeki tasarruf sahiplerini de finansal aktiflere yatırım yapmaya sevkeder.

Ancak finansal aktiflerin piyasa değerlerinin reel değerlerinin oldukça üzerine çıktığı; yani finansal aktiflerin içi boç bir balon gibi ekonomik değerleri bakımından kof oldukları hususunda uluslar arası finansal yatırımcılar ile ulusal yatırımcılar ve aktifleri arz edenlerin bilgi seviyeleri eşit seviyede değil, asimetriktir. Yabancı aktörler finansal piyasalar hakkında, özellikle finansal aktiflerin carî ve reel değerleri, kaliteleri gibi konularda, finansal kabarcıklar yaklaşımına göre tam ve mükemmel bilgi sahibidirler. Finansal aktiflerin reel değerlerinin ne olduğu, piyasa değerlerinin gelecekteki hareketinin istikameti konularında yabancı aktörler ile ulusal aktörlerin mevcut bilgi ve kanaatleri birbirleriyle tamamen tezat haldedir. Bununla beraber yabancı aktörler bilgi ve kanaatleri kasıtlı olarak yerli aktörler ile paylaşmamakta, gizlemek yoluna gitmektedirler.

Yabancı finansal yatırımcılar baloncukların eninde sonunda patlayacağını düşünür ve finansal aktiflerin değerlerinde keskin, sert bir düşüş beklerler. Yabancı aktörler deneyimli ve uzman kadrolara sahip olduklarından, yerli aktörlere göre finansal piyasalardaki gelişmeleri kavrayabilme, finansal aktiflerin piyasa değerlerinin seyrini önceden tam ve mükemmel şekilde bilebilme imkânına sahiptirler; yerli aktörler ise yabancı aktörlerin aksine sözkonusu imkândan

(*) Finansal baloncuklar teorisi ile ilgili olarak literatürde öncü çalışma Blanchard ve Watson (1982) kaydedilmektedir.

¹³² Blanchard ve Watson (1982), Radelet ve Sachs (1998b), s. 5.

mahrumdurlar. Yabancı aktörler bu münasebetle finansal alandaki gelişmelere yerli aktörlerden çok daha önceden ve daha doğru şekilde reaksiyon verirler.

Finansal alanda finansal aktiflerin piyasa değerlerinde çok yakın bir gelecekte keskin, sert bir düşüş vukû bulacağına yani finansal balonların patlayacağına dair işaretler önceden tezahür eder. Bu istikamette işaretler tezahür eder etmez, bunları hemen öğrenip anlamını kavrayabilen, uluslar arası finansal yatırımcılar, yerli aktörlerden çok daha çabuk hareket ederek, tüm finansal aktifleri finansal aktiflerin piyasa değerleri tavan yapmış durumdayken ellerinden çıkarıp piyasaya arz ederler.

Yabancı finansal yatırımcılar finansal aktifleri sürecin başlangıcındaki piyasa fiyatlarından satın almışlardır. Yerli aktörler de finansal aktifleri talep etmeye başladığında finansal aktiflerin piyasa fiyatları yükselmiş, yabancı yatırımcıların başlangıçta ödedikleri fiyatın bir hayli üzerine çıkmıştır. Finansal aktiflerin fiyatları tavan yaptığı anda da yabancı aktörler ellerindeki finansal kâğıtları satmışlardır. Yabancı aktörlerin finansal kâğıtları satış fiyatları (tavan fiyatlar) ile başlangıçtaki satın alış fiyatları (kâğıtların yabancı aktörlerin finansal piyasalara girdikleri andaki carî fiyatları) arasındaki fark, pozitifdir. Bu, yabancı aktörlerin süreçte finansal kâğıt mübadelesiyle ilgili olarak “sermaye kazançları”nın pozitif olduğunu ifade eder.

Yabancı finansal yatırımcıların, ellerindeki finansal kâğıtları derhal ve tamamen piyasalara arz etmeleri, finansal aktiflerin piyasa değerlerinde -normalde gerçekleşecek düşüşe nisbeten- daha şiddetli ve keskin bir düşüşe yol açar öyle ki, artık finansal aktiflerin piyasa değerleri, yabancı aktörlerin piyasaya girdiği dönemdeki başlangıç seviyelerinde; yani reel değerlerine eşit değil, aksine reel değerlerinin bile son derece aşağısındadır. Böylece, finansal piyasalarda bir çöküş (kriz) meydana gelir.

Yerli finansal yatırımcılar bu süreçte “sermaye kaybına” uğramışlardır. Çünkü, finansal kabarcıklar yaklaşımına göre, onlar, finansal aktifleri başlangıç arz fiyatlarından satın almış olmalarına mukabil, ancak finansal aktiflerin fiyatları sürecin başlangıcındaki denge fiyatlarının bir hayli aşağısında iken elden çıkarma imkânına sahiptirler.

Uluslar arası finansal yatırımcılar, finansal sermayelerini finansal piyasalardan çekip ana vatanlarına yönlendirirler, bu münasebetle bu ülkeden sermaye kaçıışı gözlemlenir. Bu, ekonomide para krizine ve ödemeler blançosunda büyük açıklara sebep olur.

“Finansal kabarcıklar” teorisi sadece bono piyasası çöküşlerini değil, aynı zamanda borsa çöküşlerini izah etmek için de kullanılabilir. Bu teori bir bakıma aktif piyasası ile para krizinin eşanlı olarak vukû bulmalarını konu edinmektedir. Teori gelişmekte olan ülkelerde borsa çöküşlerine de uygulanabilir. Bu teoride kabarcığın bir zaman sonra patlayacağı yani çöküş tahmin edilir, krizin yaklaştığı sezilebilir. Ancak baloncuğun patlaması hadisesinin ne zaman gerçekleşeceği tam olarak bilinemez.

V. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİ TEORİSİ

“Kamu (sovereign) dış borç krizi”^(*) teorisi “borç krizleri”ni izah etmeye çalışmaktadır. Borç krizi^(**) kısaca devletin “dış borçlarını çevirememesi”, vadesi gelen dış borç ana para ve faiz taksitlerini ödemekten acze düşmesidir (default). “Borç krizi” teriminde “borç” kavramı “devletin dış borçları”ndan ibarettir. “Devlet” kavramından çoğunlukla sadece merkezî hükûmet”, bazen de “kamu yani merkezî hükûmet ile mahallî idareler^(***) kast edilmektedir. Şu halde “borç krizi” terimindeki “borç” kavramı çoğunlukla “merkezî hükûmetin dış borçları”ndan teşekkül etmekte; bazen de hükûmetin dış borçları ile mahallî idarelerin veya federatif hükûmetlerin dış borçlarından yani genel olarak kamu dış borçlarından meydana gelmektedir.

1980’lerdeki borç krizleriyle ilgili pek çok çalışma yapılmıştır. Fakat 1990’lar ve sonraki dönemlerde meydana gelmiş borç krizleri üzerine ise pek az çalışma vardır.¹³³ 1997/8 Asya krizinde, 1998 Rusya krizinde, 2001 Türkiye krizinde, 2001/2 Arjantin krizinde -finansal krizin sacayağı bir unsur mahiyetinde- borç krizi müşahede edilmiştir. Özellikle 2001/2 Arjantin krizi borç krizi üzerine çalışmaları yeniden tetiklemiştir. Çünkü kimi çalışmalara göre 1982 Latin Amerika (Şili) borç krizinde olduğu gibi 2001 Arjantin krizinde de finansal krizin ana karakteri “borç krizi”dir. Nitekim Arjantin 2001 krizi literatürde bazen “kamu dış borç krizi” olarak geçmektedir.

Kamu dış borç krizi literatüründe 2 ana perspektif vardır:

(a) Borçlu hükümeti borcunu geri ödemeye sevk etmek bakımından “itibar” (“itibarı sürdürme ve muhafaza etme arzusu”) hem en önemli hem de yeterli sâiktir.

Bu perspektif klasik bakış açısı olup geleneksel görüştür. Bu perspektifin en önemli temsilcileri arasında Eaton ve Gersovitz (1981), Eaton (1990), Eaton ve Fernandez (1995) sayılabilir. Bu perspektifin temsilcileri bir bakıma kamu borç piyasalarıyla ilgili olarak “serbestliğe” taraftardır.

Buna göre kamu dış borç piyasaları tabiatları itibarıyla^(****) “etkin” çalışır. Bu sebeple kamu dış borç (uluslararası ödünç) piyasaları serbest bırakılmalı, bu piyasalara uluslararası kamu kuruluşlarınca müdahale edilmemelidir.

(b) Borçlu hükümeti borcunu geri ödemeye sevk etmek bakımından en kuvvetli^(*****) sâik “itibar” değildir. En kuvvetli sâik; borcunu geri ödememesi halinde borçlunun aktifleri üzerinde

(*) Literatürde aynı anlama gelmek üzere “sovereign borç default” krizi, “sovereign default” krizi, “dış borç” krizi ve bazen de “borç krizi” terimleri kullanılmaktadır.

(**) Bu terim yerine “kamu borç krizi”, “devlet dış borç krizi” veya “kamu dış borç krizi” terimleri de kullanılmaktadır.

(***) Mahallî idarelere belediyeler ve federatif devletlerde federe hükümetler dahil edilmektedir.

¹³³ Manasse ve Roubini (2005), s. 7, Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 34.

(****) kendi hallerine bırakılıp müdahale edilmediğinde

(***** En hafif ifadeyle “yeterli” sâik

hukukî ve pratik açıdan kreditorün sahip olduğu ve doğrudan kullanabileceği “haklar, kuvvetler ve müeyyideler”dir.

Bu perspektifin en önemli temsilcileri arasında Bulow ve Rogoff () ve Bulow (2002) sayılabilir.

Buna göre, kamu dış borç (uluslararası ödünç) piyasaları tabiatları itibarıyla^(*) “etkin” çalışmazlar. Bu piyasalara müdahale edilip düzenleme getirilmesi gerekir.

Bu perspektifin temsilcileri kamu dış borç piyasalarıyla ilgili olarak serbestliğe değil, müdahaleye taraftardır.

A. KAMU DIŞ BORÇ PİYASALARI VE YURTIÇİ KREDİ PİYASALARINDAN FARKLI ÖZELLİKLERİ

Kamu dış borç piyasaları ödünç sahipleri ile devletlerin buluştuğu, ödünç arz ve talebinin sözkonusu olduğu yani borç piyasası hüviyetine sahip olan bir uluslararası sermaye piyasasıdır. Kamu dış borç piyasalarında talep (borçlu) cephesinde “devletler (hükümetler)”, arz (kreditor) cephesinde ise -uluslararası- özel sektör kredi kuruluşları, bireysel kreditorler, ticarî bankalar, uluslararası finansal kuruluşlar (IMF, WB gibi) yer almaktadır. Kamu dış^(**) borç piyasalarında ödünç verici tarafında uluslararası resmî kuruluşları ve devletlerin yer aldığı düşünülmemektedir. Bir diğer ifadeyle bir devlete bir diğer devletin verdiği resmî ödüncüler realitede var olsa da genellikle kamu dış borç piyasaları kapsamı içerisinde görülmemektedir.

Bir ülkede hükümetin yurtiçi piyasalardan aldığı ödüncüler yani iç borç kamu dış borcuna dahil değildir. Yine özel sektör tarafından alınan yabancı ödüncüler eğer hükümetin garantörlüğü yok ise kamu dış borcu mahiyetinde değildir. Buna karşılık mahallî hükümetler veya idareler tarafından alınan ve merkezî hükümetin garantörlük yaptığı yabancı ödüncülerini kamu dış borcuna dahil etme temayülünün var olduğu gözlenmektedir.

Kamu dış borcu alma 2 surette gerçekleşebilir: İlki devletin yabancı finansal sermaye piyasalarında kendi nâmına tahvil ihraç etmesidir. 1980’ler ve daha öncesinde kamusal (sovereign) dış borçlanma önemli ölçüde ilk surette yani hükümetin tahvil ihraç ederek uluslararası finansal sermaye piyasalarından borçlanması şeklinde meydana gelmiştir. İkincisi devletin yabancı finansal kuruluşlardan ve ticarî bankalardan doğrudan ödünç alması şeklindedir. 1990’larda meydana gelen kamusal dış borçlanma önemli ölçüde bu şekildedir.¹³⁴

(*) Devletin varlığının tabiatı gereği

(**) “Sovereign” kavramı “hükümet, devlet, merkezî hükümet” gibi anlamlara gelmektedir.

¹³⁴ Eaton ve Fernandez (1995), s. 1. Bununla beraber 1995 sonrası krizler, özellikle de Arjantin 2001 krizi için de sovereign borçlanmanın önemli ölçüde 2. surette gerçekleştiği tezi doğru mudur?

Eaton (1995)’te devlet borçlanmasının 3 ana karaktere sahip olduğu ifade ediliyor ve bunlar şöyle sıralanıyor (s. 1):

- (1) Hükümetler zaman zaman çok büyük miktarlarda borçlanmaya muktedirler.
- (2) Borçlandıkları miktarın çoğu kısmını hükümetler, en sonunda öderler (genellikle).
- (3) Geri ödeme çoğunlukla çok grifttir. Öyle ki ertelemeyi, kısmî veya tam default u, kamu müdahalesini, müzakereyi, yeniden yapılandırmayı içerir.

Karakteri itibarıyla borçlu hükümet 2 tip olarak tasnif edilmektedir: “İyi” ve “kötü” borçlu tipleri. Bu tasnifte “iyi” ve “kötü” kavramları kreditorler penceresinden tanımlanmaktadır. “İyi” borçlu tipinde “acizlik”e (default) düşmesi halinde borçlunun “doğrudan cezalandırılabilmesi mümkündür. Bir diğer bakımdan borçlu “acizlik”e düşmesi halinde kreditorler tarafından uygulanacak cezalandırma ve müeyyidelerden doğrudan etkilenecek karakterdedir. Borçlu hükümet de eğer “acizlik”e düşer ise kreditorlerce ekonomik (finansal, ticari) bakımdan doğrudan cezalandırılabilmesinin mümkün olduğunun, maruz kalacağı ceza ve müeyyidelerden ülkenin direkt olarak etkileneceğinin farkındadır. Bu sebeple borçlu hükümet dış borçlarını çevirebilmek bakımından yeterli ekonomik kaynaklara sahip olduğu müddetçe vadesi gelen dış borçlarını zaten kendiliğinden daima ödeyecek; stratejik “acizlik”i asla tercih etmeyecektir. “İyi tip” borçlu dış borçlarını geri ödemek bakımından ancak yeterli ekonomik kaynaklara sahip olmadığında yani eli mahkûm kaldığında “acz”e düşecektir (normal acizlik). Bir diğer ifadeyle “iyi tip” borçlu dış borçlarını geri ödemeye daima gönüllü ve niyetlidir.^(*)

“Kötü” borçlu tipinde kreditorler tarafından borçlunun, eğer borçlarını geri ödemez (“acz”e düşer) ise, doğrudan cezalandırılabilmesi mümkün değildir. Borçlu hükümet de “acizlik”e gitmesi halinde kendisinin kreditorler tarafından doğrudan cezalandırılmayacağını, maruz bırakılacağı finansal, ticarî cezalardan ekonomisinin doğrudan etkilenmeyeceğinin farkındadır. Bu sebeple borçlu hükümet stratejik “acizlik”e gidebilir yani borçlarını geri ödemek bakımından yeterli ekonomik ve finansal kaynaklara sahip olmasına rağmen her zaman borçlarını geri ödemeye niyetli olmayabilir, bazen borçlarını geri ödememeyi tercih edebilir.

Borçlunun “iyi” tip mi “kötü” tip mi olduğunu tesbit etmek, kreditorler açısından; hem herhangi bir “acizlik” hali yok iken kredi vermek ve hem de “acz”e düşüldüğü takdirde taze ödünç verilerek kurtarılıp kurtarılmayacağını kararlaştırmak itibarıyla son derece önemlidir. “İyi” veya “kötü” tip olduğunu anlayabilmek bakımından kreditorler borçlunun “borçlarını geri ödeme geçmişini” çok iyi bilmelidirler.¹³⁵ Muayyen bir borçlunun “iyi” veya “kötü” tip olmak itibarıyla karakteri -en azından kısa dönemde- değişmez. Kısa bir tarihi dönemde değişen sadece, borçlunun “iyi” mi “kötü” tip mi olduğuna dair kreditorlerin bilgi ve algılarıdır.¹³⁶

Borçlu “iyi” tip ise “acz”e düşmesi halinde krizin reel maliyetini hafifletmek, bulaşıcılığını önlemek, kısaca sözkonusu borçluyu kurtarmak maksadıyla ona taze ödünç fon verilmelidir. Çünkü, onun gelecekte de “acizlik”e düşmesi ihtimali, tabiatıyla de verilecek yeni ödünçlerin gelecekte geri ödenmeme riski hayli düşüktür. Borçlu “kötü” tip ise onun gelecekte de

(*) “İyi tip” borçlu ayrıca “itibarını daima muhafaza etmeyi hedefleyen” borçlu şeklinde de ifade edilebilir.

¹³⁵ Eaton (1990), s. 3-4.

¹³⁶ Eaton (1990), s. 3. Eğer borçlunun tarih içerisinde “iyi”, “kötü” olmak itibarıyla tipinin sık sık değiştiği fark edilirse sözkonusu borçlunun herhangi bir anda tipini tesbit etmek daha zor ve girift bir hal kazanır.

tekrar normal “acizlik”e düşmesi veya stratejik “acizyet”i tercih etmesi ihtimali, tabiatıyla de ona “acizlik” sonrası verilecek taze ödünçlerin de gelecekte geri ödenmemesi riski yüksektir.¹³⁷

Kamu dış borç piyasalarında acaba borçlu borcunu niçin geri öder?

Borcunu daima geri ödeyen borçlu hükümet acaba hangi sebeple borcunu geri ödemektedir? Kamu dış borç piyasalarını kavramak bakımından bu, hayatî bir sorudur.

Yurtiçi ödünç piyasalarında borçluyu borcunu ödemeye mecbur kılan sebep âşikardır: Çünkü özel sektör borçlanmalarının karakteristik özelliği teminatlı (collateral) veya ipotekli olmasıdır. Eğer borçlu borcunu ödemezse kreditor teminata veya ipoteğe doğrudan el koyabilir. Dahası kreditor mahkemeye başvurup dava açarak borçlunun aktiflerine haciz koydurabilir, icra ve iflas yoluyla el koyabilir, şirket ise likidasyonunu talep edebilir, yönetimine el koyabilir, şirketin yönetim ve işleyişine, borçları için şirket gelirlerine el konulmasına dair bir planı mahkeme kararıyla kabul ettirebilir. Kreditorün borçluyu ilgili olarak bu tarzda hukuki haklara sahip olması borçluyu borcunu ödemeye mecbur kılan, “acizyet”i tercihten vazgeçirten ana sebeptir. Borçlu, borcunu geri ödememesi halinde kreditorün hukuken sahip olduğu hakları bilir, bu yüzden yeterli ekonomik-finansal kaynaklara sahip olduğu müddetçe borcunu geri öder veya kreditor tarafından teklif edilen bir ödeme planını en sonunda kabul eder.

Fakat kamu dış borç piyasaları yurtiçi özel kredi piyasalarından 3 özelliği itibarıyla farklıdır. Bu 3 karakteristik özellik şunlardır:¹³⁸

(1) Kamu dış borç piyasalarında borçlu, bir devlettir yani kreditorler devletler ile karşı karşıyadır. Dolayısıyla bir kurum veya özel kişi ile karşı karşıya kalındığı halden farklı olarak kreditorün –münferiden- borçluya yani bir devlete karşı yapabileceği çok az şey vardır, hatta fiilen hiçbir şey yoktur. Yurtiçi özel borç piyasalarında borçluyu borcunu ödemeye mecbur kılmak itibarıyla kreditorün sahip olduğu haklar kamu dış borç piyasalarında fiilen yoktur. Kreditor hakları çerçevesinde özel borç piyasalarından farklı olarak borçlu “acizlik”e düştüğünde kamu dış borç piyasalarında kreditorün borçlunun aktiflerine el koyması, haciz koydurması, onları tasfiye ettirmesi, yönetime el koyması,^(*) aktif gelirlerine direkt el koyması, borçların geri ödenmesine ve borçlunun ekonomik varlığının işletilmesine dair bir plan dikte ettirmesi mümkün değildir. Durumun böyle olduğundan tabii ki kreditorler de borçlular da haberdardır.

¹³⁷ Burada esas problem kreditorlerin borçlunun tipi hususunda yanılmaları, gerçekte “kötü” tipli olanları “iyi” borçlu zannetmeleri halinde ortaya çıkmaktadır. Borçlu tipinin “kötü” olduğundan kreditorler haberdar ise, borçlu tipinin “kötü” olması bir problem teşkil etmez. Çünkü bundan haberdar olan kreditorler ödünç talebini ya reddederler ya da kabul etseler bile yüksek default riskini ödünç faizine yansıtırlar yani yüksek faizle borç verirler. Kimi borçlular vardır ki düzenli olarak default yaparlar, vadesi gelen borçlarını kısmî şekilde -fakat düzenli olarak- öderler. Borçlunun default yapacağını hem kendisi hem de kreditorler bilirler. Fakat kreditor ödünçün geri dönmekle itibarıyla yüksek riski başlangıçta zaten faize yansıtıp fiyatlandırmış olup ilk dönemlerde büyük miktarda faiz getirisi elde etmiştir ve ödünçünün bir kısmı kendisine -düzenli olarak- ödenmektedir. Buna literatürde Rusya örnek veriliyor.

Kaldı ki default riskinin sadece borçlu üzerinde bırakılmaması, borçlu ve kreditor arasında dengeli şekilde paylaşılması gereklidir.

¹³⁸ Eaton ve Fernandez (1995), s. 2.

(*) hükümeti değiştirip yerine geçmesi

(2) Kamu dış borç piyasalarında teminatlı veya ipotekli borçlanmak ender rastlanan bir durumdur. Yurtiçi -özel- borç piyasalarında teminatlı borçlanma genel karakteristik iken kamu dış borç piyasalarında borçlunun ödünçün geri dönmesi itibarıyla ödünçün değerini garanti etmek üzere “karşılık” göstermesi hemen hemen hiç sözkonusu olmayan bir durumdur. Sonuç olarak borç geri ödenmediğinde borçlunun gösterdiği teminata el konulması, özel borç piyasalarında mümkün ve geçerli iken kamu dış borç piyasalarında sözkonusu değildir.

Bu hususta belirtilmelidir ki borçlu devletin yurtdışındaki aktiflerine, yatırımlarına kreditorler açısından ancak yine sınırlı ölçüde^(*) el koyma, banka hesaplarını bloke ettirme imkanı vardır.

(3) Bir mahkemenin bir hükümeti, verdiği kararları uygulatmaya, borcunu ödemeye zorlama kabiliyet ve otoritesi son derece sınırlı, neredeyse hiç yoktur. Hükümetleri mahkum edip kararlarını uygulamaya mecbur edebilecek, yetki ve otoritesi bu kadar kuvvetli, devletlerden bağımsız yani uluslarüstü bir mahkeme^(**) en azından şu an itibarıyla mevcut değildir.^(***) Aslında kamu dış borç piyasalarının varlığını devam ettirebilmesi için devletleri mahkum edip kararlarını onlara zorla uygulatabilecek, devletlerden bağımsız yani uluslarüstü bir borç mahkemesi ihdas edilmelidir.

Yurtiçi özel borç piyasalarında ise özel borçluyu borcunu geri ödemeye mecbur edebilecek, onun aktiflerine el koyabilecek, icra ve iflasa, tasfiyeye, şirket yönetimini değiştirmeye, ödemeler için hazırlanmış bir planı borçluya kabul ettirmeye yetkili ve kabiliyetli mahkemeler vardır.

Kamu dış borç piyasalarının yurtiçi ödünç piyasalarından farklı bu 3 karakteristik özelliği, yukardaki sorunun cevabı bakımından şöyle bir sonuç doğurmaktadır: Bir devletin borcunu geri ödemesinin sebebi hususunda; sözkonusu ülkenin borcunu ödemek bakımından başarısızlığa düştüğü takdirde bir müeyyideye maruz kalmaktan kaçınmayı veya ödemeyi sürdürme sayesinde bir mükafat elde etmeyi arzulanması merkez alınmalıdır.

Literatürde borçlu hükümetin borcunu daima geri ödemesi bakımından yegane sebep değilse bile en azından en kuvvetli ve ana sebebin “itibar muhafaza etmek”, kısaca “itibar” sâiki olduğu üzerinde ittifak vardır.¹³⁹ Borçlu hükümeti borcunu geri ödemeye mecbur eden en kuvvetli sâik, ana sebep “itibar”ını sürdürme arzusudur.¹⁴⁰

(*) ev sahibi ülke izin verdiği takdirde

(**) ticaret veya borç mahkemesi

(***) Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi devletleri yargılayan ve mahkum eden, bir ölçüde devletlerden bağımsız ve uluslarüstü mahkemedir. Fakat ilk olarak bu mahkeme ekonomik-finansal ihtilaflara değil, siyasi-idari ihtilaflara bakmakta, yani borç meselelerine bakmamaktadır. İkinci olarak bu mahkemenin kararları bile devletler açısından mutlak bağlayıcı, direkt olarak uygulanması zorunlu kararlar değil, sadece birtakım kuvvetli siyasi müeyyidelere sahip kararlardır.

¹³⁹ Rogoff ve Zettelmeyer (2002), s. 10.

¹⁴⁰ Eaton (1990), s. 21. Nitekim Eaton (1990)'da sovereign borçlunun borcunu geri ödemesi bakımından “itibar sürdürmenin” yegane sebep olduğu bir model geliştirilmiştir.

“İtibar” borçlu hükümet açısından borçlarını vadeleri geldiğinde geri ödeyeceği hususunda kreditorler ve genel olarak piyasalar tarafından duyulan güvendir. “İtibar” bir bakıma borçlu hükümetin kreditorler ve piyasalar nezdinde sahip olduğu “kredibilite”dir. Borçlu hükümetin “itibar”ı ne kadar kuvvetli ise sözkonusu borçlu hükümete verilen ödünçün geri döneceğinden kreditorler ve piyasa tarafından o nisbette daha “emin” olunur. Borçlunun itibarının kuvvetli olması, gerek yurtiçi kredi piyasalarında özel borçluya ve gerekse kamu dış borç piyasalarında borçlu hükümete, finansal ödünç piyasalarından daha kolay ve daha uygun şartlarla^(*) borçlanabilme imkanı verir. Çünkü “itibar” arttıkça ödünçün geri dönmeme ihtimali yani risk azalır, risk azalınca bu, fiyatlandırılarak, borçlanma şartlarını iyileştirir ve maliyetini düşürür. İtibar düştükçe ödünçün geri dönmeme ihtimali (risk) artar, bu borçlanma şartlarını ve maliyetini ağırlaştırır, borçlanma faizi artar, vadesi kısalmır. Çünkü itibarı düşük borçluya kreditorler ödünç vermek istemezler veya yüksek faizle ödünç vermek isterler; yani sözkonusu borçluya yönelik “ödünç arzı” daralır; bu, piyasa fiyatının (faizin) yükselmesine yol açar. Borçlunun itibarı sürekli olarak azalırsa diğer taraftan risk sürekli olarak yükselir ise öyle bir noktaya gelinir ki o noktada artık borçlunun ödünç piyasalarından borçlanma imkânı tamamen ortadan kalkar. O noktada borçluya borçlanabilme bakımından borç piyasalarının kapısı kapatılır, bir bakıma borçlu ödünç piyasalarından kovulur.

Borçlu hükümet itibarını niçin korur?

Borçlu hükümet itibarını uluslararası sermaye piyasalarından gelecekte de borçlanabilmek, kamu dış borç piyasalarından gelecekte kovulmamak, sözkonusu piyasalardan borçlanabilme kapısının gelecekte de kapatılmaması maksadıyla korumayı arzu eder.¹⁴¹

Borçlu itibarını sürdürmez ve uluslararası ödünç piyasalarından gelecekte kovulursa çıktı kaybı ortaya çıkar. Sözkonusu çıktı kaybı bir bakıma itibarı sürdürmeyip uluslararası ödünç piyasalarından borçlu hükümetin kovulmasının ekonomik maliyetidir. Gelecekte uluslararası ödünç piyasalarından borçlanamaması sözkonusu ülkede ilk olarak fon arzında bir daralma ve devletin verimli yatırım projelerinden bazılarının finanse edilememesine yol açar. İkinci olarak sözkonusu ülkede yurtiçi finansal aracılık mekanizmasında kesintiler ortaya çıkabilir. Üçüncü olarak sözkonusu ülke dış ticaretini finanse etmek itibarıyla sıkıntılarla karşılaşabilir. Dördüncü olarak ülke dış ticaretle ilgili olarak birtakım müeyyide ve ambargolar ile karşılaşabilir, bunların sonucunda dış ticaret kesintiye uğrayabilir.¹⁴² Ülkenin dışa ticari ve finansal açıklık derecesi fazla ise dış ticaretteki kesinti onu daha fazla etkileyecektir. Dış ticaretteki inkıtarlar sonucu olarak

“İtibar” bu çalışmadaki modelde “en önemli değer”dir. Çünkü modelde ödünç sahiplerinin borçluya “tetiği çekme stratejisi” uyguladıkları düşünülmektedir. [Eaton (1990), s. 3]. “Tetiği çekme stratejisi” default a düşen sovereign borçluya uluslararası ödünç piyasalarından borçlanabilme kapısının uluslararası kreditorler tarafından ebediyen kapatılmasıdır. Buna göre bir sovereign borçlunun borcu, affedilse dahi asla unutulmayacak, o sovereign borçluya bir daha asla ödünç verilmeyecektir.

(*) daha düşük faizle fakat daha uzun vadeli olarak

¹⁴¹ Eaton ve Fernandez (1995), s. 3, Eaton (1990), s. 1 ve 21, Eaton ve Gersovitz (1981).

¹⁴² Dooley ve Verma (2001), s. 6, Manasse ve Roubini (2005), s. 6.

bilhassa sermaye malları (hammadde, yarı mamul, makine-teçhizat dahil) ve enerji ithalatında darboğazlar ortaya çıkabilir. Bu, sözkonusu ülkede üretim şoklarına ve büyük bir çıktı kaybına yol açar.¹⁴³

Havuç ve sopa meselesi

Borçlu hükümet borcunu geri ödemeyi gelecekte de uluslararası sermaye piyasalarından borçlanabilmek; ödünç sahipleri tarafından bilhassa uluslararası ödünç piyasalarından kovulma, ticari müeyyideler, ambargolar vs. surette cezalandırılmamak maksadıyla sürdürür. Borçlu hükümeti borcunu daima geri ödemeye ve “acizlik”i tercihten kaçınmaya sevk ve mecbur eden en kuvvetli sebep “acizlik”i tercih etmesi halinde kendisinin kreditorler tarafından gelecekte uluslararası kredi piyasalarından kovulma, ticari müeyyide ve ambargolara maruz kalma suretinde cezalandırılması tehdit ve tehlikesidir. Çünkü şimdi “acizlik”i tercih eden borçlu hükümet uluslararası ödünç piyasalarından geçmişte olduğu gibi gelecekte de borçlanmak, yani uluslararası ödünç sahiplerinin kapılarını çalmak mecburiyetindedir. Borçlu hükümet de uluslararası kreditorler de “acizlik”e düşmüş bir borçlu hükümetin uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma ihtiyacının sonsuza dek ortadan kalkmadığını “acizyet”ten kısa bir süre sonra sözkonusu ihtiyacın tekrar hükümet tarafından hissedileceğini bilirler. Bu, borçlu hükümeti bir taraftan stratejik “acizyet”i tercih etmeyip borçlarını geri ödemeye arzulu olmaya, diğer taraftan da arzu etmediği halde “aciz”e düşmesi halinde eski borçlarıyla ilgili olarak ödünç sahipleri ile müzakereye oturmaya, eski borçlara bir çözüm bulmak itibarıyla gönüllü olmaya, eski borçlarını reddetmekten kaçınmaya ve yeniden yapılandırmaya mecbur eder.

Borçlu hükümeti borcunu geri ödemeye, “aciz”e düşmüş ise eski borçlarını bir çözüme kavuşturma, yeni bir ödeme takvimine bağlama itibarıyla alacaklılarla müzakere masasına oturmaya sevk etmek bakımından uluslararası kreditorlerin bir elinde “sopa” (sticks) (cezalandırma), diğer elinde ise “havuç” (carrot) (mükafatlandırma) vardır.¹⁴⁴ Bir taraftan sopa tehdidi, diğer taraftan havuç teklifi kreditorler tarafından borçlu hükümeti borçlarını geri ödemeye ve “acizyet” halinde de eski borçlarını alacaklılarla müzakereye sevk etmek maksadıyla birlikte kullanılır. Kreditorler tarafından borçlu hükümetler bir ölçüde de olsa sopa (ceza) ve havuç (mükafat) arasında tercih yapmak mecburiyetinde bırakılırlar.

Kreditorlerin bir elindeki sopa “acizlik”i tercih etmesi veya eski borçlarını ödemeyi reddetmesi halinde borçlu hükümetin gelecekte uluslararası ödünç piyasalarından kovulma, ticari müeyyide ve ambargolara maruz bırakılma suretinde cezalandırılmasıdır. Borçlu hükümetin gelecekte uluslararası kredi piyasasından kovulabilmesi açısından; hem uluslararası kreditorlerin organize olmaları ve “aciz”e düşmüş hükümet karşı uygulanacak stratejiler hususunda birlikte hareket etmeleri, hem de “kıdemlilik” (“seniority”),^(*) eski borç alacaklısının borçlu hükümete

¹⁴³ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 6.

¹⁴⁴ Shleifer (2003), s. 4, Eaton ve Fernandez (1995), s. 15-16.

(*) önceki borçların ödenmesinin öncelikliliği

yeni verilen ödünçlerle -yurtdışında- gerçekleştirdiği yatırımlara el koyması, eşit muamele (borçlunun alacaklılara eşit muamelede bulunması) gibi prensiplerin işlenmesi son derece önemlidir. Borçlu hükümetin cezalandırılması büyük bir çıktı kaybına yani ağır bir ekonomik maliyete yol açar.

Kreditörlerin diğer elindeki havuç borçlu hükümete gerek “acizyet”ten (borç krizinden) çıkabilmesi için “acizlik” (kriz) anında ve gerekse kriz sonrasında “taze” ödünçler verilmesidir. Tam zamanında-çabuk ve etkin müdahale edilmesi halinde kamu dış borç krizinin hem ömrünün kısılacağı ve bulaşıcılığının önlenebileceğine hem de kriz ülkesi bakımından krizin reel maliyetinin azaltılabileceğine inanılmaktadır. Taze ödünç sağlanması, hem de bunun kriz anında ülkenin dış borçlarla ilgili olarak geri ödeme yapmasını gerektirmeksizin gerçekleşmesi, krize çabuk ve etkin müdahale edilebilmesi için son derece önemli, vazgeçilemez bir unsurdur.

Borçlu hükümet gerek şimdiki ve gerekse gelecekteki yatırım projelerini finanse edebilmek için uluslararası ödünç piyasalarından borçlanmaya şimdi de gelecekte de ihtiyaç duyacaktır. Bu sebeple gelecekteki yatırım projelerini gerçekleştirebilmesi için borçlu hükümete uluslararası ödünç piyasalarından gelecekte de yeni ödünçler verilmesi gereklidir. Gerek şimdi ve gerekse gelecekte yüklü bir altyapı ve –diğer- kamu yatırımları programı mevcut olan bir ülkenin dış finansman ihtiyacı daha fazladır.

Stratejik “acizlik”i tercih etmiş veya eski borçlarını inkâr eden borçlu hükümetin havuç ile değil, sopa ile karşılaşacağı daha muhtemel ve tabiidir.

Kimi zaman bir ülkede kamu dış borç krizi yalnız başına değil, diğer finansal kriz türlerinden bir veya ikisi ile eş anlı olarak vukû bulur. Kamu dış borç krizi ile para krizi veya bankacılık krizi ya da her 3 tür birlikte meydana gelebilir.¹⁴⁵ Nitekim Reinhart (2002) ye göre borç krizlerinin büyük bir kısmı bir para krizini müteakiben meydana gelmiştir.¹⁴⁶ Ayrıca tecrübe edilen kamu dış borç “acizyet”i yalnızca stratejik “acizlik”ten ibaret değildir, borçlu hükümet ödeyememe veya likidite krizine girdiği için “aciz”e düşmüş olabilir.

Kamu dış borç krizinin yalnız başına vukû bulduğu duruma nazaran diğer bir veya iki finansal kriz türü (para krizi veya bankacılık krizi) ile birlikte vukû bulduğu durumda; ilk olarak kriz çok daha büyük bir reel maliyete yol açar, daha şiddetli ve uzun ömürlü olur. İkinci olarak daha bulaşıcıdır. Üçüncü olarak krizi teskin etmek, bulaşıcılığını önlemek, krizin ömrünü kısaltmak ve krizden çıkış bakımından çok çabuk ve etkin müdahale daha büyük bir önem kazanır ve daha acil hale gelir. Krize çok çabuk ve etkin müdahale için daha büyük ve daha acil finansal fona ihtiyaç duyulur. Çünkü finansal sisteme duyulan genel güvensizlik daha şiddetli olur ve finansal sisteme genel güvenin geri kazandırılabilmesi için müdahale daha büyük boyutlu

¹⁴⁵ Reinhart (2002).

¹⁴⁶ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 35.

olmalıdır. Yine ikiz veya üçüz finansal krizlerde krizden çıkış için gerekli “kurtarma paketi” daha büyük olur.

Şu halde ülkenin ikiz veya üçüz finansal kriz tecrübe etmesi halinde hem o ülkenin ve hem de borçlu hükümetin uluslararası finansal desteğe, yeni kredilere ihtiyacı daha âcil ve daha büyük olur. Sonuç olarak ikiz veya üçüz finansal krizler tecrübe edildiğinde borçlu hükümet üzerinde uluslararası kreditorler elindeki “havuç” ve “sopa” çok daha etkilidir.

B. KAMU DIŞ BORÇ ACIZLIĞI (SOVEREIGN DEFAULT)

Hükümet acziyeti (kamu dış borç acizliği) merkezî hükümetin vadesi gelen dış borç ana para ve faiz taksitlerini vadelerinde geri ödeyebilmekten “acze düşmesi”dir.^(*) Hükümet “acziyet”i bir diğer ifadeyle devletin dış borçlarını çevirebilmekten, daha genel olarak dış yükümlülüklerini ifâ edebilmekten “acze düşmesi” (“aciz kalması”)na denir.

Kamu dış borç krizi literatüründe “hükümet acziyeti” amprik olarak başlıca 3 farklı şekilde tanımlanmaktadır:

İlki Standard&Poors’un hükümet “acziyeti” tanımıdır. Buna göre merkezi hükümet, vadesi gelen dış borç ana para ve faiz taksitlerinin bir kısmını vadesinde geri ödeyemediği^(**) takdirde “acizlik”e düşmüş demektir ve S&P tarafından “acizlik”e girmişler kategorisine dahil edilir. Burada borçlu hükümetin vadesi gelen dış borçlarının ne kadarlık bir kısmını geri ödeyemediği, yani geri ödeyemediği kısmının büyüklüğünün az veya çok olması borçlu hükümetin “acizlik”e düşmesi şeklinde tanımlanması açısından önemli değildir. Vadesi geldiği halde geri ödenemeyen dış borçların miktarı, GDP ye oranı vb. çok düşük olsa bile sözkonusu devlet yine “acizlik”e düşmüş demektir.

İkincisi IMF nin hükümet “acziyeti” tanımıdır. Buna göre bir devlet, vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyememe (çevirememe) durumuna düşmekten ancak büyük bir uluslararası finansal fon (kredi) desteği alması sayesinde kurtulmuş ise sözkonusu devlet zâhiren değilse bile fiilen yine “acizlik”e düşmüş demektir. Çok büyük bir uluslararası finansal destek alması sayesinde ancak, dış borçlarını geri ödeyememekten kurtulan bir devlet, “aciz”e düşmek itibarıyla ancak görünüşü kurtarmış, gerçekte ise “aciz”e düşmüştür. Böyle bir devlet IMF tarafından hükümet “aciz”e düşmüşler kategorisine dahil edilmektedir.

IMF nin tanımına göre vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyebilmek itibarıyla bir devletin ihtiyaç duyup kullandığı uluslararası finansal fon desteği hangi büyüklükte olduğunda sözkonusu devlet -fiilen- “acizlik”e düşmüştür? “Aciz”e düşmüş kabul edilmek itibarıyla sözkonusu uluslararası finansal desteğin büyüklüğü hususunda kıstas (ölçü) nedir? IMF üye ülkelere kendisinin yapacağı finansal yardımlarla ilgili olarak %10 kota hakkı tanımıştır. Sözkonusu uluslararası finansal desteğin büyüklüğüne dair kıstas, IMF tarafından finansal yardım konusunda

^(*) Literatürde “sovereign default” bazen “sovereign borç krizi” anlamında kullanılmaktadır.

^(**) dış yükümlülüklerini kısmen de olsa yerine getiremediği

her ülkeye tanınan (%10 luk kotanın) 1 katıdır. Eğer bir devlet vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyememekten ancak IMF nin her ülkeye finansal yardım konusunda tanıdığı kotanın (%10 kotanın) 1 katı kadar veya daha fazla büyüklükte bir uluslararası finansal destek alması sayesinde kurtulmuş ise sözkonusu devlet IMF ye göre “acz”e düşmüştür.¹⁴⁷

Üçüncüsü sayısal tanımdır. Kantitatif tanımda “acz”e düşmüş kabul edilmesi itibarıyla devletin vadesi gelen dış borçlarından ne kadarlık bir kısmını geri ödeyememiş olması gerektiği hususunda sayısal ölçütler tesbit edilmektedir. Sayısal çerçevede Detragiache ve Stilimbergo (2001) bir tanım yapmıştır. Bu tanıma göre dış ticarî kreditoörlere karşı yükümlülüklerinin, -dış-ticarî borçlarının %5 ini aşacak büyüklükte bir kısmını; yerine getirmediğinde veya daha uzun vadeli yeni bir ödeme takvimine bağlaması ya da miktarda tenkiset, borçlanma faizleri, ...v.b. yönlerden yeniden yapılandırması halinde bir ülke dış borçları bakımından “acz”e düşmüştür.¹⁴⁸ Bu tanımın 2 mahzuru vardır. İlk olarak bu tanım özel dış borçlar ile kamu dış borçları arasında bir ayırım yapmamakta, hükümet “acziyeti” ve kamu dış borç krizi ile ilgili olarak özel dış borçları da “dış borçlar”a dahil etmektedir. Bir diğer ifadeyle bu tanımda hükümet veya özel sektörün dış borç geri ödemelerini durdurması arasında bir farklılık görülmemektedir. İkinci olarak bu tanım bir devletin, vadesi gelen dış borçlarını ödeyebilmek itibarıyla acze düşmekten ancak çok büyük bir uluslararası finansal destek alması sayesinde kurtulabilmiş olması halinde, bu devletin zâhiren değil fakat fiilen “acz”e düşmüş olduğunu tesbit edememektedir.¹⁴⁹

Hükümet “acziyet”i meydana gelme sureti itibarıyla 3 türe ayrılmaktadır.¹⁵⁰

İlk olarak hükümet “acziyet”i, vadesi gelen dış borçların geri ödenmesinin devlet tarafından tümüyle veya kısmî surette resmen durdurulması ya da ertelenmesi şeklinde meydana gelebilir. Burada sözkonusu dış borçların ne zaman ve nasıl geri ödeneceği genellikle belirtilmez.

İkinci olarak hükümet “acziyeti”, vadesi gelen dış borçların vadelerinde geri ödenmeyip fakat vadelerinin daha da uzatılması şeklinde yeni bir ödeme takvimine bağlanması veya yeniden yapılandırılması suretinde meydana gelebilir. Burada dış borçların vadesi uzatıldığında borç faizleri yükselir. Yeniden yapılandırma mevcut borçların miktarının indirimini, faizini, vadelerini, ...vs. yi içerir. Bazen önceki borçlar daha uzun vadeli fakat daha yüksek faizli yeni borç haline getirilir.

Üçüncü olarak hükümet “acziyet”i vadesi gelen dış borçlarını ödemek itibarıyla acze düşmekten borçlu hükümetin ancak çok büyük bir uluslararası finansal destek alabilmesi sayesinde kaçınabilmesi suretinde meydana gelir. Burada devlet, zâhiren vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyebilmiş yani dış borçlarını çevirebilmektedir fakat fiilen “acizlik”e düşmüştür.

¹⁴⁷ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 8 ve Manasse ande Roubini (2005), s. 4 ve 8. Bir devletin default tan ancak büyük bir uluslararası finansal destek almış olması sayesinde kurtulması durumuna literatürde bazen “quasy default” yani “default benzeri” denilmektedir. Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 8.]

¹⁴⁸ Detragiache ve Stilimbergo (2001).

¹⁴⁹ Manasse ve Roubini (2005), s. 6-7, Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 6.

¹⁵⁰ Manasse ve Roubini (2005), s. 3.

Bir diğ er açıdan vadesi gelen dış borçlar ancak çok büyük ve yeni bir -uluslararası- dış borçlanma sayesinde geri ödenebilmiş, yani bir dış borç taksiti ancak yeni ve genellikle de daha büyük bir dış borçla finanse edilebilmiştir.

Hükümet “acizyet”i tabiatı itibarıyla 2 kategoria ye ayrılmaktadır: İlki “ödeyememe veya likidite acizliği”, ikincisi “stratejik acizlik”.¹⁵¹ Ödeyememe (solvency) veya likidite “acizlik”i gerçekte “tipik” yani “normal” “acizlik”tir.

Tipik (normal) acizyet ödeyememe veya likidite “acizlik”i mahiyetindedir. Borçlu hükümet dış borçlarını ödeyebilme kabiliyetine sahip değil iken acze düşülmüşse bu, ödeyememe acizliğidir. Burada ödeyebilme gücünden mahrum (insolvent) borçlu tabii ki dış borçlarını ödemek itibarıyla yeterli likit aktiflere de sahip değildir. Likidite acizliğinde ise borçlu hükümet dış borçlarını ödeme gücüne sahiptir fakat vadesi geldiğinde dış borçları ödemeye yeterli miktarda likit varlıklara (likiditeye) sahip değildir. Likidite acizliğinde borçlu hükümet, borçlarını ödemek itibarıyla “ödemeye gücüne sahip” fakat ödeme tarihinde likidite darlığı içerisinde yani aktifleri illikittir.

“Tipik” ve “stratejik” acizlik arasındaki kıstas borçlu hükümetin borçlarını geri ödemeye “gönüllü” olup olmamasıdır.¹⁵²

Tipik acizlikte borçlu hükümet, borçlarını geri ödemeye gönüllüdür fakat ödemek itibarıyla yeterince ekonomik-finansal kaynaklara sahip değildir. Tipik ödeyememe acizliğinde borçlu hükümet, borcunu geri ödemeye gönüllü fakat borcunu “ödeyebilme gücünden mahrum”dur.¹⁵³ Tipik likidite acizliğinde borçlu hükümet, borcunu geri ödeme kabiliyetine sahip (solvent) fakat ödeme tarihinde yeterli finansmana sahip değildir.

Tipik “acizlik”te borçlu hükümet “acizyet”i (borçlarını geri ödememeyi) tercih ve arzu etmemekte, borçlarını geri ödememeye mecbur kalmaksızın bir taktik, bir strateji olarak karar vermemektedir. Tipik “acizlik”te borçlu hükümet; defaulta (dış borçlarını geri ödeyememe durumuna) kendi iradesiyle ve gönüllü olarak değil; istemeye istemeye düşmektedir.

Stratejik “acizyet”te ise borçlu hükümetin borcunu geri ödemeye azimli olması bakımından durum tipik “acizyet”tekinden tamamen farklı ve ona terstir. Stratejik acizlikte borçlu hükümet; borçlarını ödemek itibarıyla yeterli ekonomik-finansal kaynaklara sahip yani “ödeyebilme gücüne sahip” ve de yeterince likiditeye (likit aktiflere) sahiptir fakat borçlarını ödemeye gönüllü değildir.^(*) Acizyeti borçlu hükümet tercih etmekte, borcunu geri ödememeye

¹⁵¹ Bolton ve Scharfstein (1996), Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 5-6., Dooley ve Verma (2001), s. 4-5.

¹⁵² Dooley ve Verma (2001), s. 5.

¹⁵³ Dooley ve Verma (2001), s. 4, Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 5.

^(*) Sovereign default un tipik değil ancak stratejik default mahiyetinde olduğu şeklinde bir görüş vardır. Bu görüşe göre tüm sovereign defaultlar stratejiktir. Çünkü bir şirket borçlusundan farklı olarak ülkeler daima bir dereceye kadar fakat mutlaka “ödeyebilme gücüne sahip”tir. Yani bir ülkede ekonomik değeri mevcut olan, satılabilecek varlıklar her durumda muhakkak vardır.

kendi iradesiyle, mecbur kalmamış olmasına rağmen karar vermektedir. Borçlu hükümet stratejik acizlikte aciziyeti; kendisine şimdi ve gelecekte sağlayacağı -beklenen, muhtemel- fayda ve menfaatler ile yükleyeceği maliyeti^(*) mukayese ederek keyfi şekilde tercih etmektedir.

C. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİ

Kamu dış borç krizi^(**) hükümet“aciziyeti”dir. Devletin dış borçlarını çevirememesine bir diğer ifadeyle vadesi gelen dış borç ana para ve faiz taksitlerini geri ödeyememesine “dış borç krizi ya da “kamu dış borç krizi” denir.

Dış borç krizi borçlu hükümetin “acz”e düşmesidir. Çünkü dış borç krizi devletin dış borçlarını çevirebilmekten yani vadesi gelen dış borç ana para ve faiz ödemelerini vadelerinde gerçekleştirebilmekten “acze (default a)” düşmesidir.

Dış borç krizleri her zaman değilse de çoğunlukla para ve bankacılık krizlerinden daha mukavemetli ve daha uzun ömürlü olmaktadır.¹⁵⁴ Bu tür finansal krizler çoğu zaman bir diğer finansal kriz türü (örneğin para krizi veya bankacılık krizi) ile beraber (eş anlı olarak) tecrübe edilmektedir.¹⁵⁵ Dış borç krizi dalgası; gelişmekte olan ekonomileri 1980’ler başında şiddetli şekilde vurmuş, 1990’lar ve sonrasında da diğer finansal kriz türleriyle birlikte müşahade edilmiştir.

Kamu dış borç krizi borçlu hükümetin tipik aciziyete mi düştüğü, kendi iradesiyle stratejik acizliği mi tercih ettiğine göre tipik (normal) dış borç krizi ve atipik (stratejik) dış borç krizi şeklinde 2 ye ayrılabilir. Borçlu hükümet; tipik (normal) acizlikte a (ödeyememe veya likidite aciziyetine) düştüğünde tipik (normal) dış borç krizi, stratejik aciziyeti tercih ettiğinde ise atipik (anormal; stratejik) dış borç krizi^(***) sözkonusudur. Tipik dış borç krizinde borçlu borcunu geri ödemeye gönüllüdür fakat ödeme vaktinde yeterli ekonomik-finansal kaynaklara sahip değildir. Atipik dış borç krizinde ise borçlu borcunu geri ödeyebilecek durumda olup yeterli ekonomik-finansal kaynaklara sahiptir fakat borcunu geri ödemeye gönüllü değildir. Atipik dış

Fakat bu görüş 2 yönden hatalıdır. İlk olarak bu görüş sovereign borçlu için ancak tipik solvency default unun mümkün olmadığını ifade eder, tipik likidite defaultunun vuku bulmasının mümkün olmadığını ifade etmez. İkinci olarak solvency itibarıyla devletin fiilî ve potansiyel vergi gelirleri esas alınmalıdır. Bu noktadan bakıldığında bir sovereign ülkenin vergi koymak itibarıyla gücü sınırlıdır, dolayısıyla fiilî ve potansiyel vergi geliri kriter alındığında bir ülkenin solvency kabiliyeti de sınırlıdır. Sonuç olarak vadesi gelen borçlarını geri ödemek itibarıyla bir borçlu özel şirket gibi pekala bir sovereign borçlu da “ödeyebilme gücünden mahrum” duruma düşebilir. Bu çerçevede stratejik default gibi talihsizlik eseri olarak default tipik solvency default u ve tipik likidite default u da sovereign borçlu için vuku bulabilir [Dooley ve Verma (2001), s. 5].

(*) vereceği zararı

(**) Bu terim yerine literatürde çoğu zaman “dış borç krizi”, bazen “sovereign default”, “sovereign borç defaultu” ve nadiren de “sovereign borç default krizi” terimleri kullanılmaktadır.

¹⁵⁴ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 4. Nitekim gelişmekte olan ekonomilerde ve geçiş dönemi ekonomilerinde 1980-2002 döneminde meydana gelen sovereign borç krizlerini konu alan bir çalışmaya göre, bir sovereign borç krizi fenomeninin ortalama ömrü 5,5 yıldır. [Manasse ve Roubini (2005), s. 9, Tablo 1.]

¹⁵⁵ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 35.

(***) Tipik-atipik veya normal-anormal ayrımı normal (tipik) olanın bir borçlunun borçlarını ödemeye gönüllü olması, borçlarına sadık kalması olduğu düşünülerek yapılmıştır. Gerçekten aslolan ve normalde beklenen borçlunun borcunu ödemeye gönüllü olmasıdır, aksi değil.

borç krizinde borçlu borcunu geri ödeyememekte değil; ödeyebilecek halde olmasına rağmen bir taktik, stratejik tercih olarak ödememektedir.

Tipik dış borç krizi “ödeyememe krizi” ve “likidite krizi” suretinde 2 ye ayrılır. Kamu dış krizi teorisinde ödeyememe krizi ödeyememe acziyetine, likidite krizi ise likidite acziyetine düşülmesi halinde sözkonusudur. Ödeyememe krizinde borçlu hükümet vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyebilme gücüne sahip değildir. Bu sebeple vadesi gelen dış borçlarını ödeyememiştir. Bununla beraber “ödeyebilme gücünden mahrum” olan borçlu hükümet tabii ki borcunu geri ödemek itibarıyla yeterli likiditeye de sahip değildir. Likidite krizinde borçlu hükümet vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyebilme kabiliyetine sahip (solvent) fakat vadesi gelen dış borçlarını geri ödeme itibarıyla ödeme tarihinde yeterli likiditeye sahip değildir. “ödeyebilme gücüne sahip” fakat aktifleri borcunu geri ödemesi açısından illikit olan borçlu hükümet sonuçta yeterli ekonomik kaynaklara sahip olmasına rağmen ödeme anında yeterli finansal kaynaklara sahip olmadığı için vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyememektedir.^(*)

Kamu dış borç krizi amprik olarak tanımlanırken yine hükümet acziyetinin -amprik-tanımından hareket edilmektedir. S&P a göre bir devlet dış yükümlülüklerini kısmen bile olsa yerine getiremediği, vadesi gelen dış borç ana para ve faiz ödemelerini isterse bir kısmı itibarıyla olsun gerçekleştirmediği durumda sözkonusu devlet dış borç krizindedir. Bir diğer ifadeyle borçlu hükümet dış borçlarını çeviremediğinde S&P a göre dış borç krizine düşmüştür, isterse geri ödenmeyen dış borç kısmı çok büyük olmasın. Devlet, vadesi gelen borçlarını vadesinde ödeyememekle beraber yüksek faiz üstlenerek vadelerini uzatmak suretiyle yeni bir ödeme takvimine bağlasa, yeniden yapılandırırsa da, yine dış borç krizinde kabul edilmektedir.

IMF ye göre bir devlet dış borçlarını çevirmek itibarıyla acze (default a) düşmekten ancak çok küçük bir uluslararası finansal destek sayesinde kaçınabilmiş ise sözkonusu devlet dış borç krizine düşmüştür. Sözkonusu uluslararası finansal desteğin büyüklüğüyle ilgili olarak sınır bu finansal desteğin IMF nin her ülkeye tanıdığı %10 luk finansal yardım kotasının 1 katıdır. Sözkonusu finansal destek IMF nin her ülkeye tanıdığı %10 luk kotanın 1 katına eşit veya onu aşmış ise bu ülke dış borç krizine girmiştir.

Detragiache ve Stilimbergo (2001)’de yapılan amprik tanıma göre ise bir ülke kamu dış borcu ve özel sektör dış borcu dahil dış ticarî kreditorlere olan borcunun %5’ini geri ödeyemediğinde bu ülke dış borç krizine girmiştir.¹⁵⁶ Burada dış borç krizine girmiş kabul edilmek itibarıyla borçlu hükümetin veya özel sektör borçlusunun borcunu geri ödeyememiş olması arasında ayırım yapılmamıştır. İkinci olarak hem burada hem de S&P un tanımında bir devletin dış borçlarını ancak çok büyük bir uluslararası finansal destek alması sayesinde geri

(*) Hem sovereign solvency krizinde ve hem de sovereign likidite krizinde sovereign borçlu borcunu geri ödemeye azimlidir, fakat ödeyememektedir.

¹⁵⁶ Detragiache ve Stilimbergo (2001).

ödeyebilmiş ve acze düşmekten kaçınabilmiş olması halinde, bu devletin dış borç krizine düştüğü kabul edilmemektedir.

Normal kamu dış borç krizi 3 şekilde meydana gelebilir; İlk olarak borçlunun vadesi gelen dış borç ödemelerini kısmen veya tamamen durdurması şeklinde meydana gelebilir. Burada devlet tarafından bir ödeme takvimi ilân edilmez. İkinci olarak borçlu hükümet vadesi gelen dış borçları geri ödeyemez fakat yüksek faiz yüklenmek pahasına daha uzun vadeli bir ödeme takvimi sunar, borçlarını yeniden yapılandırır. Üçüncü olarak devlet vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyememe durumuna düşmekten ancak çok büyük bir uluslararası finansal destek almış olması sayesinde kaçınabilmiş olabilir. Bu durumda da devlet zâhiren değilse de fiilen yine dış borç krizine girmiş kabul edilmektedir.¹⁵⁷

Hükümetin acziyet riski nedir ve türleri nelerdir? Hükümetin acziyet riski neler etkiler?

Borçlu hükümetin vadesi gelen dış borçlarını geri ödeyememesi ya da ödememesi yani “acizlik”e düşmesi ihtimaline “hükümetin acziyet riski” denir. Hükümetin acziyet riski borçlu hükümetin hem normal acziyete düşmesi ihtimalini ve hem de stratejik acziyeti tercih etmesi ihtimalini içerir. Borçlu hükümetin gelecekte acze düşme ihtimali arttığında aynı zamanda hükümetin acziyet riski de artar.

Hükümetin acziyet riski ve hükümet acziyeti kavramları birbirileriyle münasebet halinde, hatta aynı madalyonun farklı iki yüzü durumundadır. Fakat bu kavramların tanımlanışlarında zımnen mevcut olan bakış açısı farklıdır. “Hükümet acziyeti” kavramı tanımlanırken duruş noktası “hükümet”tir yani tanımlama borçlu hükümet noktasından yapılmaktadır. Fakat “hükümet riski” kavramı tanımlanırken duruş noktası “ödücün âkıbeti, geri dönüp dönmeyeceği”, bir bakıma “ödünç sahibi”dir. Ödücün âkıbeti yani ödünç sahibi noktai nazarından “hükümetin acziyet riski” kavramı ödünç sahibine vadesinde “ödücün geri dönmeme ihtimali” şeklinde tanımlanabilir. Ödücün geri dönme ihtimali azaldıkça^(*) hükümetin acziyet riski de artıyor demektir.

Şu halde hükümet acziyeti ihtimalini artıran değişkenler aynı zamanda hükümet riski yani ödücün, sahibine vadesinde geri dönmemesi riskini (ihtimalini) de artırmaktadır.

Literatürde “hükümet riski” hükümet acziyetinin kaynağı kriter alınarak 3 türe ayrılmaktadır: Ödeyememe riski, Likidite riski ve makroekonomi-döviz kuru riski (“macro-exchange risk” veya macro-exchange rate risk”).¹⁵⁸

Ödeyememe riski borçlu hükümetin dış borcunu geri ödeyebilme gücünü kaybetmesi ve bunun sonucu olarak da borcunu geri ödeyememesi ihtimali suretinde tanımlanabilir. Ödeyememe riski borçlu hükümetin gelecekte “ödeyememe acziyeti”ne düşmesi ihtimalini ifade

¹⁵⁷ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 8.

(*) geri dönmeme ihtimali arttıkça

¹⁵⁸ Manasse ve Roubini (2005), s. 4, 21 ve 26.

eder.^(*) Ödeyememe riskini etkileyen unsurlar borçlu hükümetin dış borcunu geri ödeyebilme gücünü etkileyen değişkenlerdir. Borçlu hükümetin -vadesi gelen- dış borçlarını geri ödeyebilme gücünü azaltan (artıran) değişkenler ödeyememe acizyet ihtimalini, tabiatıyla de ödeyememe riskini artırır (azaltır). Dış borcu itibarıyla borçlu hükümetin ödeyebilme kabiliyeti devletin dış borç stokunun ödeme kapasitesine (reel GDP ye veya ihracatına) oranı şeklinde ölçülür.¹⁵⁹ Reel ekonomik büyüme oranını azaltan, devletin dış borç stokunu artıran unsurlar borçlu hükümetin borcunu geri ödeyebilme gücünü azaltırlar, dolayısıyla da ödeyememe riskini artırır.

Likidite riski vadesi gelen dış borçlarını vadelerinde geri ödeyebilmek itibarıyla borçlu hükümetin ödeyebilme gücüne sahip (solvent)^(**) olmasına mukabil ödeme tarihinde yeterince likit aktiflere sahip olamaması, bu sebeple de vadesi gelen dış borcunu geri ödeyememesi ihtimali şeklinde tanımlanabilir. Likidite riski borçlu hükümetin gelecekte likidite acizyetine düşmesi yani dış borcuyla ilgili olarak likidite krizine girmesi ihtimalini ifade eder. Borçlu hükümetin likidite gücünü etkileyen (azaltan), dolayısıyla da likidite acizliğinin meydana gelmesi ihtimalini etkileyen (artıran) unsurlar likidite riskini etkiler (artırır).^(***)

Dış borçları bakımından borçlu hükümetin likidite gücü; devletin kısa vadeli dış borçlarının yabancı rezervlerine^(****) veya ihracat gelirlerine oranı, M2 nin rezervlere oranı, dış borç servisinin rezervlere yahut ihracata oranı olarak ölçülmektedir.¹⁶⁰ Bu durumda devletin kısa vadeli dış borç yükünü etkileyen (artıran), uluslararası rezerv miktarını, M2 yi, ihracat gelirlerini etkileyen (azaltan) unsurlar borçlu hükümetin likidite gücünü etkiler (zayıflatır), dolayısıyla da likidite acizliği ihtimalini ve likidite riskini etkiler (artırır).

Makroekonomi ve döviz kuru riski ekonomide makroekonomik değişkenlerde ve reel döviz kurunda borçlu hükümeti acizyete götürebilecek büyüklükte ve istikamette “değişmeler” meydana gelmesi, bunun sonucu olarak da borçlu hükümetin acizliğe düşmesi ihtimalini ifade eder. Makroekonomik değişkenlerde kötüleşmeye, reel döviz kurunda aşırı değerlenmeye yol açan unsurlar makroekonomi ve döviz kuru kaynaklı acizliğe girme ihtimalini yani makro ekonomi ve döviz kuru riskini artırır.

Makroekonomik riske kaynaklık eden unsurlar reel ekonomik büyüme, enflasyon oranı, birincil ve ikincil bütçe dengesi, dış ticaret dengesi, iktisat politikalarının güvenilirliği, politik belirsizliktir. Reel döviz kuru kaynaklı riskin temelinde ise reel döviz kurunun aşırı

(*) Solvency riski bir diğer açıdan sovereign borçlunun solvency krizine girmesi ihtimalini ifade etmektedir.

¹⁵⁹ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 6, Manasse ve Roubini (2005), s. 5. Genellikle sovereign borçlunun dış borcunu ödeyebilme gücü devletin dış borç stokunun reel GDP ye oranı (% si) şeklinde ölçülmektedir. Bazen de dış borçların hali hazır (iskonto) değeri ile bütçe fazlasının şimdiki değeri karşılaştırılır. Cari kamu borç stoku gelecek dönem birincil bütçe fazlasının şimdiki değerinden küçük ise devlet “ödeyebilme gücüne sahip”, aksi halde “ödeyebilme gücünden mahrum”dur. [Manasse ve Roubini (2005), s. 5.]

(**) yeterli ekonomik kaynaklara sahip

(***) Likidite riski bir bakıma ödücün, sahibine vadesinde sovereign borçlu yeterli ekonomik kaynaklara sahip olmakla beraber ödeme vaktinde yeterli likiditeyi bulamaması sebebiyle geri dönmemesi ihtimalini ifade etmektedir.

(****) Literatürde bazen genel olarak “rezervlere” denilmektedir.

¹⁶⁰ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 6-7, Manasse ve Roubini (2005), s. 5.

değerlenmesi yer alır. Reel ekonomik büyümenin artması, enflasyon oranının düşmesi, birincil ve ikincil bütçe fazlasının artması, dış ticaret fazlasında artış, iktisat politikalarına duyulan güven ve bunların sürdürülebilirliği yönündeki kanaatte artış, siyasi belirsizlikte azalma, reel döviz kurunda aşırı değerlenmede düşme makroekonomi ve döviz kuru kaynaklı acizyet riskini azaltır.¹⁶¹

D. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİNİN SEBEPLERİ, GÖSTERGELERİ ve HÜKUMETİN ACZİYET RİSKİNİ ETKİLEYEN DEĞİŞKENLER

Kamu dış borç krizinin sebeplerini hükümetin acizyet riskini artıran unsurlarda aramak isabetlidir.

Kamu dış borç krizinin sebepleri başlıca 4 ana grup halinde şöyle sıralanabilir:

A- Makroekonomik durumda^(*) kötüleşme

(a) Reel ekonomik büyüme oranında düşme (negatif büyüme şokları)

Doğrudan sebeptir ve ülkenin borcunu ödeyebilme kapasitesini etkiler. Borcunu ödeyebilme kapasitesi daraldığında, dış borç stoku veri iken, devletin dış borçlarını ödeyebilme (solvency) kabiliyeti azalır.

(b) Enflasyon oranında artış

Dolaylı sebeptir. İlk olarak makroekonomik istikrarı bozar ve iktisat politikalarına doğruluk, tutarlılık, sürdürülebilirlik, ...vb. yönlerden duyulan güveni zayıflatır. İkinci olarak uluslararası kreditorlerin o ülkeye karşı risk algısını kötüleştirir. Bu hem o ülkeye hem de devlete karşı kredi arzını daraltır. Üçüncü olarak dış enflasyon ve nominal döviz kuru veri iken^(**) reel döviz kurunda aşırı değerlenme meydana getirmek kanalıyla hem ülkeye yabancı, kısa vadeli, döviz cinsinden finansal sermaye (sıcak para) girişine ve hem de dış ticaret açığına yol açar. Bu, ülkenin döviz cinsinden kısa vadeli dış borç yükünü artırır, finansal kırılganlığı artırır.

(c) Makroekonomik (bilhassa parasal) istikrarın bozulması (parasal genişleme)

Dolaylı sebeptir. Enflasyon, ekonomik belirsizlik, risk algısı, makroekonomik politikalara duyulan güvensizlikte artış meydana getirme kanalıyla etkili olur.

B- Mali (fiskal) unsurlarda kötüleşme

(d) Birincil ve ikincil bütçe açığında artış (bütçe fazlasında azalma)

Doğrudan sebeptir. Devletin borcunu ödeme kapasitesine etki eder. Hem ödeyebilme ve hem de likidite kabiliyetini etkiler.

¹⁶¹ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 5-6 ve 26.

Default riskini ayrıca dolarizasyon, ülkenin dışa -ticarî ve finansal- açıklık derecesi de etkilemektedir. Ekonomide dolarizasyon arttıkça bir para krizini müteakiben sovereign borçlunun default a düşmesi ihtimali artar. Dışa açıklık derecesi arttıkça sovereign default un ekonomiyeye maliyeti (yol açacağı çıktı kaybı) artar; bu, sovereign borçlunun stratejik default u tercih etmesi ihtimalini azaltır.

^(*) makroekonomik kontrol değişkenlerinde

^(**) örneğin sabit kur sistemi varlığı altında

(e) Devletin toplam borç stokunda artış

Doğrudan sebeptir. Devletin ödeyebilme kabiliyetini azaltır.

Dolaylı mekanizmalar üzerinden de etkili olur. Dış finansman ihtiyacını, makroekonomik politikalara güvensizliği, kreditorlerin olumsuz risk algısını artırarak da etkili olur.

(f) Devletin dış borç stokunda artış

Doğrudan sebeptir. Devletin, ödeme kapasitesi veri iken borcunu ödeyebilme gücünü azaltır.

(g) Devletin kısa vadeli dış borç yükünde artış

Doğrudan sebeptir. Likidite durumunu kötüleştirir.

(h) Dış finansman ihtiyacında artış (Cari denge + kısa vadeli dış borçlar)

Doğrudan sebeptir. Dış finansman ihtiyacı Cari açık (veya fazla) ile kısa vadeli dış borçlar toplamına eşittir.

C- Dış ekonomik unsurlarda değişmeler

(1) Reel döviz kurunda aşırı değerlenme (ülke parasının döviz karşısında aşırı değerlenmesi)

Dolaylı sebeptir. Ülkenin döviz cinsinden kısa vadeli dış borç yükünün artmasına yol açar. Yurtiçi finansal araçların döviz cinsinden, kısa vadeli dış borçlanma yoluyla fon toplayarak hazineye -ulusal para cinsinden- borç vermelerinde artışa yol açar, sonuçta devletin iç borç stokunu artırır.

Reel döviz kurunda aşırı değerlenme dış ticaret açığını artırır. Makroekonomik politikaların güvenilirliğini, sürdürülebilirliğine dair inancı zayıflatır, yabancı kreditorlerin uzun vadeli risk algılarını kötüleştirir. Bu, borç faizlerinin yükselmesi ve vadelerinin kısalmasına yol açar.

(i) Dış ticaret açığında artış

Dolaylı sebeptir. İhracat düştükçe devletin dış borçlarını geri ödemesi bakımından likidite durumu kötüleştirir. Diğer taraftan sermaye malları ithalatındaki artış, bir hükümetin acizyetin ekonomik maliyetini (çıktı kaybını) ve üretim şoku riskini artırır. Bu, stratejik acizyet ihtimalini azaltır.

(ii) İhracat gelirlerinde düşme (reel olarak veya kuvvetli dövizler cinsinden)

Doğrudan sebeptir. Devletin vadesi gelen dış borçlarını geri ödemesi itibarıyla likidite durumu kötüleşir.

(k) Uluslararası sermaye girişinde tersine dönüş (reversal)

Dolaylı sebeptir. Hem bir para krizi riskini artırır. Hem de bir taraftan özel sektörün ve diğer taraftan da devletin uluslararası sermaye piyasalarından yeniden borçlanabilme imkânını zayıflatır, borçlanma faizi yükselir, vadesi kısılır. Ülkeye ve devlete karşı uluslararası kreditorlerin risk algısı kötüleşir.

İktisat politikalarına, bu politikaların sürdürülebilirliğine güven azalır, ekonomik belirsizlik artar.

Devletin dış borcu yeni dış borçla finanse etme imkânı azalır. Bu, likidite aciziyeti riskini artırır.

(l) Ekonominin dışa -ticarî ve finansal- açıklık derecesinde azalma

Dolaylı sebeptir. Dışa açıklık derecesi arttıkça ekonominin dışa bağımlılığı artar. Dolayısıyla aciziyet sonucu dış ticarete meydana gelecek bir inkıtanın maliyeti olarak reel çıktı kaybı artar.

Yine yurtiçinde gerek kamu, gerekse özel sektör yatırımlarının finansesinde dış finansmanın payı, dışa finansal açıklık derecesi arttıkça artar. Dolayısıyla aciziyet sonucu dış finansman girişinde veya ülkeden sermaye kaçıışı halinde akîm kalacak verimli kamu ve özel sektör yatırım projeleri, dışa finansal açıklık arttıkça, artar. Bu kanaldan da aciziyetin ekonomiye maliyeti dışa açıklık arttıkça büyür.

Sonuçta dışa açıklık arttıkça, aciziyetin çıktı kaybının yani yabancı ödünç sahiplerince doğrudan cezalandırılabilme imkânının arttığını borçlu hükümet bilir. Bu, borçlu hükümetin stratejik aciziyeti tercih etme temayülünü zayıflatır.

(m) Uluslararası sermaye piyasalarında parasal-finansal şartların katılaşması

Bundan kast edilen uluslararası sermaye ihracatçısı durumundaki yani sermaye hareketleri açısından merkez ülkelerde, özellikle de G7 ülkelerinde parasal-finansal şartların katılaşmasıdır. Genel bir ifadeyle gelişmiş ekonomilerde para politikasının sıkılaştırılması ve sonuçta dış faiz oranlarının yükselmesidir.

Dolaylı sebeptir. Gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye akışını azaltır. Ülkeye uluslararası sermaye girişinde tersine dönüşe (reversal) yol açar. Bu, para krizine götürebilir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak hem özel sektör hem de devlet için uluslararası kredi arzını daraltır. Bu, devletin dış borcunu yeniden dış borçlanma yoluyla finanse etme kabiliyetini zayıflatır. Ayrıca yurtiçi ödünç piyasalarında da faiz oranları yükselir, bu da GDP yi etkiler.

D- Diğer unsurlar

(n) Makroekonomik politikaların doğruluğuna ve sürdürülebilirliğine duyulan güvende azalma

Dolaylı sebeptir. Ülkeye yönelik uluslararası kreditorlerin risk algılamasını kötüleştirir, uluslararası sermaye girişinde daralmaya, borçlu hükümetin dış piyasalardan kredi alma imkânında azalmaya yol açabilir. Ekonomik belirsizlikte artış meydana gelir. Bu durumda iç ve dış borçların faizleri artıp vadeleri kısılır. Bu, ülkenin likidite durumunu kötüleştirir.

(o) Uluslararası sermaye piyasalarının ve kreditorlerin bir ülkeye dair risk algılarında kötüleşme

Dolaylı sebeptir. Ülkeye uluslararası sermaye girişinde tersine dönüş (reversal) yol açabilir. Borçlu hükümetin uluslararası sermaye piyasalarından yeniden borçlanabilme kabiliyetini etkiler, dış borçlanma faizini artırır ve vadesini kısaltır. Bu, dış borçlarını ödemek itibarıyla borçlu hükümetin likidite durumunu kötüleştirir.

(ö) Politik belirsizlikte artış

Dolaylı sebeptir. Ekonomik belirsizliğe yol açabilir. Makroekonomik politikaların gelecekte de sürdürüleceği iradesinin varlığına dair inancı zayıflatır. Uluslararası sermaye girişinde ani, şiddetli daralmaya (reversal) götürebilir.

(p) Ülkede bir para veya bankacılık krizi meydana gelmesi

Dolaylı sebeptir. Döviz cinsinden dış borçların reel yükünü^(*) artırır. Bu, aynı zamanda devletin hem reel dış borç yükünü artırır, hem de durgunluk, vergi gelirlerinde düşme, GDP de daralma sebebiyle dış borç ödeme kapasitesi azalır. Bu, çift yönlü olarak hem ödeyebilme durumunu, hem de likidite durumunu kötüleştirir.

Kamu dış borç krizine etki eden unsurlar aşağıda özet halde verilmiştir:

A- Makroekonomik durumda kötüleşme

- (a) Reel ekonomik büyüme oranında düşme (negatif büyüme şokları)
- (b) Enflasyon oranında artış
- (c) Makroekonomik (malî ve bilhassa parasal) istikrarın bozulması (genişletici maliye ve para politikaları)

B- Fiskal (mali) unsurlarda kötüleşme

- (d) Birincil ve ikincil bütçe açığında artış (bütçe fazlasında azalma)
- (e) Devletin toplam borç (dış borç + iç borç) stokunda artış
- (f) Devletin dış borç stokunda artış^(**)
- (g) Devletin kısa vadeli dış borç yükünde artış
- (h) Dış finansman ihtiyacında artış^(***)

C- Dış ekonomik unsurlarda değişmeler

- (i) Reel döviz kurunda aşırı değerlenme (ülke parasının döviz karşısında aşırı değerlenmesi)
- (i) Dış ticaret açığında artış
- (ii) İhracat gelirlerinde düşme (reel olarak veya kuvvetli dövizler cinsinden)
- (k) Uluslararası sermaye girişinde tersine dönüş (reversal)

^(*) yurtiçi para birimi, mal, fiyatlar ve vergi birimi itibarıyla değerini

^(**) Ödeme kapasitesine oranı (% si) itibarıyla. Borç ödeme kapasitesi reel olarak GDP seviyesi, kamu gelirleri, ihracat gelirleri büyüklüklerinden birisi, genellikle de reel GDP miktarı alınır.

Devletin dış borç stokunun reel GDP ye [veya kamu gelirlerine veya ihracat gelirlerine] oranı (% si) sovereign borçlunun solvency kabiliyeti ile ilgili en önemli göstergedir. Solvency ölçüsü olarak çoğunlukla yukarıdakiler arasından devletin dış borç stokunun reel GDP ye oranı (% si) değişkeni kullanılmaktadır.

^(***) Dış finansman ihtiyacı Cari Açık ile devletin kısa vadeli dış borç miktarı toplamı suretinde tanımlanmaktadır.

- (l) Ekonominin dışı -ticarî ve finansal- açıklık derecesinde azalma
(m) Uluslararası sermaye piyasalarında parasal-finansal şartların katılaşması

D- Diğer unsurlar

- (n) Makroekonomik politikalara doğruluk ve sürdürülebilirlik bakımından duyulan güvende azalma, ekonomik istikrarın bozulması, ekonomik belirsizlikte artış
(o) Uluslararası sermaye piyasalarının ve kreditorlerin bir ülkeye ve aynı zamanda o ülkedeki hükumete dair risk algılarında kötüleşme
(ö) Politik belirsizlikte, ekonomik belirsizliğe götürebilecek kadar artış ve genel seçimlere az bir zaman kalması
(p) Ülkede bir para veya bankacılık krizi meydana gelmesi.

Borç krizinin vukû bulmasını tahmine ilişkin makroekonomik göstergeler 4 ana kategori halinde [A, B, C, D] gruplandırılabilir:

A- Borcunu ödeyebilme kabiliyeti hususunda

Ülkenin borcunu sürdürebilmesi hususu da buna girmektedir.

- o Devletin toplam dış borç stokunun, ödeme kapasitesine oranı
 - (i) Devletin dış borç stokunun GDP ye oranı (%si)
 - (ii) Devletin dış borç stokunun ülkenin ihracat gelirlerine oranı (% si)
 - (iii) Devletin borç stokunun kamu (bütçe) gelirlerine oranı (% si).

Borçlu hükümetin borçlarını ödeyebilme kabiliyetine sahip olup olmadığını tesbit için cari kamu borç stokunun şimdiki iskonto değeri ile gelecek dönem birincil bütçe fazlasının şimdiki iskonto değeri mukayese edilir. Gelecek dönem birincil (aslî) bütçe dengesinin şimdiki değeri carî kamu borç stokunun şimdiki değerine eşit veya ondan daha büyük ise borçlu hükümet ödeyebilme gücüne sahip, aksi halde değildir.

Bir ülkenin “ödeyebilme gücüne sahip” olup olmadığını tesbit için ülkenin gelecek dönem dış ticaret dengesinin (fazlasının) şimdiki iskonto değeri ile cari dış borç stokunun şimdiki iskonto değeri mukayese edilir. Ülkenin gelecek dönem dış ticaret fazlasının şimdiki iskonto değeri ülkenin carî dış borç stokundan büyük veya ona eşit ise bu ülke “ödeyebilme gücüne sahip”, aksi halde “ödeyebilme gücünden mahrum”dur.^(*)

^(*) Devletin “ödeyebilme gücüne sahip” olması hususunda birincil bütçe fazlasının şimdiki değeri ile cari toplam kamu borç stokunun şimdiki değeri mukayese ediliyor.

$$[\text{kamu toplam dış borç stoku} \quad \longleftrightarrow \quad \text{birincil bütçe fazlası}]$$

(özel sektör dış borcu ve kamu iç borcu hariç)

Ülkenin “ödeyebilme gücüne sahip” olması hususunda ise ülkenin dış ticaret fazlasının şimdiki değeri ile ülkenin carî borç stoku mukayese ediliyor. Ki ilk olarak ülkenin borcu başka ülkeye olmak zorundadır yani dış borç demektir. İkinci olarak “cari” kavramının geçmesi tabiatıyla dış borç stokunun şimdiki (iskonto) değeri anlamı ile özdeştir. Fakat bir cari stokun şimdiki değeri yine kendisine eşit olup bir hesaplama yapılmasını gerektirmez. Kısaca burada ülkenin cari dış borç stokunun yine şimdiki değeri kastedilmektedir.

$$\begin{array}{ccc} \text{Ülkenin dış ticaret fazlası} & \longleftrightarrow & \text{Ülkenin dış borç stoku} \\ \text{(gelecek dönem fazlasının şimdiki değeri)} & & \text{(özel sektör dış borcu, kamu dış borcu dahil, kamu iç borcu hariç)} \end{array}$$

Ülkenin “ödeyebilme gücüne sahip” olması hususunda döviz kuru sistemi ve takip edilecek kur politikası da önemlidir. Döviz kuru sistemi ve kur politikası ülkenin ödeyebilme kabiliyetini ülkenin hem -dış- borç stoku hem de dış ticaret fazlası üzerinden etkiler. Döviz kuru tam veya kısmen baskı altında tutulduğunda yani sabit kur sisteminde reel döviz kurunda aşırı değerlenme ortaya çıkar. Reel döviz kurunda aşırı değerlenme ilk olarak dış ticaret dengesini olumsuz etkiler yani dış ticaret açığını artırır. Bu durumda reel döviz kurunda aşırı değerlenme ülkenin gelecek dönem ticaret fazlasının hâli hazır değerinde azalmaya yol açmaktadır.

Reel döviz kurunda aşırı değerlenme ikinci olarak ülkeye uluslararası finansal sermaye girişini artırır. Bu çerçevede reel döviz kuru aşırı değerlendirildiğinde ülkeye giren kısa vadeli ve döviz cinsinden uluslararası finansal sermaye seviyesinde de artış meydana gelir. Bu, reel döviz kurunda aşırı değerlenme meydana geldiğinde ülkenin döviz cinsinden-dış- borç stokunun, hem de özellikle çok kısa vadeli spekülâtif finansal sermaye bileşeni yani kısa vadeli -dış- borç bileşeni itibarıyla, artacağını ifade eder. Şu halde reel döviz kurunda aşırı değerlendirme ülkenin dış borç stokunun hâli hazır değerini arttırmaktadır.

Üçüncü olarak reel döviz kurunda aşırı değerlendirme bir para krizini tetikleyebilir. Para krizi patlak verince nominal döviz kurunda sıçrama hem döviz cinsinden borcu olan işletmeler hem de finansal sektörde gerek özel firmalar gerekse kamu için “blanço kötüleşmesi etkisi” doğurur. Nominal döviz kuru yükseldiğinde reel ve finansal sektör firmalarının döviz cinsinden nominal borçlarının reel^(*) değeri artar. Kısaca bu durumda döviz cinsinden borçluların nominal borçlarının reel yükü artar. Bu, ülkenin ödeyebilme kabiliyetinin yine azalmasına yol açar. Ayrıca kriz sürecinde vergi gelirleri düşer ve bu, birincil bütçe fazlasında azalma meydana getirir. Bir diğer ifadeyle devletin ödeyebilme kabiliyeti de azalır.

B- Likidite hususunda

- Kısa vadeli dış borçlarının uluslararası rezervlere oranı (% si)
- M2 nin rezervlere oranı (% si)
- Kısa vadeli dış borçların ihracata oranı (% si)

C- Diğer makroekonomik göstergeler

- Reel ekonomik büyüme oranı (reel GDP büyümesi; düşük olması)
- Cari hesap dengesizlikleri (cari açıklar)
- Reel döviz kurunda aşırı değerlendirme derecesi (% si)
- Döviz kuru volatilitesi
- Dış ticari-finansal açıklık derecesi
- Dış finansman ihtiyacı (Cari hesap dengesi + kısa vadeli dış borçlar toplamı)nın uluslararası rezervlere oranı (% si)

(*) hem yurtiçi para cinsinden ve hem de kriz anında durgunluk, fiyatlarda düşüş veri iken yurtiçinde üretilen mal ve hizmetler cinsinden

- o Yanlış para ve maliye politikaları (genişletici para ve maliye politikaları)

Bunlar malî ve parasal genişlemeye yol açar, yüksek enflasyon şeklinde tezahür eder. Düşük bütçe açıkları, düşük enflasyon ve düşük parasal genişleme oranları gibi makroekonomik istikrar göstergeleri iktisat politikalarının hem güvenilirliğini hem de gelecekte de sürdürülebilirliğini ve sürdürülme yönünde siyasi iradenin kuvvetliliğini^(*) yansıtır. Bu, yatırımcıların bir ülkeye karşı algıladıkları risk derecesini azaltır.

Bir hükümetin sürdürülebilir bir borç politikasıyla tutarlı iktisat politikaları uygulamakta olduğu, gelecekte de tutarlı politikalar uygulamaya gönüllü olması çerçevesinde kurumsal-politik yapı ve irade de iktisat politikalarının güvenilirliğini etkiler.

- o Makroekonomik politikalar alanında belirsizlik (ekonomik belirsizlik)
- o G7 ülkelerinde sermaye piyasalarında sıkı likidite ve parasal şartlar (ABD hazine bonosu faiz oranlarında artış)
- o Makroekonomik belirsizliğe götürebilecek boyutta politik belirsizlik

[Genel seçimlere kalan yıl sayısı (5 yıldan az bir süre kalması)]

D- Malî göstergeler

- o Kamu borçlarının^(**) kamu (bütçe) gelirlerine oranı (%si)
- o Malî denge (bütçe dengesi).

Kamu dış borç krizine ilişkin yaklaşık toplam 50 gösterge içerisinde literatürde öne çıkan seçilmiş 10 göstergelyi ve sınır değerleri şu şekilde sıralanabilir:^(***)

- (1) Toplam dış borçların GDP ye oranı (%si) [Sınır/eşik değer→%49,7 ve %19,1]
- (2) Kısa vadeli borçların rezervlere oranı (%si) [%134= 1,34]
- (3) Kamu dış borcunun kamu gelirlerine oranı (%si) [%215 ve %310 yani 2,15 ve 3,1]
- (4) Gelecek Başkanlık seçimlerine (genel seçimlere) kalan yıl sayısı [5,5 yıl]
- (5) Reel ekonomik büyüme (Reel GDP büyüme) oranı [-%5,45]
- (6) Enflasyon [%10,67 veya %10,47]
- (7) Reel döviz kurunda aşırı değerlenme derecesi [%48]
- (8) Döviz kuru volatilitesi [27,88]
- (9) ABD hazine bonosu faiz oranı [%9,72]
- (10) Dış finansman ihtiyacı (Cari hesap dengesi + kısa vadeli dış borç toplamı) nın yabancı rezervlere oranı [%144= 1,44] .

Toplam dış borçların GDP ye oranı %49,7 den büyük ise ülke yüksek düzeyde dış borçlu, %19,1 ile %49,7 arasında ise orta düzeyde dış borçlu, %19,1 den düşük ise ülke düşük düzeyde dış borçludur.

^(*) gelecekte uygulanacak makroekonomik politikalar itibarıyla belirliliği

^(**) Devletin dış borçları ile iç borçları toplamı

^(***) Bu 10 değişken dış borç krizi hususunda 50 muhtemel aday değişken arasından seçilmiştir. [Manasse ve Roubini (2005), s. 4.] 50 değişkenin tamamı Manasse ve Roubini (2005) tarafından sıralanmıştır. (s. 12).

Kısa vadeli dış borçların yabancı rezervlere oranı %134 ten (1,34 ten) yüksek veya eşit ise kısa vadeli dış borçlar yüksek, aksi halde kısa vadeli dış borçlar düzeyi düşüktür.

Kamu dış borcunun kamu gelirlerine oranı %310 dan büyük veya eşit ise kamu dış borcu yüksek, %215 ile %310 arasında ise orta düzeyde, %215 ten küçük ise düşük düzeydedir.

Gelecek genel seçimlere 5,5 yıldan daha az yıl varsa politik belirsizlik yüksek, aksi halde düşüktür.

Reel ekonomik büyüme oranı (reel GDP büyüme oranı) -%5,45 ten büyük ise reel ekonomik büyüme yüksek düzeyde, aksi halde düşük düzeydedir.

Enflasyon oranı %10,47 den yüksek ise Enflasyon yüksek, aksi halde düşük düzeydedir.

Reel döviz kuru aşırı değerlendirme derecesi (oranı) %48 den küçük ise reel kurda aşırı değerlendirme düşük, %48 den büyük eşit ise yüksektir.

Döviz kuru volatilitesi 27,88 den büyük eşit ise volatilité yüksek, aksi halde düşüktür.

ABD hazine bonusu faiz oranı %9,72 den büyük eşit ise yüksek (Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarında parasal-fınansal şartlar katı/sıkı), aksi halde düşüktür.

Dış finansman ihtiyacı; Cari hesap dengesi + kısa vadeli dış borçların toplamının yabancı rezervlere oranı %144 ten (1,44 ten) büyük eşit ise yüksek, aksi halde düşüktür.

E. KAMU DIŞ BORÇ KRİZİNİ TAHMİN ETMEK İTİBARIYLA AMPRİK AĞAÇ (TASNİF VE REGRESYON AĞACI) YAKLAŞIMI (CART, BRT with EWS)

“Amprık Ağaç” yaklaşımı istatistiksel bir metod olan BRT (CART) tekniği ile IMF nin para krizlerini tahminle ilgili EWS görüşü terkip edilerek meydana getirilmiştir. Amprık Ağaç yaklaşımı “kamu dış borç krizleri”ne uygulanmıştır.

BRT (Binary Recursive Tree) metoduna CART (Classification and Regression Tree yani Tasnif ve Regresyon Ağacı) tekniği de denmektedir. BRT veya CART metodu bir istatistiksel tekniktir. BRT (CART) metodu Breiman, Friedman, Olshen, ve Stone tarafından 1984’te yayınladıkları bir çalışmada¹⁶² geliştirilmiştir. BRT (CART) metodu başka pek çok alanda da kullanılıp uygulanmıştır. (*)

BRT metodunda süreç çiftlidir. (**) Çünkü her düğüm (node) nihaî düğümlere (terminaller) varıncaya kadar her zaman mutlaka 2 branşa (bir bakıma 2 yavru düğüme) ayrılmaktadır. Süreç tekrarcıdır (Recursive). Çünkü bir ana düğüme (node a) uygulanan usul ve esaslar sözkonusu ana düğümün yavrusu (alt dalı) düğümlere de uygulanmaktadır. (***)

¹⁶² Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 27, Manasse ve Roubini (2005), s. 11. Sözkonusu çalışma Breiman, Leo; Jerome H. Friedman, Richard A.Olshen ve Charles J. Stone (1984) künyeli ve “classification and regression tree” adlı çalışmadır.

(*) Mühendislik, tıbbî teşhis, genetik, pazarlama, sigortacılık, tüketici kredisi, ...vs. alanlarda. Bu tekniğin uygulandığı kimi konular şöyle sıralanabilir: Pazar bölümlenmesi, kredi risk değerlendirmesi, kalite kontrol, kanser yayılması, kan hücresi grubu tasnifi, çocuk ölümleri, hava kirliliği alarmı, gibi. [Manasse ve Roubini (2005), s. 11]

(**) “Binary” (“çiftli; ikili”) nitelemesi, bu karakterinden ileri geliyor.

(***) BRT analizinin anahtar unsuru bir kurallar manzumesidir. Bu kurallar şunlardır:

(1) Her düğüm 2 alt branşa ayrılmaktadır.

BRT metodunda her düğümde bir “değişken” yer almaktadır.

Bir ana düğümü 2 alt dala (yavru düğüm) ayırmak ve akabinde ana düğümünden 2 alt düğümünden birisine kaymak maksadıyla, BRT metodolojisi daima ana düğümüne “evet-hayır” sorularını sorar. Soruya cevap “evet” ise ana düğümünden “sağ-alt düğümüne”, “hayır” ise “sol-alt düğümüne” gidilir. Her düğüm için sorulan “evet-hayır” sorularında cevabın “evet” mi “hayır” mı olacağı itibarıyla sözkonusu değişken ve düğüm ile ilgili önceden tanımlanmış “eşik değerler” vardır.

BRT metodunda en sonunda varılan boğumlara (nihaî düğümlere) “terminal” denmektedir. Nihaî düğümlerin risklilik derecelerinin ne olduğu, risklilik derecesini tesbitle ilgili kıstaslar ve son olarak bir nihaî düğümün yüksek riskli mi düşük riskli mi olduğu bakımından ölçüler önceden tanımlanmıştır.

Ampirik ağaç yaklaşımında nihaî terminaller “krize yatkın ve krize yatkın değil” suretinde 2 kategoriye ayrılmakta, bu ayırmda nihaî terminallerin borç krizi bakımından içerdikleri risklilik dereceleri dikkate alınmaktadır. Nihaî bir terminalin krize yatkın mı, krize yatkın değil mi olduğunu tesbit bakımından kıstaslar, kriterler vardır ve önceden tanımlanmıştır.

Ancak bir vak’a (örnek olay) BRT metoduyla ele alınırken hem her bir düğümlerle ilgili sınır değerler ve hem de nihaî düğümlerin (terminallerin) krize yatkın mı değil mi oldukları önceden belirlenmiş durumda olup veridir.

Ampirik ağaç yaklaşımında borç kriziyle ilgili olarak 50 aday değişken¹⁶³ arasından 10 değişken (gösterge) anlamlı görülerek seçilmektedir. Seçilen 10 değişken şu şekilde sıralanabilir:¹⁶⁴

- (1) Toplam dış borcun GDP ye oranı (%si) [sınırlar: %19,1 ve %49,7]
- (2) Kısa vadeli dış borçların yabancı rezervlere oranı (%si) [sınır: %134=1,34]
- (3) Kamu (hükûmet) dış borcunun hükûmet gelirine oranı (%si) [sınır: %215=2,14]
- (4) Reel ekonomik büyüme (Reel GDP büyümesi) [sınır: -%5,5]
- (5) Enflasyon [sınır: %10,47]
- (6) ABD hazine bonosu faiz oranı [sınır: %9,72]
- (7) Reel döviz kurunda aşırı değerlenme derecesi [sınır: %48]
- (8) –Reel ve nominal- döviz kuru volatilitesi [sınır: %27,88]
- (9) Dış finansman ihtiyacının (Cari Hesap dengesi + Kısa vadeli dış borçlar toplamının) yabancı rezervlere oranı (%si) [sınır: %144 = 1,44]
- (10) Başkanlık seçimleri için kalan yıl sayısı [sınır: 5,5 yıl].

(2) Ağacın büyümesi esnasında her düğümde, “evet”-“hayır” sorularının cevaplarına göre, hareket istikameti ile ilgili olarak karar verilmektedir.

(3) Her nihaî düğüm “krize yatkın”-“krize yatkın değil” şeklinde 2 kategoriye ayrılmalı ve değerlendirilmelidir.

¹⁶³ Manasse ve Roubini (2005), s. 12.

¹⁶⁴ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 29, Manasse ve Roubini (2005), s. 15.

Ampirik ağaç analizinin işleyiş süreci

İlk kural; örnek vak'a itibarıyla toplam dış borç düğümünü 2 branşa (alt dala; yavru düğüme) ayırmaktır (şekil 1:) Toplam dış borçların GDP ye oranı yüksek (%49,7 den büyük) ise sağ-alta, düşük ise sol-alta gidilir. Bir diğer ifadeyle “Toplam dış borçların GDP ye oranı \geq %49,7 mi?” sorusuna cevap “evet” ise “sağ”, “hayır” ise “sol” tarafa gidilir.

(1) Toplam dış borç düğümünden, cevap “evet” olduğunda ve “sağ”a gidildiğinde “enflasyon” düğümüne; cevap “hayır” olduğunda ve “sola” gidildiğinde “kısa vadeli dış borç” düğümüne varılır.

Enflasyon düğümünden, enflasyon %10,47 den büyük eşit ise sağa, küçük ise sola gidilir. Sağa gidildiğinde en yüksek acziyet riskli nihaî düğüme (terminale) varılır (düğüm 14 → acziyet riski: %66,8). Örnek dönemdeki krizlerin çoğu bu düğüme (düğüm 14 e) girmektedir. Enflasyon %10,47 den düşük ise sola “dış finansman ihtiyacı” düğümüne geçilir.

Dış finansman ihtiyacı düğümünden, dış finansman ihtiyacının yabancı rezervlere oranı \geq %144 (yani cevap “evet”) ise sağ tarafa (düğüm 13 e) varılır (acziyet riski: %46,8). Dış finansman ihtiyacı düğümünden sola gidildiğinde “kamu dış borcu” düğümüne varılır.

Kamu dış borcu düğümünden, kamu dış borcunun kamu gelirine oranı \geq %310 ise sağa (düğüm 12 ye) varılır (acziyet riski: %40). Aksi halde sol tarafa (düğüm 11 e) varılır (acziyet riski: %2).

(2) “Toplam dış borç” düğümünden sola gidildiğinde “kısa vadeli dış borç” düğümüne varılır. Kısa vadeli dış borçların yabancı rezervlere oranı \geq %134 ise sağa, “genel seçimlere kalan yıl sayısı” düğümüne varılır. Aksi halde kısa vadeli dış borç düğümünden sola -yine- “kamu dış borcu” düğümüne varılır.

“Kamu dış borcu” düğümünden; kamu dış borcunun kamu gelirine oranı \geq %215 ise sağa, -yine- enflasyon düğümüne, aksi halde sola (reel GDP büyüme düğümüne) varılır.

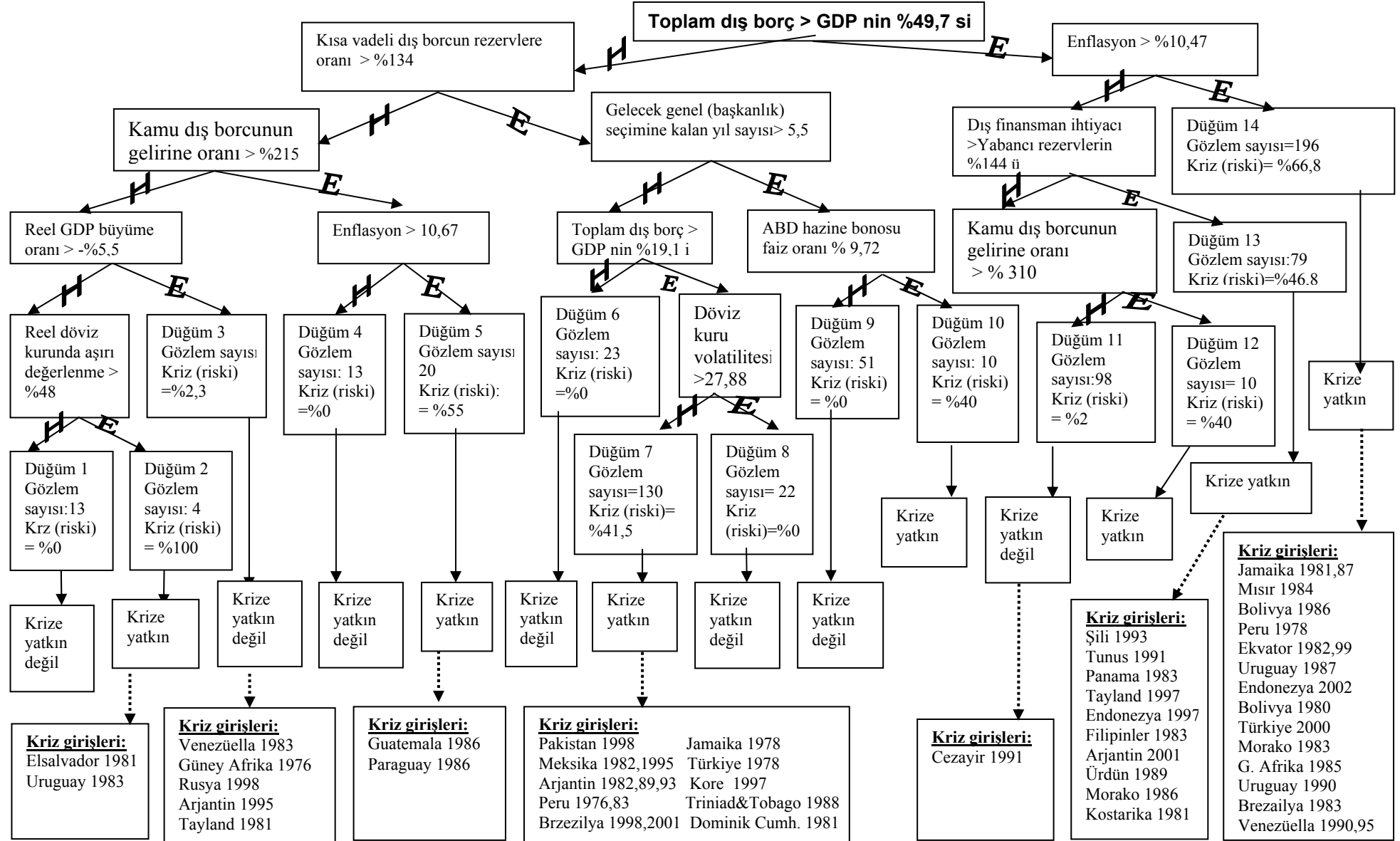
Enflasyon düğümünden, enflasyon \geq %10,67 ise sağa (düğüm 5 e) varılır (acziyet riski: %55). Aksi halde sola (düğüm 4 e) varılır (acziyet riski: %0).

Reel GDP büyüme oranı düğümünden, reel GDP büyüme oranı \geq -%5,5 ise sağa (düğüm 3) varılır (acziyet riski: %2,3). Aksi halde sola, “reel döviz kurunda aşırı değerlendirme” düğümün varılır.

“Reel döviz kuru aşırı değerlendirme” düğümünden, sağa gidilirse (düğüm 2) ye (acziyet riski: %100) varılır. Sola gidilirse (düğüm 1) e varılır (acziyet riski: %0).

“Kısa vadeli dış borç” düğümünden sağa (“genel seçime kalan yıl sayısı” düğümüne) gidildiğinde hareket tarzı şöyle devam eder:

Şema 2.3: Amprik Ağaç (a)

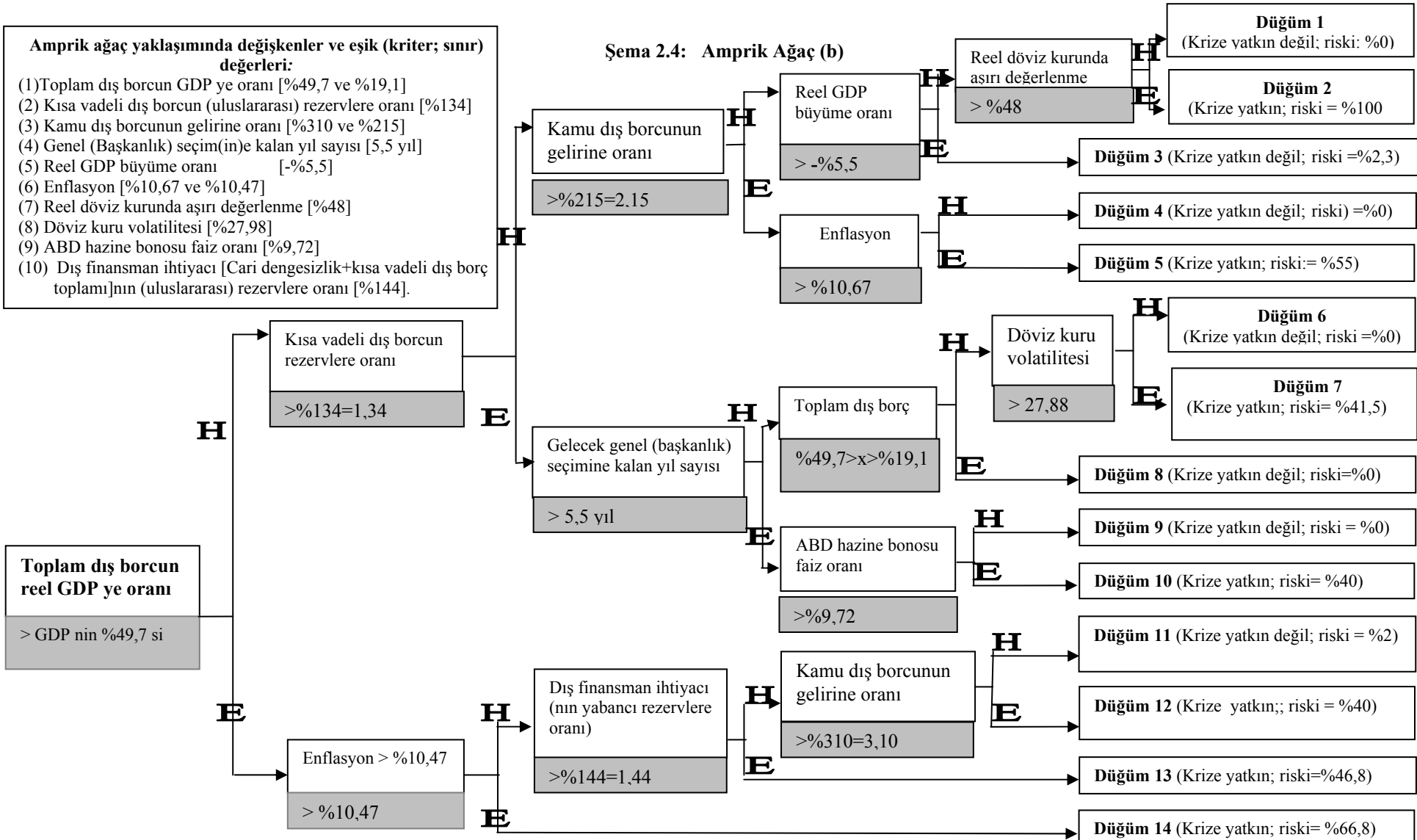


Kaynaklar: IMF, S&P, WB ve Manasse ve Roubini (2005), Manasse, Roubini ve Schimmelfennig (2003).

Amprik ağaç yaklaşımında değişkenler ve eşik (kriter; sınır) değerleri:

- (1) Toplam dış borcun GDP ye oranı [%49,7 ve %19,1]
- (2) Kısa vadeli dış borcun (uluslararası) rezervlere oranı [%134]
- (3) Kamu dış borcunun gelirine oranı [%310 ve %215]
- (4) Genel (Başkanlık) seçim(in)e kalan yıl sayısı [5,5 yıl]
- (5) Reel GDP büyüme oranı [-%5,5]
- (6) Enflasyon [%10,67 ve %10,47]
- (7) Reel döviz kurunda aşırı değerlenme [%48]
- (8) Döviz kuru volatilitesi [%27,98]
- (9) ABD hazine bonusu faiz oranı [%9,72]
- (10) Dış finansman ihtiyacı [Cari dengesizlik+kısa vadeli dış borç toplamı]nın (uluslararası) rezervlere oranı [%144].

Şema 2.4: Amprik Ağaç (b)



Tasnif ve değerlendirme yapılırken node lar risklilik derecesi ve türü itibarıyla 4 ana tipolojiye ayrılmaktadır:

(A) Tipolojisi: Default un vuku bulması ihtimali itibarıyla nisbeten emniyetli tipolojidir. (1, 4, 6, 8, 9, 11, 3)

(B) Tipolojisi (Likidite riskli tipoloji): Likidite default riski yüksek tipolojidir. (10,7)

(C) Tipolojisi (Solvency riskli tipoloji): Solvency default riski yüksek olan tipolojidir. (10,7)

(D) Tipolojisi (Makroekonomi ve döviz kuru riskli tipoloji): Makro ekonomi ve döviz kuru kaynaklı risk yüksektir. (2).

Tipolojiler ve node lar krize yakınlık itibarıyla şöyle tasnif edilebilir:

(I) Krize yakın olmayanlar → A tipolojisi (1, 4, 6, 8, 9, 11, 3)

(II) Krize yakın olanlar → B, C, D tipolojileri (10, 7, 12, 13, 5, 14,, 2).

“Genel seçime kalan yıl sayısı” düğümünden, genel seçime kalan yıl sayısı $\leq 5,5$ ise sağa (ABD hazine bonusu faiz oranı düğümüne) varılır. Aksi halde ise sola (-yine- “toplam dış borç” düğümüne) varılır.

“ABD hazine bonusu faiz oranı” düğümünden, ABD hazine bonusu faiz oranı $\geq \%9,72$ ise sağa (düğüm 10; acziyet riski: %40), aksi halde sola (düğüm 9; acziyet riski: %0) varılır.

“Toplam dış borç” düğümünden, toplam dış borcun reel GDP ye oranı $\geq \%19,1$ ise sağa [“döviz kuru volatilitesi (oynaklığı)” düğümüne], aksi halde sola (düğüm 6; acziyet riski: %0) varılır.

“Döviz kuru volatilitesi”^(*) düğümünden; döviz kuru volatilitesi $\geq \%27,88$ ise sağa (düğüm 8; acziyet riski: %0), aksi halde sola (düğüm 7; acziyet riski: %41,5) varılır.

Böylece bir örnek vak’ada mutlaka 14 tane nihaî düğüm (terminal)den birisine varılır.

Genel olarak “krize yatkın” kategorisinde; 2, 5, 7, 10, 12, 13, 14 no.lu düğümler ve “krize yatkın değil” kategorisinde ise geriye kalan yani 1, 3, 4, 6, 8, 9, 11 no. lu düğümler yer almaktadır.^(**)

Amprik ağaç üzerinde hep sağa gidilirse yani “toplam dış borç” düğümünden itibaren her düğümde sağa gidilirse (toplam dış borç→enflasyon→düğüm 14) (düğüm 14) e varılır ki bunda acziyet riski en yüksektir (%668).

Amprik ağaç üzerinde hep sola gidilirse yani “toplam dış borç” düğümünden itibaren her düğümde sola gidilir ise (toplam dış borç→kısa vadeli dış borç→kamu dış borcu→Reel GDP büyümesi→döviz kurunda aşırı değerlenme→düğüm 1) (düğüm 1) e varılır ki bunda acziyet riski en düşüktür (%0).

Vakalara uygulanması Amprik Ağaç metodunun kavranması açısından son derece faydalıdır. Bu maksatla Amprik Ağaç metodunun Ek’te temsilî vakalara ve Kolombiya (1994) tecrübesine uygulanmıştır (Ek1.1).

Tasnif ve Değerlendirme

Nihaî düğümler (terminaller) A, B, C ve D tipleri şeklinde 4 tipe, bir bakıma 4 kategoriye ayrılmaktadır.¹⁶⁵

A Tipi (kategorisi) (“nisbeten emniyetli” temeller tipolojisi):

A tipi krizin (acizliğin) vukû bulması itibarıyla “nisbeten emniyetli” yani oldukça düşük riskli düğümlerden meydana gelmektedir. A tipolojisi bir diğer bakımdan “krize yatkın olmayan” nihaî düğümlerden (terminallerden) oluşmaktadır. Bu kategoride yer alan düğümler 1, 4, 6, 8, 9, 11 ve 3 no.lu düğümlerdir.

A tipolojisinin temel karakteri düşük veya orta büyüklükte Toplam dış borç oranlarının sözkonusu olmasıdır. Bu tipolojide bazen Toplam dış borcun GDP ye oranı $< \%49,1$ (düşük

^(*) oynaklığı

^(**) Muayyen bir düğümdeki gözlemler kriz gözlemi mi, kriz olmayan gözlem mi oldukları açısından ele alınıyor. Eğer kriz gözlemleri toplam vak’a gözlemleri içerisinde kriz olmayan gözlemlerden daha fazla, dolayısıyla kriz gözlemlerinin payı kriz olmayan gözlemlerin payından daha yüksek ise sözkonusu düğüm “krize yatkın”, aksi halde “krize yatkın değil” kategorisine dahil edilmektedir.

düzeyde), bazen de $19,1 < \text{Toplam dış borcun GDP ye oranı} < \%49,7$ (orta düzeyde)dir. Bu açıdan tek istisna düğüm 11 dir ki bu düğümde sözkonusu oran $>\%49,7$ (yüksek düzeyde)dir.

A kategorisindeki düğümlerin hepsinin değilse bile çoğunun ilave karakterleri şunlardır:

- Düşük düzeyde kısa vadeli dış borç

Kısa vadeli dış borcun rezervlere oranı bazı düğümlerde $\%134$ ün altındadır. Sözkonusu oran $\%134$ ten A kategorisindeki düğümlerden 1, 3, 4 te küçük; 6, 9 da ise büyüktür.

- Düşük düzeyde enflasyon

Enflasyon oranı $\%10,67$ den düğüm 4 te, $\%10,47$ den düğüm 11 de küçüktür.

- Düşük düzeyde kamu dış borcu

Kamu dış borcunun gelirene oranı genel olarak $\%215$ ten küçüktür. Bu açıdan düğüm 11 istisna durumundadır (sözkonusu oran $<\%310$).

- Mevcut olmayan veya çok şiddetli olmayan durgunluk

Reel GDP büyüme oranı $-\%5,45$ ten düğüm 1 de küçük, düğüm 3 te ise büyüktür.

Yüksek düzeyde toplam dış borç olmasına (toplam dış borcun reel GDP ye oranı $\%49,7$ den büyük olmasına) rağmen bir ülkede acizyet riski aksine son derece düşük, dolayısıyla da sözkonusu ülke acizyet vukûu bakımından “nisbeten emniyetli” (A kategorisinde) olabilir [düğüm 11; acizyet riski (kriz ihtimali) $\%2$].

Nitekim toplam dış borcun reel GDP ye oranı $> \%49,7$ olmasına rağmen bir ülke;

- Enflasyon $\%10,45$ in altında,
- Dış finansman ihtiyacı(nın rezervlere oranı) $\%144$ ün altında,
- Kamu dış borcunun kamu gelirene oranı çok yüksek değil ($\%310$ un altında)

şeklindeki şartların hepsi sağlanmış halde iken, “nisbeten emniyetli” olup A kategorisinde yer almaktadır¹⁶⁶ (düğüm 11, risk: $\%2$).

B Tipi (Kategorisi) [Likidite krizine yatkın; Likidite riski yüksek tipoloji]:

B Tipi (kategorisi)nde Likidite acizyet ihtimali (riski) yüksektir. Dolayısıyla B kategorisi “Likidite krizine yatkın”dır. B Tipindeki ülke “ödeyebilme gücünü haiz” fakat illikit yani borcunu ödemek itibarıyla yeterli ekonomik kaynaklara sahip ama likit varlıklara sahip değildir.

B kategorisinde düğüm 7 ve düğüm 10 yer almaktadır.

B Tipinde temel karakterler şunlardır:

- Toplam dış borç düşük veya orta düzeydedir

Toplam dış borcun GDP ye oranı $\%19,1$ den küçük veya $\%19,1$ ile $\%49,7$ arasındadır.

- Kısa vadeli dış borçlar yüksek düzeydedir.

Kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı $\%134$ ten büyüktür.

- Diğerleri: Politik belirsizlik yüksek, döviz kuru volatilitesi yüksek (örneğin sabit kur sistemi geçerli) (düğüm 7; risk: $\%41,5$) veya politik belirsizlik yüksek ve

¹⁶⁵ Manasse ve Roubini (2005), s. 18-21.

¹⁶⁶ Manasse ve Roubini (2005), s. 19.

uluslararası sermaye piyasalarında sıkı parasal şartlar (ABD hazine bonosu faiz oranları %9,7 den büyüktür) (düğüm 10; risk: %40).

C Tipi (Kategorisi) (Ödeyememe krizine yatkın; ödeyememe aciziyeti riski yüksek tipoloji):

C Tipi ödeyememe (solvency) (sürdürülemez dış borç) tipolojisidir. C Tipinde ödeyememe aciziyet riski yüksektir. Bu sebeple C Tipi (kategorisi) “ödeyememe aciziyetine yatkın”dır. C kategorisinde yer alan düğümler 5, 12, 13 ve 14 tür.

C Tipi yani ödeyememe tipolojisinde temsilî borçlu borcunu geri ödeyebilme kabiliyetinden mahrumdur. Bir diğer ifadeyle borçlu borcunu geri ödemeye yeterli ekonomik kaynağa sahip değildir.

C Tipinin temel karakteri;

- “Toplam dış borcun yüksek” düzeyde yani “toplam dış borcun reel GDP ye oranının %49,7 den büyük olması”dır.¹⁶⁷ Ayrıca:
- Enflasyon düşük (\leq %10,47), Dış finansman ihtiyacı(nın rezervlere oranı) düşük (\leq 144), Kamu dış borcu(nun kamu gelirinine oranı) yüksek ($>$ %310) iken aciziyet riski %40 olmaktadır (düğüm 12).
- Enflasyon düşük (\leq %10,47) fakat Dış finansman ihtiyacı(nın rezervlere oranı) yüksek ($>$ %144) iken (düğüm 13) aciziyet riski %46,8 olmaktadır.
- Kısa vadeli dış borç(un rezervlere oranı) düşük ($<$ %134), fakat Kamu dış borcu(nun kamu gelirinine oranı) yüksek ($>$ %210) ve enflasyon yüksek ($>$ %10,47) iken (düğüm 5) aciziyet riski %55 olmaktadır.
- Enflasyon yüksek ($>$ %10,47) iken (düğüm 14) aciziyet riski %66,8 olmaktadır.

D Tipi (Kategorisi) (Döviz kuru, makroekonomik ve fiskal riskler içeren tipoloji):

D Tipi (kategorisi) makroekonomik bütçeye ve döviz kuruna dair riskler içermektedir. Bu tip, makroekonomi ve döviz kuru kaynaklı aciziyete (krize) yatkındır. D kategorisinde sadece düğüm 2 (aciziyet riski: %100) yer almaktadır.

D tipinin karakterleri şunlardır:

- Kriz ihtimalinin düşmesi açısından olumlu karakterler:
 - ◇ Toplam dış borç(un reel GDP ye oranı) [$<$ %49,7]
 - ◇ Kısa vadeli dış borç(un rezervlere oranı) [$<$ %134]
 - ◇ Kamu dış boru(nun kamu gelirinine oranı) [$<$ %215] düşük düzeydedir.
- Kriz ihtimalinin düşmesi açısından olumsuz karakterler:
 - ◇ Reel GDP büyüme oranı düşük [$<$ -%5,45] yani ekonomik durgunluk ve daralma çok şiddetli,
 - ◇ Döviz kurunda aşırı değerlenme derecesi yüksek ($>$ %48) dir.

Ampirik Ağaç Analizinin kamu dış borç krizlerini tahmin kabiliyeti nedir?

¹⁶⁷ Manasse ve Roubini (2005), s. 19.

Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003)'te Ampirik Ağaç yaklaşımı bakımından 1970-2002 arasında 47 ülkede meydana gelen dış borç krizleri ele alınıyor. Bu çalışmada ulaşılan sonuçlara göre Ampirik Ağaç yaklaşımının krizleri tahmin kabiliyeti oldukça yüksektir. Bu çalışmaya göre Ampirik Ağaç yaklaşımı; - Krize girişlerin %89 unu ve - Krizden çıkışların %32 sini doğru tahmin etmiş, buna karşılık %19 “yanlış alarm”^(*) göndermiştir.

Fakat tüm “yanlış alarmlar”ın %14 ü “erken alarm” mahiyetindedir yani bu alarmları müteakiben 1. yılda olmasa da 2. yılda kriz vukû bulmuştur. Alarmin doğru-yanlış kabul edilmesiyle ilgili olarak alarmin gönderilmesini müteakiben başlayan kriter dönem eğer 1 yıldan 2 yıla çıkarılır ise “erken alarmlar” da “doğru alarm” kabul edilecektir. Bu durumda tüm yanlış alarmların %14 ü olan “erken alarmlar” da “doğru alarm” kategorisine intikal edecektir. Sonuç olarak kriter dönem 1 yıl değil 2 yıl alındığında, yanlış alarmların %2,7’si erken alarm durumunda olup “yanlış alarmlar” kategorisinden çıkarılıp “doğru alarmlar” kategorisine dahil edileceği için, yanlış alarmlar %19 dan yaklaşık %16 ya inecektir.¹⁶⁸ Tabiatıyla kriter dönem 1 yıldan 2 yıla uzatıldığında Ampirik Ağaç yaklaşımının doğru tahmin kabiliyeti daha da artmaktadır.

Manasse ve Roubini (2005)'te Ampirik Ağaç Analizi bakımından 1970-2002 döneminde gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen dış borç krizleri ele alınmıştır. Bu çalışmaya göre Ampirik Ağaç analizinin örnek dönemdeki dış borç krizlerine dair tahmin kabiliyeti EWS standartlarına göre son derece yüksektir. Bununla beraber Ampirik Ağaç yaklaşımı 1990 lardaki bazı önemli kamu dış borç krizi tecrübelerinin vuku bulacağını önceden tahmin edememiştir: Cezayir (1991), Arjantin (1995), Rusya (1998).¹⁶⁹

Manasse ve Roubini (2005) te Ampirik Ağaç analizinin borç krizini tahmin kabiliyeti hususunda kriz sürecine dair 4 unsura yer verilmektedir: “Kriz giriş”, “Kriz durumu”, “Krizden çıkış” ve “Kriz dışı durum”. Manasse ve Roubini (2005) te varılan sonuçlara göre Ampirik Ağaç metodu hem; kriz durumlarının %82,9 unu, krizlerin %93,9 unu, krize girişlerin %88,9 unu, kriz dışı durumların %79,9 unu doğru tahmin etmiş, hem de son derece sınırlı sayıda “yanlış alarm” göndermiştir.¹⁷⁰

(*) Kriz alarmı (sinyali) geldiğinde, alarmin gönderilmesini müteakip 1 yıllık süre içerisinde kriz vukû bulursa sözkonusu alarm (tahmin) doğru; alarmı müteakip 1 yıl içinde kriz vukû bulmaz ise sözkonusu alarm “yanlış” kabul ediliyor. Şu halde bir alarmin doğru-yanlış olması itibarıyla kriteriyum müteakip 1 yıllık sürede krizin vuku bulup bulmamasıdır.

Eğer alarmı müteakiben 1. yıl içinde değil de 2. yıl içinde kriz vukû bulursa bu alarm yine “yanlış”, fakat “erken alarm” kabul edilmektedir.

¹⁶⁸ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 32.

¹⁶⁹ Manasse, Roubini, ve Schimmelpfennig (2003), s. 32.

¹⁷⁰ Manasse ve Roubini (2005), s. 22.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ASYA KRİZİ SONRASINDA

FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

I. ÜÇÜNCÜ NESİL KRİZ TEORİLERİ

A. ÜÇÜNCÜ NESİL KRİZ TEORİLERİNE GENEL BAKIŞ

1997/8 Asya krizi sonrasında finansal krizleri izah etmek üzere yeni perspektif arayışları kuvvetlenmiştir. Çünkü Asya krizini 1. ve 2. nesil para krizi teorileri izah edememektedir. Nitekim 3. nesil kriz teorisi literatüründe geleneksel para krizi teorilerinin^(*) 1997/8 Asya krizini açıklayamadığı üzerinde, Krugman bile dahil,¹⁹¹ kuvvetli ve apaçık bir ittifak vardır.¹⁹² Bu münasebetle Asya krizini izah edebilmek üzere yeni nesil bir kriz teorisi bakış açısı inşa edilmesine ihtiyaç doğmuştur. Üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı, 1997/8 Asya krizinin hemen akabinde, sözkonusu ihtiyacın sevk ettiği yeni nesil kriz teorisi yaklaşımı arayışlarının bir ürünüdür. Kriz teorisi alanında 1997/8 Asya krizi son derece önemli bir dönemeç, kuvvetli bir kırılma noktasıdır.^(**) Bu çerçevede üçüncü nesil kriz teorilerini, genel bir ifadeyle Asya krizinin akabinde ortaya çıkan ve bu fenomeni açıklamayı hedefleyen, yeni bir bakış açısına sahip teoriler olarak ifade etmek mümkündür.

1. Birinci ve ikinci nesil (geleneksel) para krizi teorileri Asya krizini niçin izah edememektedir?

1997/8 Asya krizini geleneksel para krizi yani kanonikal 1. ve 2. nesil para krizi teorileri acaba niçin açıklayamamaktadır? Üçüncü nesil kriz teorisi taraftarlarına ve literatürüne göre bunun temel sebebi şudur:

Asya krizinde kriz öncesi dönemde kriz ülkelerinde makroekonomik temeller, geleneksel para krizi teorileri penceresinden bakıldığında standartlara göre, bir krizin meydana gelmesini imkânsız kılacak kadar çok sağlam idi.¹⁹³ Yalnızca, özellikle carî açık

(*) “Geleneksel (kanonikal) para krizi teorileri”nden literatürde 1. ve 2. nesil para krizi teorileri kastedilmektedir.

¹⁹¹ Krugman (1998), s. 2-3, Krugman (1999), s. 2-4.

¹⁹² Örneğin Krugman (1998b,1999), s. 2-3 ve 2-4, Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998c), s. 6-7, Aghion, Banerjee, ve Bachetta (2000), s. 1.

(**) 1997/8 Asya krizi EM ekonomilerinde tecrübe edilmiş en şiddetli, gelişmiş ekonomiler dahil dünya ekonomisinde 1929 büyük krizinden bu yana tecrübe edilen en kuvvetli finansal kriz fenomenidir. Asya krizi ayrıca kimse, bir kuruluş, piyasa katılımcısı vb. tarafından krizin hemen arafesi yılda bile hiç tahmin edilememiştir ki bu da Asya krizi fenomenine has bir özelliktir. Asya krizi kısaca kriz tecrübesi alanında emsalsiz bir hadisedir ve bu yüzden yeni kriz teorisi arayışlarını kuvvetli şekilde tetiklemiş olması son derece tabiidir. Asya krizinin kendine has ve son derece çarpıcı özelliklerine örneğin Radelet ve Sachs (1998b)'de yer verilmiştir. Bu çalışmaya göre Asya krizi dünyanın uzun vadeli olarak en hızlı büyüyen ekonomilerini vurmuştur. (s. 1-2)

¹⁹³ Krugman (198b), s. 2-3, Radelet ve Sachs (1998a,b), s. 43 ve 3, 22-24, Chang ve Velasco (1998c), s. 12-16.

Asya krizinde kriz öncesi dönemde kriz ülkelerinde makroekonomik temeller, zahiren ve gesterge bazında da olsa, ahlakî tehlike yaklaşımına göre de sağlamdır. Şu farkla ki ahlakî tehlike yaklaşımına göre makroekonomik temellerde gözlemlenen sağlamlık gerçek değil görünüş itibarıyledir ve aldatmacadan ibarettir.

artışı olmak üzere dış dengede bazı problemler vardı, fakat literatüre göre hem bunlar bir krizi gerekli kılacak büyüklükte değildi yani sadece büyümede yavaşlama başta gelmek üzere ekonomide hafif ve yumuşak bir uyarlanmayı gerektiriyordu hem de kriz ne gariptir ki ülkeleri arasından kriz, makroekonomik temelleri en sağlam ve carî açık dahil dış denge problemleri nisbeten en az olan ülkeyi (Endonezya'yı) en şiddetli şekilde vurmuştu.¹⁹⁴

Asya krizini ikinci nesil para krizi teorilerinin niçin izah edememekte olması çerçevesinde denilebilir ki ilk olarak kriz ülkelerinde kriz öncesi dönemde makroekonomik temellerin sağlamlık durumu “gri alanda” bile değildi yani kötümser beklentiler mevcut olsa dahi bir krizin vukû bulmasını gerektirmeyecek kadar iyi idi. İkinci olarak kriz ülkeleri çok uzun dönemdir yüksek bir ekonomik büyüme hızı gerçekleştirmekte idiler ve ekonomik büyüme 1996'nın ilk yarısında bile yavaşlamamıştı. Bu sebeple bölge ülkelerinde kriz öncesi dönemde işsizlik oranı oldukça düşüktü. Dolayısıyla hükümetler kriz öncesi dönemde sabit kuru sürdürmek hususunda kuvvetli bir mübadele (trade off) ile karşı karşıya kalmamışlardı, zira isterse sabit kuru sürdürmenin maliyeti çerçevesinde olsun yüksek bir işsizlik oranı ortaya çıkmamıştı.¹⁹⁵ Sabit kuru sürdürmek sonucunda ekonomide küçük bir daralma (işsizlik oranında artış) bile görülmüyordu.^(*) Hükümetler sabit kuru sürdürdükleri için buna göre yüksek bir ekonomik ve politik maliyet üstlenmiş gözüküyordu. Sonuçta hükümetler bakımından sabit kuru sürdürme arzularını zayıflatacak ve onları sonunda sabit kuru terk etmeye götürececek kuvvetli bir sâik ne ekonomik ne de politik açıdan bulunmuyordu.

Asya krizini geleneksel para krizi teorilerinin izah edemediği konusunda 3 husus daha vurgulanabilir:

İlk olarak Asya krizi ne pür bir para krizi ne de pür bir bankacılık krizi fenomenidir. Bu fenomende hem para çöküşü/BOP krizi hem de çok yaygın ve kuvvetli “finansal firma iflasları” dalgası yani bankacılık krizi ve aktif piyasası çöküşleri meydana gelmiştir. Bu yüzden Asya krizi fenomenini pür para krizi veya pür bankacılık krizi teorilerinin izah edebilmesi mümkün değildir. Halbuki geleneksel para krizi teorileri pür para krizlerini konu almaktadır.

İkinci olarak Asya krizini hiçbir kuruluş, hiç kimse, hiçbir analizci veya piyasa katılımcısı, ...vb. tahmin edememiştir. 1996'nın ilk yarısında bile hiç kimse bölgede

Zâhiren mevcut makroekonomik sağlamlığın arkaplanında özellikle finansal sektörde mikroekonomik çarpıklık ve zayıflıklar vardır. Ancak bu çarpıklık ve zayıflıklar, mevduat garantisi ve kefalet sisteminin varlığınca perdelenmiş olduğundan, açığa çıkmamaktadır.

Ayrıca bu hususta özellikle enflasyon oranının uzun dönemdir düşük ve %10 un altında seyretmesiyle ilgili olarak vurgulanmalıdır ki bölge ülkelerinde herhangi bir “enflasyon düşürme” programı uygulanmamakta idi. Bu sebeple enflasyon oranının düşüklüğü tabîî olup bir enflasyon düşürme programının sun'î sonucu değildi. [Radelet ve Sachs (1998a), s. 6].

¹⁹⁴ Radelet ve Sachs (1998b), s. 37-40.

¹⁹⁵ Krugman (1999), s. 2.

(*) Hatta kriz öncesi dönemde (1990-6 arasında) bölge ülkelerinde gelir dağılımında adaletsizlik azalmıştı bile. [Radelet ve Sachs (1998a), s. 18].

(Uzakdoğu Asya’da) bir kriz çıkacağını öngörememiş ve beklememiştir. Yalnızca, bölgede ekonomik büyümenin yavaşlayacağı yönünde 1995-6 yıllarında kimi tahminler yapılmış, fakat bir kriz vukû bulacağı, hem de o denli şiddetli bir kriz, hiç öngörülmemiştir. Bu çerçevede Krugman da ekonomik büyümenin yavaşlayacağını öngörmüş ancak bir kriz çıkacağını tahmin etmemiştir.¹⁹⁶ Bölgede kriz çıkabileceğini öngörebilmek bakımından, literatürde yalnızca iki istisnadan bahsedilebilir.¹⁹⁷ Krizin tahmin edilemeyişinde kriz konusuna geleneksel kriz teorileri penceresinden bakılmasının şüphesiz damgası vardır.

Üçüncü olarak 1996 yılının ikinci yarısında kriz başladıktan sonra bile, onun o denli yayılacağı,^(*) uluslararası bulaşıcılık etkisinin kuvvetliliği ve o kadar şiddetli olacağı kimse tarafından beklenmemiştir.¹⁹⁸

2. Üçüncü nesil kriz teorilerinin ana hatlarıyla tasnif edilmesi

Üçüncü nesil kriz teorileri Krugman (2001)’e göre 3 ana gruba ayrılabilir.¹⁹⁹ Bunlar “ahlakî tehlike” yaklaşımı, “uluslararası finansal kırılma” yaklaşımı ve “blanço kötüleşmesi” yaklaşımı. Üçüncü nesil kriz teorisi literatürü incelendiğinde bu ana gruplara “ikiz kriz teorisi”²⁰⁰ ve “SS krizi teorisi”²⁰¹ yaklaşımları da dahil edilmelidir. Ayrıca bir ana grup olarak “asimetrik bilgi” teorisine de yer verilebilir. Ancak “asimetrik bilgi” teorisi üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı alanında bir ana grup olarak değil, üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına eş düzeyde bir bağımsız alt bölüm halinde de ele alınabilir.

Şu halde üçüncü nesil kriz teorilerinin kategorilere şu surette ayrılabilmesi mümkündür:

A- Ahlakî tehlike yaklaşımı

“Ahlaki tehlike” yaklaşımına “ahlaki tehlike-aşırı borçlanma”, “ahlaki tehlike-aşırı borçlanma-aşırı ödünç verme”, “aşırı borçlanma-aşırı ödünç verme-aşırı yatırım (boom) ve patlama (burst)” görüşü de denilmektedir. Ahlaki tehlike yaklaşımı finansal sektör^(**) üzerine odaklanır. Krizin vukû bulmasında kritik rolü finansal sektör, özellikle de bankacılık sektörü oynar. Krizin vuku bulmasının temel sebebi ahlakî tehlike problemlerinin varlığıdır.

Ahlakî tehlike yaklaşımı çerçevesinde yer alan çalışmalara Akerlof ve Romer (1995), McKinnon ve Pill (1996), Krugman (1998a,b), Corsetti, Pesetti, ve Roubini (1998a,b,c) kaydedilebilir.

B- Uluslararası finansal kırılma yaklaşımı

¹⁹⁶ Krugman (1998b), s. 1, Radelet ve Sachs (1998b), s. 27 ve 59 [son not (1)].

¹⁹⁷ Literatüre göre bu hususta istisna çalışmalardan birisi Park (1996)’dır.

(*) tüm Uzakdoğu Asya’yı saracağı

¹⁹⁸ Radelet ve Sachs (1998b), s. 17-22, 40.

¹⁹⁹ Krugman (2001), s. 7-8.

²⁰⁰ Wälti (2003), s. 11-2, Chang ve Velasco (1998b), s. 2-5, Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998c), s. 7-8.

²⁰¹ Rajan (2001), s. 11-2. Krugman (1999)’da da uluslararası sermaye girişinde ve carî açıkta “tersine dönüş”ün Asya krizinin anahtar bir özelliği olduğu vurgulanmakta ve bunun Asya krizini ve gelecek krizleri açıklamak üzere inşa edilecek teorilerde yer alması gerektiği vurgulanmaktadır. (s. 9-10)

(**) özellikle bankacılık sektörü

Uluslararası finansal kırılganlık yaklaşımı büyük ölçüde Diamond ve Dybvig (1983)'te inşa edilen “bankacılık paniği” teorisinden ilham almıştır. D-D (1983)'te yer alan “kendiliğinden vaki”(self-fulfilling bankacılık paniği modeli aynı zamanda “uluslararası illikidite” ve “uluslararası finansal panik” yaklaşımlarına kısmî bir giriş mahiyetindedir. Bu münasebetle D-D (1983)'te yer alan (self-fulfilling) bankacılık tehaccümü modeline, uluslararası finansal kırılganlık yaklaşımının daha iyi kavranabilmesi maksadıyla burada yer verilmiştir.

Uluslararası finansal kırılganlık yaklaşımında sözkonusu olan, finansal sistemin uluslararası finansal kırılganlığıdır. Bu yaklaşımın Fisher-Minsky-Kindleberger'in temsilcisi olduğu “finansal kırılganlık” teorisinden en önemli farklılığı şudur: İkincisi uluslararası karakterde değildir ve finansal kırılganlığın temelinde yalnızca finansal sektörün aktif ve pasifleri arasında klasik “vade yapısı itibarıyla tutarsızlık” (“likidite tutarsızlığı”) yatmaktadır. İlkinde ise finansal kırılganlığın temelinde finansal sistemde finansal firmaların blançolarında aktif ve pasifleri arasında yalnızca klasik “vade yapısı tutarsızlığı” değil bunun yanında aynı zamanda “para birimi itibarıyla tutarsızlık” da yatmaktadır.

Uluslararası finansal kırılganlık yaklaşımı finansal sektör, özellikle de bankacılık sektörü üzerine odaklanmaktadır.

a) Uluslararası illikidite yaklaşımı

Uluslararası illikidite yaklaşımı çerçevesinde yapılmış en önemli çalışmalar olarak Cang ve Velasco (1998a,b,c,1999) kaydedilebilir.

b) “Kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) bankacılık paniği teorisi

Kendiliğinden vuku bulan (self-fulfilling) bankacılık paniği (tehaccümü) teorisi 1983'te Diamond ve Dybvig (1983) tarafından inşa edilmiştir. Asya krizinden çok önce inşa edilmiş olmakla beraber Asya krizi sonrasında onu açıklamak üzere tasavvur edilen ve geliştirilen teorilerin çoğuna kuvvetli bir ilham kaynağı olmuştur.

c) Uluslararası finansal panik yaklaşımı

“Uluslararası finansal panik görüşü” yerine literatürde “uluslararası bankacılık paniği” ve “beklentiler yaklaşımı”²⁰² kavramları da kullanılmaktadır.

Uluslararası finansal panik yaklaşımı çerçevesinde yapılmış en önemli çalışmalar olarak Radelet ve Sachs (1998a,b) kaydedilebilir.

B- Blanço kötüleşmesi yaklaşımı

Blanço yaklaşımı reel sektör firma blançoları üzerine yani genel olarak reel sektöre odaklanmaktadır. İlk 3 türünde başlangıç olarak “beklenmedik bir döviz kuru artışı” hareket noktası alınmakta ve para krizleri konu edilmektedir.

²⁰² Krugman (1999).

Dördüncü türünde ise yine reel sektör firma blançoları üzerine odaklanılmaktadır, ancak finansal aktif piyasası üzerinden. Dördüncü versiyonuyla ilgili olarak ayrıca diğer versiyonlardan farklı 2 husus vurgulanabilir: İlk olarak bu türde “aktif piyasası çöküşü” konu alınmaktadır. İkinci olarak çöküş (kriz hikâyesi), beklenmedik bir döviz kuru artışı ile değil fon sahiplerinin finansal kâğıtlara yönelik beklenmedik, dışsal bir güven kaybı ve bunun sonucunda da aktif fiyatlarının düşmesi ile başlamaktadır.

a) İlk versiyonu

Blanço kötüleşmesi yaklaşımının ilk türü Krugman (1999) tarafından inşa edilmiştir.

b) İkinci versiyonu

Blanço kötüleşmesi yaklaşımının ikinci türü Aghion, Banerjee, ve Bachetta (2000,2001) tarafından inşa edilmiştir.

c) Üçüncü versiyonu

Blanço kötüleşmesi yaklaşımının üçüncü türü Krugman (2000)’de inşa edilmiştir.

d) Dördüncü versiyonu

Dördüncü versiyon Krugman (2001)’de yer almaktadır ve “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) aktif piyasası çöküşünü hikâye etmektedir. Ancak Krugman tarafından “dördüncü nesil kriz teorisi” adıyla, üçüncü nesil kriz teorisi kuşağından sonra “yeni nesil bir kriz teorisi yaklaşımı” olarak tasavvur ve teklif edilmiştir. Modelde anahtar kavram reel sektör firmalarının ödünç piyasalarından borçlanır (tahvil ihraç ederler) iken borca karşılık gösterebilecekleri “maddi teminat değerleri” (q), anahtar unsur “maddi teminat değerlerindeki (q) düşme”dir. Firmanın maddi teminat değerlerindeki (q) düşme onun “yatırım kapasitesini”, ödünç bulabilme kapasitesi üzerinden, azaltmaktadır. Bu, firmanın sözkonusu dönem yatırım ve üretimini, gelecek dönem üretimini düşürmekte, dolayısıyla gelecek dönem blançosunu kötüleştirmekte; gelecek dönem blançosunun kötüleşmesi ise gelecek dönem sonu için firmanın tekrar maddî teminat değerlerini (q) azaltmaktadır. Bu da firmanın bir sonraki dönem için borçlanma ve yatırım kapasitesini de azaltmaktadır. Sonuçta bir sonraki dönem için de firmanın yatırımları ve üretimi düşmekte, blançosu kötüleşmektedir. Burada blanço kötüleşmesi, maddî teminat değerlerinin azalması, borçlanma ve yatırım kapasitesinin düşmesi, yatırım ve üretimin düşmesi arasında “dönemler arası sarmallar ve geribesleme mekanizmaları” oluşmaktadır.

Anahtar unsurun firmanın maddî teminatları değerinde (q) azalma olduğu, aktif piyasası çöküşünün konu alındığı doğrudur. Fakat anahtar unsur olan “firmanın maddi teminat değerleri”nin düşmesi (q de azalma), modelde, temel olarak “firma blançosundaki kötüleşmeden” ileri gelmektedir. Bu münasebetle modelde tasavvur olunan kriz hikâyesinin kalbinde yine “firma blançosunun kötüleşmesi” vardır. Bu gerekçeyle ki bu teoriyi “blanço kötüleşmesi” yaklaşımının bir türü kabul etmek ve dolayısıyla da üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı çerçevesinde görmek yanlış değildir.

Blanço kötüleşmesi yaklaşımının bu versiyonu Krugman (2001) tarafından inşa edilmiştir.

D- “İkiz kriz” teorisi yaklaşımı

İkiz kriz teorisi yaklaşımının, aşağıdaki gibi, 2 tipi vardır. Bununla beraber “ikiz kriz” kavramından literatürde öncelikle ilki akla gelmektedir. Üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı çerçevesinde, ikiz kriz teorisi türlerinden yalnızca ilkinin kabul edilmesi daha doğru görünmektedir. Bununla beraber ikinci ikiz kriz türü teorisinin üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına dahil edilip edilemeyeceği açık olmayıp tartışılması gereken bir konudur.

a) İkiz para ve bankacılık krizi yaklaşımı

İkiz para ve bankacılık krizi üzerine en önemli ve öncü çalışmaları Kaminsky ve Reinhart (birlikte) yapmışlardır.

b) İkiz para ve borç krizi yaklaşımı

İkiz para ve kamu dış borç borç krizi üzerine en önemli ve öncü çalışmaları Herz ve Tong; Bauer, Herz, ve Karb ve Dreher, Herz, ve Karb yapmışlardır.

E- SS kriz teorisi yaklaşımı

SS krizi teorisi alanında en önemli ve öncü çalışmalar Calvo tarafından yapılmıştır.

F- Asimetrik bilgi yaklaşımı

“Asimetrik bilgi” teorisi aslında “ahlakî tehlike” yaklaşımı ile ortak temellere sahiptir. Bu münasebetle “asimetrik bilgi” teorisi ve “ahlakî tehlike” yaklaşımı aynı eksene oturmaktadır. Bu gerekçeyle “asimetrik bilgi” teorisi “üçüncü nesil kriz teorisi” çerçevesinde kabul edilebilir. Bununla beraber ahlakî tehlike yaklaşımından kimi farklılıkları dikkate alınarak “asimetrik bilgi” teorisinin üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına “eşdeğer ve ondan ayrı” bir yaklaşım olarak görülebilmesi de mümkündür. Çalışmamızda da bu istikamette hareket edilerek “asimetrik bilgi” görüşü, üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına eşdeğer ve ondan ayrı bir alt bölüm halinde ele alınmıştır.

“Asimetrik bilgi” yaklaşımını Frederic Mishkin inşa etmiş ve en kuvvetli şekilde savunmuştur. Mishkin bu görüşünün temellerinin yer aldığı çalışmaları 1990’lı yıllarda ve 1997/8 Asya krizi öncesinde yapmıştır. Fakat “asimetrik bilgi” görüşünü 1997/8 Asya krizi sonrasındaki çalışmalarında da kuvvetli şekilde savunmaya devam etmiştir. Mishkin 1990’lardan itibaren EM ülkelerinde görülen finansal kriz tecrübelerinin ve özel olarak da Meksika 1994-5 ve 1997/8 Asya krizlerinin “asimetrik bilgi yaklaşımı” perspektifinden açıklanabileceğini ileri sürmektedir. Nitekim Meksika (1994/5) krizini ve 1997/8 Asya krizinde Kore tecrübelerini açıklamak üzere 2 makale kaleme almıştır. Mishkin ayrıca asimetrik bilgi görüşünün yalnız EM ülkelerinde değil gelişmiş ülkelerdeki kimi finansal kriz tecrübelerini de açıklayabileceğini kaydetmektedir.

Üçüncü nesil kriz teorilerinin gruplandırılması derli-toplu olarak müteakip sayfada bir şema halinde gösterilmiştir:

Şema 3.1: Üçüncü Nesil Kriz Teorilerinin Gruplandırılması

(A) (*) Ahlakî Tehlike Yaklaşımı (Moral Hazard)	(B) (*) Uluslararası Finansal Kırılganlık Yaklaşımı (international financial fragility /vulnerability)	(C) (***) Blanço Kötüleşmesi Yaklaşımı (balance sheets effects)	(D) İkiz Kriz Teorisi Yaklaşımı (twine crises)	(E) SS Kriz Teorisi Yaklaşım	(F) Asimetrik Bilgi Yaklaşımı (****)
	a) Uluslararası illikidite / beklentiler yaklaşımı b) “Kendiliğinden vaki” (self- fulfilling bankacılık paniği (tehaccümü) teorisi c) Uluslararası finansal panik yaklaşımı	a) İlk versiyonu b) İkinci versiyonu d) Üçüncü versiyonu e) Dördüncü versiyonu (***)	a) İkiz para ve bankacılık krizi teorisi b) İkiz para ve kamu dış borç krizi teorisi (**)		

Notlar:

- (*) Krugman (2001)’e göre üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı 3 ana gruba ayrılır: A- Ahlakî tehlike, B- Uluslararası finansal kırılganlık ve C- Blanço kötüleşmesi yaklaşımları (s.7-8). Bununla beraber üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına ikiz kriz teorisi, SS krizi teorisi ve Asimetrik bilgi teorisi de dahil edilebilir.
- (**) İkiz kriz denildiğinde literatürde ilk anda ve yaygın olarak akla gelen ikiz para ve bankacılık krizidir. İkiz krizin ikinci tipi olan ikiz para ve borç krizi kavramı literatüre hem gecikmeli olarak girmiş, hem de sözkonusu olan bu tip ikiz kriz fenomeni literatürde nadiren ele alınmıştır. Bu münasebetle ikiz krizin ilk tipini üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına dahil etmek ancak ikinci tipini ise üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı haricinde kabul etmek de mümkündür.
- (***) Krugman (2001)’de yer almış ve “dördüncü nesil kriz teorisi” olarak tasavvur ve teklif edilmiştir. Bununla beraber temel olarak “blanço kötüleşmesi” yaklaşımına dayanmaktadır ve bu yüzden 3. nesil kriz teorileri yaklaşımı alanına girmektedir.
- (****)Asimetrik bilgi yaklaşımı ahlakî tehlike yaklaşımı eksenine oturmaktadır. Bununla beraber Asimetrik Bilgi teorisi, üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı dışında, ayrı bir alt bölüm olarak da kabul edilebilir.

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

3. Üçüncü nesil kriz teorilerinin ana özellikleri

Üçüncü nesil kriz teorileri homojen değildir. Bununla beraber bu teorilerin bazı ortak temel özelliklere sahip oldukları ileri sürülebilir. Üçüncü nesil kriz teorilerinin ana karakterleri olarak şunlar sıralanabilir:

Krizin vuku bulup bulmaması bakımından makro ve mikro ekonomik temeller de önemlidir, ancak yalnız başlarına değil. Makroekonomik temeller krizin vukû bulup bulmayacağı hususunda ön şart olarak önemli rol oynarlar. Fakat makroekonomik temellerin sağlamlık-zayıflık durumu krizin meydana gelip gelmeyeceği hususunda âkıbeti yalnız başına tayin edemez. Krizin meydana gelmesi hususunda makroekonomik temeller ön şart durumunda ve ikinci planda kalırlar.^(*)

Krizin meydana gelmesinde “beklentiler” kritik ve temel rolü oynar. Krizin vuku bulup bulmayacağı beklentilerin karakterine yani iyimser mi kötümser mi olduğuna bağlıdır. Kriz; vukû kaçınılmaz ve zorunlu bir fenomen değildir, vukû bulabileceği gibi vukû bulmayabilir de. Yani krizin vukû bulması da mümkündür bulmaması da. Beklentiler kritik bir rol oynayıp krizin meydana gelip gelmeyeceği hususunda âkıbeti belirleyici olduğu içindir ki “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) krizlerin^(**) meydana gelmesi mümkündür. Bu çerçevede 1997/8 Asya krizi “kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) karakterdedir. Beklentiler yalnızca krizin vukû bulması bakımından değil, şiddeti bakımından da önemli rol oynar.

Üçüncü nesil kriz teorileri, Diamond ve Dybvig (1983)’te yer alan “kendiliğinden vuku bulan (self-fulfilling) bankacılık paniği” modelinden kuvvetli şekilde etkilenmişlerdir. Bir diğer ifadeyle üçüncü nesil kriz teorileri nokta-i nazarından Diamond ve Dybvig

(*) Blanço yaklaşımı ile 1. ve 2. nesil para krizi teorileri arasında temel farklılık olmakla beraber bazı önemli paralellikler, ortak noktalar da vardır. İlk olarak blanço yaklaşımı da, biraz farklısını olmakla beraber yine para krizlerini konu almaktadır. İkinci olarak blanço yaklaşımında her şeye rağmen makro ve mikro ekonomik temellerin önemi üzerinde de durulmaktadır. Buna karşılık blanço yaklaşımında da (özellikle ilk 3 versiyonu itibarıyla), krizin vukû bulmasında finansal sektör ihmal edilmektedir. Bu münasebetle sözkonusu 3 husus açısından blanço yaklaşımının 1. ve 2. nesil para krizi teorileri ekseninde yer aldığı düşünülebilir.

Fakat üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımında yer alan ahlakî tehlike, uluslararası illikidite, uluslararası finansal panik yaklaşımları ise finansal sektör üzerine odaklanmaktadır. Bunlar bir bakıma finansal kriz tasavvurlarının merkezine “bankacılık krizleri”ni koymaktadırlar. Bu yaklaşımlar, dar anlamda, bankacılık krizlerini konu alıp açıklamaya çalışmaktadırlar. Ancak bu yaklaşımlara konu olan bankacılık krizleri uluslararası bankacılık krizleridir. Yani bu yaklaşımlarda konu alınan bankacılık krizleri/panikleri; açık ekonomi, tam uluslararası sermaye hareketliliği, hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübesi, büyük miktarda uluslararası finansal sermaye hareketlerinin varlığı altında meydana gelen bankacılık panikleridir. Bu yaklaşımın, bir ölçüde de olsa Diamond ve Dybvig (1983) modeli eksenine yerleştirilebilmesi mümkündür.

(**) “self-fulfilling kriz”den ahlakî tehlike, uluslararası illikidite, uluslararası finansal panik yaklaşımlarında self-fulfilling bankacılık krizlerinin vuku bulması kastedilmektedir. “Self-fulfilling kriz”in vukû bulmasından, blanço yaklaşımında kast edilen ise ilk üç versiyonunda “self-fulfilling para krizi”nin meydana gelmesi, fakat dördüncü versiyonunda da “self-fulfilling finansal aktif piyasası çöküşü”nün vukû bulmasıdır. Ahlakî tehlike, uluslararası illikidite, uluslararası finansal panik yaklaşımlarının self-fulfilling bankacılık krizlerinin vukûunu mümkün görüp hikâye etmesi ve açıklamaya çalışması Diamond ve Dybvig (1983)’te yer alan self-fulfilling bankacılık paniği teorisinden mülhemdir. Diğer taraftan blanço yaklaşımının ilk üç versiyonunda self-fulfilling para krizlerinin vukû bulmasını mümkün görüp tasavvur ederek açıklamaya çalışması ikinci nesil para krizi teorilerinden mülhemdir.

(1983)'teki “kendiliğinden vuku bulan bankacılık paniği” modeli çok kuvvetli bir ilham kaynağı olmuştur. Üçüncü nesil teorilerde finansal krizin “kendiliğinden vaki” karakterde olması ve bir “panik” unsurunu içermesi bundan ileri gelmektedir.

Üçüncü nesil kriz teorileri için ikinci nesil para krizi teorilerinin teorik zemini de büyük bir ilham kaynağı olmuştur. Beklentilerin krizin vukû bulup bulmayacağı açısından anahtar ve belirleyici bir rol oynaması, üçüncü nesil teorilerin ikinci nesil para krizi teorilerinden miras olarak devraldığı bir karakterdir.

Krizin “kendiliğinden vuku bulucu” olması, tahmin edilememesi, ekonomide çoklu makro dengenin varlığı, kriz fenomeninin kaçınılmaz olmaması görüşlerini üçüncü nesil kriz teorileri yine bir taraftan Diamond ve Dybvig (1983)'ten bir taraftan da Obstfeld (1994,1995) ve ikinci nesil para krizi literatüründen devralmışlardır.

Üçüncü nesil kriz teorilerine göre, ekonomide, tıpkı ikinci nesil para krizi teorilerinde olduğu gibi “çoklu makro denge” vardır. Bu, beklentilerin krizin meydana gelmesinde anahtar bir rol oynamasından ileri gelir.

Üçüncü nesil kriz teorilerine göre Asya krizi bir “panik” unsurunu içermektedir. Bununla beraber panik unsurunu Asya krizi fenomeninin içerdiği hususunda blanço kötüleşmesi yaklaşımının görüşü açık değildir. Bu münasebetle sözkonusu hususta “blanço kötüleşmesi” yaklaşımı hariçte kabul edilebilir.

Üçüncü nesil kriz teorilerine göre krizin vukû bulması ve şiddetlenmesi hususunda çok kuvvetli, muhtelif etkileşim ve geribesleme mekanizmaları, devir dâim halinde işleyen bağlantılar vardır. Bu çerçevede para/BOP çöküşü ve bankacılık sektörü problemleri arasında da kuvvetli etkileşim, geribesleme mekanizmaları ve illiyet zincirleri vardır. Bu münasebetle finansal krizlerin hem ülkeler hem de kriz türleri arasında “bulaşılık” etkisi (contagion effect) çok kuvvetlidir. Dolayısıyla üçüncü nesil kriz yaklaşımında finansal krizin uluslararası karakteri(*) öne çıkmaktadır.

Üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımları kriz tasavvur ederken tek değil, iki veya üç dönemli bir süreç düşünmektedirler.

Açıklamayı hedefledikleri ve odaklandıkları konuyu seçerken üçüncü nesil kriz teorilerinin kimisi para krizlerini kimisi bankacılık krizlerini merkez almaktadır. Bununla beraber üçüncü nesil kriz teorilerinde Asya krizinin ne pür bir para krizi ne de pür bir bankacılık krizi olmadığı vurgulanmaktadır. Bu sebeple Asya krizini açıklamayı hedefleyen bir teorinin hem para çöküşü problemlerini hem de bankacılık sektörü problemlerini sentez ederek açıklaması gerektiği ifade edilmektedir.

(*) krizin birden fazla ülkede meydana gelmesi yani ülkeler arasında yayılcı karakteri

Üçüncü nesil kriz teorisi literatürüne göre Asya krizini 1. ve 2. nesil para krizi teorileri açıklayamamaktadır. Asya krizi hiç kimse ve hiçbir kuruluş, analizci, araştırmacı, piyasa katılımcısı,...vb. tarafından krizin hemen arafesi yılda bile tahmin edilememiştir. Dolayısıyla bölgede bir krizin vukû bulacağını, hem de o denli şiddetli olacağını krizin arafesinde bile kimse beklememiştir.

Asya krizinde uluslararası piyasalar aşırı bir reaksiyon göstermişler, suçluyu suçunun gerektirdiğinden daha ağır cezalandırmışlardır.²⁰³ Ayrıca üçüncü nesil kriz teorilerinden kimilerine göre, uluslararası finansal piyasaların “kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) panik üretme kabiliyetleri 1990’lardan itibaren gittikçe kuvvetlenmiştir.

Üçüncü nesil kriz teorilerinden kimi reel sektör kimi de özellikle bankacılık sektöre olmak üzere finansal sektör üzerine odaklanır. Reel sektör üzerine odaklananlar “blanço kötüleşmesi” yaklaşımı teorileridir ve bunlarda reel sektör firmalarının döviz cinsinden borçluluğu öne çıkmaktadır. Finansal sektöre odaklananlar ana aktör olarak yurtiçi finansal araçları kabul ederler. Bunlarda finansal aracı kuruluşların aktif ve pasifleri arasında yalnızca vade yapısı itibarıyla değil aynı zamanda para birimi itibarıyla de tutarsızlık olduğu öne çıkmaktadır.

Reel sektör firmalarına odaklanan teoriler için reel sektörde firmaların döviz cinsinden borçlulukları, finansal sektöre odaklanan teoriler için finansal firmaların döviz cinsinden kısa vadeli borçlulukları yani ekonomide “dolarizasyon”^(*) son derece önemli olup temel rol oynar.

Üçüncü nesil kriz teorisi yaklaşımına göre krize giden yolun kalbi etkin bir finansal murakabe sistemi bulunmadığı halde hızlı bir finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci tecrübe edilmesidir. Ayrıca hem krize giden yol, vukû bulduktan sonra hem de krizin şiddetlenmesi bakımından “uluslararası finansal sermaye akımları” son derece önemlidir.

Üçüncü nesil kriz teorilerine göre finansal kriz sabit kur sistemi altında vukû bulabileceği gibi serbest kur sistemi altında da vukû bulabilir.²⁰⁴ Bununla beraber sabit kur sisteminin varlığı krize giden yola serbest kur sistemine nazaran daha fazla yardımcı olur.

Üçüncü nesil kriz teorilerine göre kriz yönetimi hususunda bir uluslararası son ödünç verici merciin varlığı ve bu merciin son ödünç verici merci rolünü oynaması bakımından haklı, oldukça kuvvetli bir gerekçe vardır. Bu, krizin “kendiliğinden vaki” ve uluslararası karakterde olmasından, uluslararası kreditor paniği içermesinden ileri gelir.

²⁰³ Chang ve Velasco (1998c), s. 3.

^(*) dolar cinsinden yükümlülüklerinin fazlalığı

²⁰⁴ Krugman (1999), Aghion, Bachetta, ve Banerjee (2000), s. 27.

B. “AHLAKİ TEHLİKE” PROBLEMLERİ GÖRÜŞÜ

“Ahlakî tehlike problemleri” görüşüne göre krizin vuku bulmasında temel rolü özellikle finansal sektörde olmak üzere “ahlakî tehlike problemlerinin varlığı” oynamıştır. Krizin vukû bulmasında temel sebep, bu görüşe göre ahlakî tehlike problemleridir. Bir diğer açıdan Asya krizinin meydana gelmesinin temel sebebi finansal sistemin ana misyonunu ifâ edemeyişi, finansal fonları ekonomide reel sektör yatırımları arasında “etkin” tahsis edememesidir. Bu açıdan Asya krizinin meydana gelmesinde kilit oyuncular “yurtiçi finansal aracı kuruluşlar”dır.^(*)

Finansal sistem ekonomide finansal fonlar/kaynaklar ile yatırımlar arasında ve finansal fon sahipleriyle reel sektörden yatırımcılar arasında “köprü” durumundadır. Benzer şekilde yurtiçi finansal aracı kuruluşlar finansal sistemin önemli bir unsuru olarak yabancı finansal fonlar ve fon sahipleri ile ülke ekonomisinde reel sektör yatırımları ve yatırımcılar arasında “köprü” durumundadırlar. Asya krizinde gerek yurtiçi finansal araçlar ve gerekse bir bütün olarak finansal sistem sözkonusu “köprülük” misyonunu “etkin” şekilde yerine getirememiş, bu da reel sektörde aşırı riskli yatırımlarda büyük bir artışa (şişkinleşmeye) ve sonunda da (patlamaya) krize götürmüştür. Ayrıca Asya krizinde finansal sistemin “köprülük” vazifesini “etkin” şekilde yerine getirememesi; hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon^(**) süreci ve büyük miktarda uluslararası kısa vadeli finansal sermaye girişi altında, aktif piyasalarında bir şişkinleşmeye götürmektir. Finansal sistem “etkin” işlemediğinde kendisine intikal eden fonları israf etmektedir. Asya krizinde de hem kriz ekonomilerinin finansal sistemleri büyük miktarda yabancı finansal fon cezbedebilmişler ve hem de bu finansal sistemler “etkin” işlemedikleri içindir ki, sözkonusu kısa vadeli yabancı fonları kısaca israf etmişlerdir. Bu süreç, en sonunda Asya krizine götürmüştür. Bir diğer ifadeyle önce aktif piyasalarındaki şişkinlik ve sonra reel sektör yatırımları alanındaki şişkinlik patlamıştır.

Asya krizinin vukû bulmasıyla ilgili olarak finansal sistemin “etkin” işlememesinin odağında genel olarak “risk yönetimi prensiplerinin ihlâl edilmesi” yer almaktadır.²⁰⁵ Risk yönetimi prensipleri hem yabancı ödünç sahiplerince yurtiçi finansal araçlara ve hem de yurtiçi finansal araçlarca reel sektör yatırımlarına ödünç verilirken ihlâl edilmiştir. Risk yönetimi prensipleri ayrıca reel sektörde yatırımcılarca yatırımlar kararlaştırılıp gerçekleştirilirken de çiğnenmiştir. “Ahlaki tehlike” görüşüne göre “risk yönetimi

(*) Ahlakî tehlike problemlerinin varlığının finansal sektör problemlerini nasıl artırdığı, finansal sistemi ve ekonomik temelleri mikro açıdan zayıflatarak nasıl çarpıklaştırdığı, “aşırı borçlanma” sendromu Asya krizinden daha önce örneğin McKinnon ve Pill (1996)’da ele alınmıştır.

(**) zayıf ve yetersiz düzenleme, gevşek sermaye ve rezerv yeterlilik prensiplerinin getirilmesi, faiz oranlarının sebest bırakılması, finansal sektöre girişin serbestleştirilmesi ve gevşetilmesi, etkin bir finansal murakabe sisteminin yokluğu

²⁰⁵ Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c).

premsipleri”nin bu denli çiğnenmiş olması temelde Asya krizinde “ahlaki tehlike problemleri”nin varlığından ileri gelmiştir.

Finansal sistemin “etkin” işlememesi; hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon, etkin bir finansal murakabe sisteminin yokluğu, büyük miktarda uluslararası finansal sermaye girişi altında hem başta finansal araçlar olmak üzere finansal firmaları ve bir bütün olarak finansal sistemi hem de reel sektör firmalarını ve reel sektörü mikro ekonomik yapı itibarıyla çarpıklaştırmaktadır. “Ahlakî tehlike” görüşüne göre finansal sistemin etkin işlememesi Asya krizinde özellikle mikroekonomik temelleri kötüleştirmiştir. Uluslararası finansal sermaye girişinin ülkede ekonomik refahı görünüşte değil gerçekten de artırabilmesi bakımından finansal sistemin kendisine intikal eden finansal kaynakları çarçur etmeyip “etkin” işlemesi hayati, vazgeçilmez bir şarttır. Finansal sistem etkin işemediği için ahlakî tehlike görüşüne göre Asya krizi ülkelerine uluslararası finansal sermaye girişi ekonomik refahı kriz öncesi dönemde zâhiren artırmış görünse de gerçekte artırmamıştır.

Ahlakî tehlike görüşüne göre Asya krizi öncesi dönemde makro ve mikro ekonomik temeller itibarıyla en azından göstergelerde müşahade edilen sağlamlık gerçek değil, “görünüş”ten ve aldatmacadan ibarettir. Zahiren gözlemlenen makroekonomik sağlamlığın arka planında özellikle finansal sektörde olmak üzere mikro ekonomik zayıflıklar yer almaktadır. Mikro ve makroekonomik zayıflık kriz öncesi dönemde kriz ekonomilerinde mevduat garantisi ve kefalet sisteminin varlığı sayesinde perdelenmiştir.²⁰⁶ Krizin vukû bulması bir bakıma sözkonusu perdenin ortadan kalkıp gerçekte mevcut olan mikro ve makroekonomik çürümenin şiddetli şekilde ve ansızın açığa çıkmasından ibarettir. Bir diğer ifadeyle görünüşte var görünen makroekonomik sağlamlık gerçek olmayıp varlığını temelde mevduat garantisi, kefalet sistemi, döviz cinsinden kısa vadeli uluslararası finansal fon girişine borçludur. Ne var ki finansal fonlar ahlakî tehlike problemlerinin varlığı sebebiyle etkin kullanılmamıştır.

Ahlakî tehlike görüşüne göre Asya krizinde temel sebep ahlakî tehlike problemlerinin varlığıdır. Asıl suçlu finansal sektör ve başaktörler finansal firmalar arasında özellikle finansal aracı kuruluşlardır. Ahlakî tehlike problemlerinin varlığına götüren ana unsurlar ise mevduat garantisi ve kefalet (bail out) sisteminin varlığıdır.²⁰⁷ Bununla beraber Asya krizinin meydana gelmesinde gerek hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci ve etkin bir murakabe sisteminin yokluğu gerekse ülkeye kısa vadeli döviz cinsinden uluslararası finansal sermaye girişi de temel bir rol oynamıştır. Bir bakıma finansal liberalizasyon-deregülasyon, etkin bir murakabe sisteminin yokluğu, uluslararası finansal sermaye girişi kriz zeminini

²⁰⁶ Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c).

²⁰⁷ Krugman (1999), s. 5, Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c), s.

kuvvetlendirmiştir. Fakat uluslararası finansal sermaye girişi Asya krizinde temel sebep değil, kriz sürecinde zinciri tamamlayıcı bir halkadır.

Ahlakî tehlike görüşü perspektifinden finansal krizin vukû bulması itibarıyla ülkeye uluslararası finansal sermaye girişi şart değildir. Krizin temel sebebi ahlakî tehlike problemlerinin varlığı ve son tahlilde finansal sistemin etkin işlemeyişi olduğundan, uluslararası finansal sermaye girişi yokken de bir ülkede finansal kriz vukû bulabilir. Ancak bu durumda kuvvetle muhtemelen finansal kriz uluslararası karakterde olmaz ve para krizi ayağını içermez.

Ahlakî tehlike görüşünde “ahlakî tehlike” problemlerinin, açıkça olmasa bile, “ters seçim” problemlerini de içerdiği düşünülmektedir. Bu münasebetle “ahlakî tehlike” görüşü “asimetrik bilgi” yaklaşımıyla ana konularda ortak unsurlara sahiptir. Ancak, ahlakî tehlike görüşünde varlığı zımnen kabul edilmekle beraber ters seçim problemleri vurgulanmamaktadır.

Ahlakî tehlike görüşünde krizin meydana gelmesiyle ilgili olarak vurgulanan anahtar unsurlar başlıca şunlardır:

(i) Ahlakî tehlike problemlerinin varlığı,^(*)

(ii) Hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon, etkin bir finansal murakabe sisteminin yokluğu,

(iii) Ülkeye kısa vadeli uluslararası finansal sermaye girişi ve buna yurtiçi finansal firmaların finansal aracılıkta bulunması,^(**)

(iv) Başta finansal araçlar olmak üzere finansal firmaların ve bir bütün olarak finansal sistemin bir taraftan döviz cinsinden ve kısa vadeli olarak aşırı dış borçlanması, diğer taraftan da ulusal para cinsinden aşırı ödünç vermesi^(***) (aşırı borçlanma sendromu ve aşırı ödünç verme),

(v) Reel sektör firmalarının bir taraftan aşırı borçlanması ve diğer taraftan aşırı riskli yatırımlar gerçekleştirmesi^(****) (aşırı borçlanma ve aşırı yatırım).

Ahlakî tehlike görüşüne göre, hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon ve uluslararası finansal sermaye girişi altında ahlakî tehlike problemlerinin varlığı özellikle finansal araçlar olmak üzere finansal sistemi ve bir bütün olarak ülke ekonomisini kırılganlaştırarak dış şoklara, beklenmedik döviz kuru artışlarına, ülkeden uluslararası

(*) Mevduat garantisi, kefâlet sistemi ve kısmî sorumluluk prensibi geçerli olmasından kaynaklanmıştır. Özellikle finansal sektörde olmak üzere hem yurtiçi finansal ve reel sektörde hem de uluslararası ödünç verme alanında varlığı görülmüştür. Risk yönetimi prensiplerinin ihmal edilmesine götürmüştür.

(**) Sabit kur sisteminin varlığı da bu çerçevede değerlendirilebilir.

(***) çok büyük miktarda ve aşırı riskli ödünç vermesi

(****) Finansal sektörden aldığı ödünçleri çoğunlukla, beklenen getirisi yüksek ancak aşırı riskli yatırım projelerinin finansmanında kullanması

finansal sermaye çıkışına, uluslararası ödünç sahiplerinin “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) paniklerine^(*) karşı daha duyarlı ve açık hale getirmektedir.

Ahlakî tehlike görüşüne göre Asya krizinde ana kriz fenomeni finansal krizdir. Para krizi de meydana gelmiş olmakla beraber bu, finansal krizin bir parçası, talî bir unsurudur. Bu münasebetle ahlakî tehlike görüşüne göre krizin temelleri finansal sektörde aranmalıdır. Çünkü Asya krizi finansal karakterlidir.

Finansal kriz literatüründe Asya kriziyle ilgili olarak 3 hususta bir ittifak vardır.²⁰⁸

(i) Asya krizinin hem vukû bulmasını ve hem de o kadar şiddetli olmasını geleneksel para krizi teorileri izah edememektedir,

(ii) Asya krizinin vukû bulacağını hiç kimse tahmin edememiştir,

(iii) Kriz ülkelerinin kriz öncesi dönemde mikro ve makroekonomik temellerinin durumu kıstas alındığında Asya krizinde kriz ekonomileri uluslararası piyasalar tarafından çok aşırı derecede cezalandırılmışlar; sözkonusu ekonomiler hak ettiklerinin çok ötesinde şiddetli bir krizle karşılaşmışlardır. Krizin yol açtığı kayıp kriz ekonomilerinin hak ettiğiinden çok daha büyük olmuştur.

Ahlakî tehlike görüşüne göre Asya krizi, mevduat garantisi ve kefalet sisteminin sürdürüleceğine dair uluslararası ödünç sahipleri güvenlerini kaybettiklerinde uluslararası kreditor paniği şeklinde patlak vermiştir.

1. Krugman (1998a ve 1998b)’ye göre “ahlakî tehlike” görüşü

Asya krizini izah etmek üzere Krugman (1998a ve 1998b)’de “ahlakî tehlike” yaklaşımı çerçevesinde bir model geliştirilmiştir. Burada Krugman (1998b)’de Asya krizini açıklamak üzere geliştirilen “ahlakî tehlike” görüşü ele alınacaktır.

Krugman (1998b)’de Asya krizinde meydana gelen hadiseleri tasvir için şöyle bir hikaye tasavvur ve teklif edilmektedir:²⁰⁹

“Problem finansal araçlarla başlamıştır. Finansal araçların yükümlülükleri (mevduatları) zımnen hükûmet garantisine sahiptir. Fakat finansal araçlar temel olarak düzenlenmemiş olup etkin bir murakabeye tâbi değildirler. Bu yüzden finansal araçlar şiddetli “ahlakî tehlike” problemlerine sahiptir.

Ülkeye büyük miktarda uluslararası, kısa vadeli finansal sermaye girmektedir. Uluslararası finansal sermayenin girişinde yabancı ödünç sahipleri ile reel sektör yatırımcıları

(*) uluslararası finansal yatırımcıların self-fulfilling güven kayıplarına ve beklentilerde âni kötüleşmeye

²⁰⁸ Örneğin; Krugman (1998b, 1999, 2000, 2001), Chang ve Velasco (1998abc, 1999), Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c), Radelet ve Sachs (1998a,b).

²⁰⁹ Krugman (1998b), s. 3.

arasında yurtiçi finansal aracilar(*) finansal aracılık rolünü oynamaktadırlar. Finansal aracilar döviz cinsinden, kısa vadeli ve yabancı faiz haddi üzerinden uluslararası ödünç sahiplerine borçlanmakta, kur riskini üzerlerine almakta, topladıkları ödünçleri ulusal paraya çevirip ya reel sektör firmalarına ulusal para cinsinden kredi olarak vermekte ya da bono ve hisse senedi piyasalarında değerlendirmektedirler.

Finansal aracilar reel sektör firmalarına aşırı riskli krediler vermişlerdir. Bu, enflasyon meydana getirmiştir fakat mal fiyatlarında değil, aktif fiyatlarında. Böylece aktif piyasalarında aktiflerle ilgili aşırı fiyatlama (aktif fiyatlarında “şişkinlik”) oluşmuştur.

Aktif piyasalarında fiyat şişkinliği reel sektörde aşırı yatırıma yani aşırı riskli yatırımlarda, ahlakî tehlike problemlerinin reel sektörde de varlığı altında, büyük bir genişlemeye götürmüştür. Bir diğer ifadeyle aktif piyasalarında finansal fon bolluğu ve fiyatlarda şişkinleşme reel sektörde de yatırımlarda şişkinleşmeye ve sahte yatırım cennetine götürmüştür.

Sonunda kaçınılmaz olarak şişkinlik (boom) patlamıştır (burst).

Teklif edilen kriz mekanizmasına göre aynı dairesel sürecin ters yönde de işlemesi gerekir:

Aktif fiyatlarında düşüş finansal araciların borçlarını ödeyebilme gücünden ekonomik-finansal açıdan mahrum (insolvent) olduğunu gözle görülebilir kılar. Bu, onları faaliyetlerini durdurmaya zorlar, bu da bu defa aktif fiyatlarında deflasyona götürür. Bu dairesellik Krugman (1998b)’ye göre Asya kriziyle ilgili 2 hususu izah edebilmektedir.²¹⁰ (i) Asya krizi niçin olağanüstü derecede şiddetli olmuştur? (ii) Asya ekonomileri kriz öncesi süreçte “kendiliğinden vuku bulan” finansal krize niçin âşîkar şekilde açık ve duyarlı hale gelmiştir? Bu iki husus ayrıca krizin uluslararası bulaşıcılığını anlamaya da yardım eder.”

Krugman (1998b)’ye göre yukarıda tasvir edilen hikaye Asya krizine tam olmasa da önemli ölçüde uygun düşmektedir.²¹¹

Finansal aracı niçin aşırı risk üstlenmekte yani aşırı riskli yatırımların finansesinde kullanılmak üzere ödünç vermekte ya da aşırı riskli aktif kâğıtlarına yatırım yapmaktadır? Çünkü düşük riskli olanlara göre yüksek riskli finansal yatırımların beklenen getirisi daha yüksektir. İşler rayında gider ve âkıbet iyi olursa finansal aracı daha aşırı bir kâr elde edecektir. İşler aksine yolunda gitmez ve âkıbet kötü olursa da finansal aracı bir şey kaybetmeyecektir.²¹² Finansal aracı bir bakıma oyunu kazanırsa fahiş kâr elde edeceği, oyunu kaybettiğinde ise mevduat garantisi sebebiyle hiçbir maddî zarara uğramayacağı bir kumar

(*) başta bankalar, banka benzeri kuruluşlar olmak üzere finansal firmalar

²¹⁰ Krugman (1998b), s. 3.

²¹¹ Krugman (1998b), s. 3.

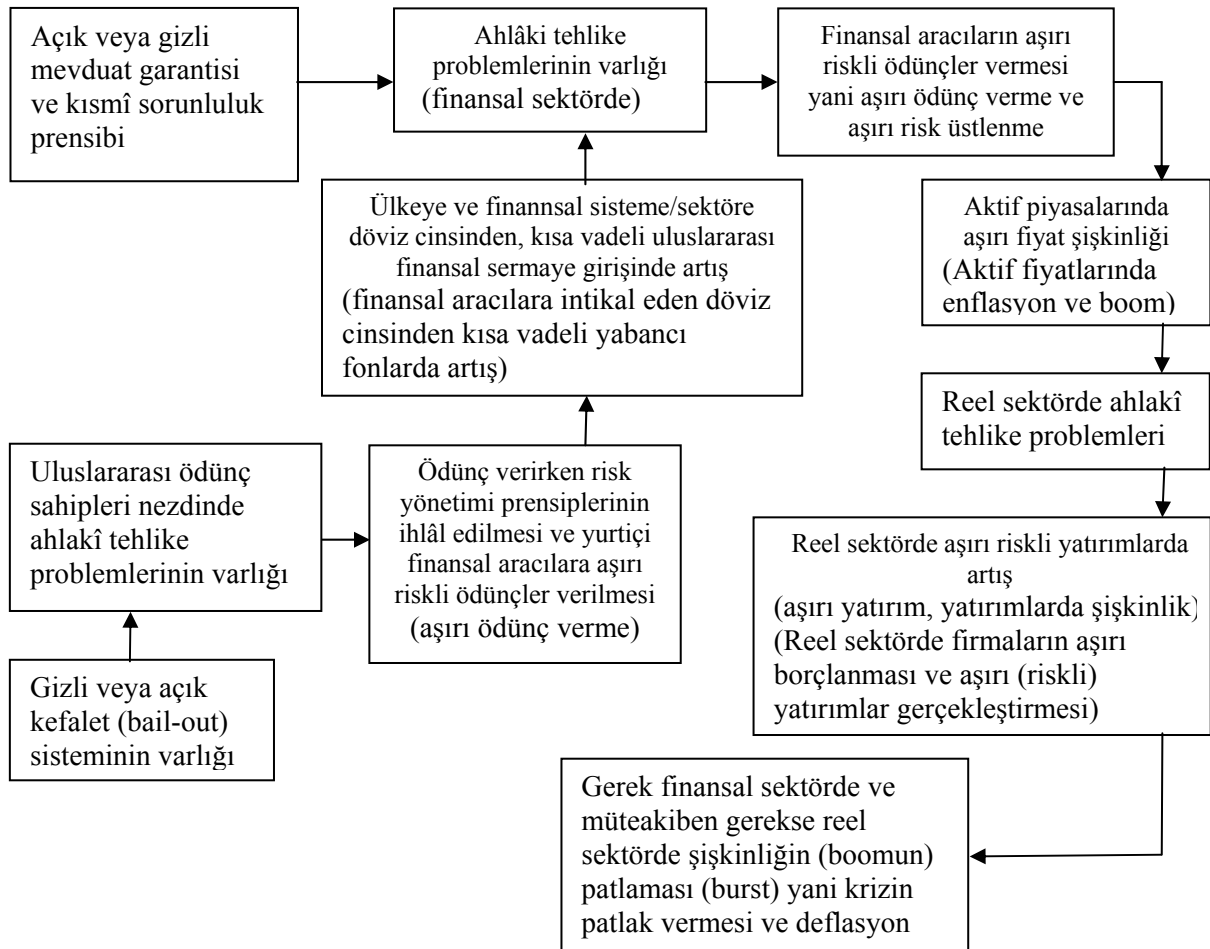
²¹² Krugman (1998b), s. 4.

oynamaktadır. Bu münasebetle finansal aracı aşırı riskli ödünçler vermeyi rasyonel bulmaktadır. Bu noktada aslında “asil-vekil” problemi de rol oynamaktadır. Diğer taraftan finansal aracının kredilerinin riskliliği artmakta ve aktif kalitesi düşmektedir. Finansal aracının aşırı riskli ödünçler vermesinde borcunu ödemeye niyetli ve borcuna sadık olması bakımından daha en başta^(*) kötü niyetli olması yani ahlakî tehlike problemlerinin varlığı temel rol oynamaktadır.

Reel sektörde yatırımcılar niçin aşırı riskli yatırım projelerini gerçekleştirmeye teşebbüs etmektedir? Yine bir taraftan aşırı riskli yatırımların beklenen getirisi daha yüksek olduğu ve diğer taraftan da daha ödücünü alırken borcunu geri ödemeye niyetli ve ona sadakat hususunda kötü niyetli olması yani ahlakî tehlike problemlerinin varlığı sebebiyledir.

Krugman (1998b)'ye göre Asya krizinde temel aktörler yurtiçi finansal araçlardır. Temel sebep ahlakî tehlike problemlerinin varlığıdır.²¹³ Krizin meydana gelme mekanizmasında illiyet zinciri kabaca aşağıdaki gibidir:

Şema 3.2 : Krugman (1998b)'ye göre krizin meydana gelme mekanizması ve illiyet zinciri



Kaynak: Krugman (1998b)'den hareket edilerek hazırlanmıştır.

(*) fonları ödünç alırken

²¹³ Krugman (1998b), s. 2-3.

2. Corsetti, Roubini, ve Pessenti (1998a,b,c)'ye göre “ahlakî tehlike”

problemleri yaklaşımı

Asya krizini açıklayabilmek için “ahlakî tehlike” yaklaşımı üzerine Corsetti, Roubini ve Pessenti birlikte 3 çalışma yapmışlardır. İlk 2 çalışma bir çalışmanın 2 kısmı durumundadır (Kısım I ve Kısım II şeklinde). Bu 3 çalışmada varılan sonuç Asya krizinin “ahlakî tehlike” yaklaşımı çerçevesinde izah edilebileceği ve kriz öncesi dönemde kriz ekonomileriyle ilgili olarak “Asya kaplanları”nın gerçek değil, birer “kâğıt kaplan”dan ibaret olduğudur. Çünkü makroekonomik temeller bakımından kriz ekonomileri kriz öncesi dönemde her ne kadar sağlam görünseler ve literatürde “Asya mucizesi”nden (Asian miracle) söz edilmekte olsa da bunlar gerçek olmaktan ziyade görünüşten ibarettir.²¹⁴ Makroekonomik temeller bakımından görünüşteki sağlamlığın yani sözde Asya kaplanlarının geri planında özellikle finansal sektörde olmak üzere hem finansal hem reel sektörde mikro ekonomik zayıflık ve çarpıklıklar yatmaktadır. Şiddetli derecede ahlakî tehlike problemlerinin varlığı özellikle finansal sektörde olmak üzere hem finansal hem de reel sektörde mikroekonomik temelleri çarpıklaştırıp kötüleştirerek zayıflatmıştır. Böylece Asya krizi ülkeleri kriz öncesi dönemde finansal olarak son derece kırılğanlaşmışlar, sonuçta dış şoklara, beklenmedik döviz kuru artışlarına, “kendiliğinden vaki” paniklere karşı başta finansal sektör olmak üzere tüm ekonomi son derece açık ve duyarlı hale gelmiştir. Ne var ki sözkonusu mikro ve makro ekonomik zayıflık ve çarpık yapı “mevduat garantisi”nin ve “kefalet sistemi”nin varlığı tarafından gizlenmiştir.²¹⁵ Bu münasebetle kriz öncesi dönem Asya krizi ülkeleriyle ilgili olarak “Asya mucizesi” veya “Asya kaplanları” sahte mucizeden, kâğıt kaplandan ibarettir.

Corsetti, Roubini, ve Pessenti (1998c)'ye göre de Asya krizini hem vukû bulması hem de o derecede şiddetli olması bakımından gerek 1. nesil ve gerekse 2. nesil para krizi teorileri açıklayamamaktadır.²¹⁶ Asya krizini ilk olarak birinci nesil para krizi teorileri açıklayamaz. Çünkü Asya krizinde kriz öncesi dönem kriz ekonomilerinde makroekonomik temeller^(*) iyi idi. Bu çerçevede kriz öncesinde kriz ekonomilerinde ekonomik büyüme oranı yüksek, bütçe açığı düşük veya bazen bütçe fazlası mevcut, enflasyon düşük, yatırım ve tasarrufların GDP ye oranı yüksek, parasal genişleme yok ve ihtiyatlı para-maliye politikaları uygulanmakta, merkez bankası rezervleri azalmamakta aksine artmakta ve carî açık düşük idi. Asya krizini ikinci olarak ikinci nesil para krizi teorileri de açıklayamamaktadır. Çünkü yukarıdakilere ilaveten işsizlik oranı düşüktü ve hükümetler bakımından sabit kuru terk etmeleri için kuvvetli bir ekonomik-politik sâik yoktu.

Corsetti, Roubini, ve Pessenti (1998a,b,c)'ye göre Asya krizinin temel sebebi “ahlakî tehlike problemleri”dir.²¹⁷ Krizin vukû bulmasında ana aktörler “finansal aracı kuruluşlar”dır.

²¹⁴ Corsetti, Pessenti, ve Roubini (1998a,b,c).

²¹⁵ Corsetti, Pessenti, ve Roubini (1998c), s. 29-30.

²¹⁶ Corsetti, Pessenti, ve Roubini (1998c), s. 6-7.

(*) en azından göstergelere göre

²¹⁷ Corsetti, Pessenti, ve Roubini (1998a,b,c).

Krizin vukû bulması bakımından finansal sistem temel (anahtar) rol oynamıştır. Ahlakî tehlike problemlerinin temelinde esasen “mevduat garantisi” ve finansal firmaların dış borçlanmalarıyla ilgili olarak hükûmet ya da IMF gibi uluslararası finansal kuruluşlar tarafından açıkça veya zımnen tanınan “kefalet” sisteminin varlığı yatmaktadır.²¹⁸

Ahlakî tehlike problemlerinin varlığı 3 düzeyde sözkonusudur:²¹⁹

(i) Uluslararası kreditorler bakımından

Uluslararası ödünç vericiler ile yurtiçi finansal araçlar arasında ahlakî tehlike problemleri vardır. Uluslararası ödünç sahiplerinin yurtiçi finansal aracı kuruluşlara ödünç vermesi hususunda ahlakî tehlike problemlerinin varlığının sebebi hükûmet veya IMF gibi uluslararası finansal kuruluşlarca tanınan “kefalet” sistemidir. Sözkonusu hususta ahlakî tehlike problemlerinin varlığının sonucu ise uluslararası ödünç sahiplerinin, kefalet sistemine güvendikleri için standart risk yönetimi prensiplerini gözardı ederek yurtiçi finansal araçlara aşırı ödünç vermeleri, bir bakıma aşırı risk üstlenmeleridir.

(ii) Finansal sektörde

Yurtiçi finansal firmaların ve bu çerçevede finansal araçların reel sektöre ödünç vermesi hususunda ahlakî tehlike problemleri vardır. Finansal firmalar ve finansal araçlar ile reel sektör yatırımcıları arasında ahlakî tehlike problemlerinin varlığının sebebi hükûmet tarafından tanınan “mevduat garantisi” sistemi ve “kısmî sorumluluk prensibi”nin geçerli olmasıdır. Sözkonusu hususta ahlakî tehlike problemlerinin varlığının sonuçları ise başlıca şunlardır:

Finansal firmaların ve bu arada finansal araçların ödünç verirken risk yönetimi prensiplerini ihlâl etmeleri ve aşırı riskli ödünç vererek aşırı risk üstlenmeleri, reel sektöre aşırı ödünç vermeleri, döviz cinsinden kısa vadeli olarak aşırı borçlanmaları, kredilerinin riskliliğinin artması ve aktif kalitelerinin kötüleşmesi, geri dönmeyen kredilerde (NPL) artış, mikroekonomik-finansal yapılarının çarpıklaşması ve kırılmalıklarının artması, beklenmedik döviz kuru artışına, dış şoklara ve özellikle “kendiliğinden vaki” uluslararası kreditor paniklerine karşı daha duyarlı ve açık hale gelmesidir. Sözkonusu hususta ahlakî tehlike problemlerinin varlığının sonucu kısaca finansal sistemin işleyişinde^(*) “etkinliğin kaybolması”dır. Sözkonusu hususta ahlakî tehlike problemlerinin varlığının ekonomide bir diğer sonucu reel sektöre aşırı derecede finansal fon aktarılması yani reel sektörde finansal fon bolluğu ve şişkinleşmesidir.

(iii) Reel sektörde firmalar yatırım yaparken

Reel sektörde firmalar yatırım yaparken yani ellerindeki finansal fonları yatırım projelerine tahsis ederken ahlakî tehlike problemleri vardır. Yatırımcılar yüksek getirili fakat aşırı riskli yatırım projelerine yönelmekte, ellerindeki fonları yüksek getirili-aşırı riskli

²¹⁸ Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b), s. 2-4.

²¹⁹ Corsetti, Pesenti, ve Roubini(1998a,b), s. 2-4.

(*) özellikle finansal kaynakların tahsisinde

yatırımları gerçekleştirmek için kullanmaktadırlar. Yatırım projeleri başarılı olursa yatırımcılar yüksek kâr elde edecek ve borçlarını da geri ödeyeceklerdir. Fakat yatırım projeleri başarısız olursa getiri elde edemeyecekler ancak borçlarını da geri ödemeyecekler, dolayısıyla bir kayıpla karşılaşmayacaklardır. Bu hususta yatırımcılar çünkü hükümetin direkt finansal müdahalesine (yardımına) bel bağlamaktadırlar. Halbuki aşırı riskli yatırım projeleri düşük kalitelidir. Ancak düşük riskli yani kaliteli yatırım projelerinin beklenen getirisi de daha düşüktür.

Reel sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığının sonuçları şöyle sıralanabilir:

Firmaların aşırı borçlanması, aşırı riskli-aşırı kârlı yatırımlara yönelmesi yani aşırı risk üstlenmesi, aşırı riskli yatırımlarda artış ve aşırı yatırım (yatırım şişkinliği), yatırımların ortalama riskliliğinin artması ve ortalama kalitesinin düşmesi,^(*) yatırımların ortalama verimliliğinin düşmesi,^(**) finansal fonların yatırım projeleri arasında dağılımında “etkinliğin kaybolması”, vadesi geldiği halde firmalarca geri ödenemeyen borçlarda (NPL) artış.

Corsetti, Roubini ve Pessette tarafından yapılan sözkonusu 3 çalışmaya göre Asya krizi, unsurlar arasındaki illiyet zinciriyle birlikte şöyle hikâye edilebilir:²²⁰

Uluslararası ödünç piyasalarında ahlaki tehlike problemleri uluslararası ödünç sahiplerini yurtiçi finansal araçlara, risk yönetimi prensiplerini ihlal ederek, aşırı ödünç vermeye sevk etmektedir. Bu, ülkeye ve finansal sisteme giren^(***) döviz cinsinden kısa vadeli uluslararası finansal sermayeyi artırmaktadır.

Yurtiçi finansal sistem hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci geçirmiştir ve etkin bir murakabe sistemi yoktur. Faiz oranları serbest bırakılmış, sektöre giriş kolaylaştırılmış ve serbestleştirilmiş, sermaye ve rezerv yeterlilik standartları düşürülmüştür. Böylece düşük sermayeli ve yetersiz rezerv tutan, etkin şekilde finansal murakabeye tabi tutulmayan, finansal yapısı zayıf firmaların da sektöre girebilmeleri, aşırı risk üstlenebilmek mümkün olmuştur. Sabit kur sistemi vardır. Uluslararası ödünçlerin ülkeye girişine finansal aracılık finansal firmalar bakımından hem sabit kur sistemi hem de yüksek yurtiçi kredi faizleri sebebiyle son derece kârlıdır. Açık veya zımnen mevduat garantisi sistemi ve mal varlığıyla finansal firma sahiplerinin kısmî sorumluluğu prensibi vardır. Bu, finansal firmaları ve bu arada finansal aracı kuruluşları aşırı risk üstlenmeye yani finansal sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığına götürmektedir.

Finansal sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığı özellikle finansal aracı kuruluşları aşırı riskli ödünç vermeye götürmektedir. Böylece finansal araçlar başta olmak üzere finansal firmaların kredi riskliliği artmakta ve aktif kalitesi düşmektedir. Ayrıca finansal araçların mevduatları döviz cinsinden, kısa vadeli fakat krediler ise ulusal para cinsinden ve

(*) kaliteli yani düşük riskli yatırım projelerinin tasfiyeye uğrayıp kalitesiz (aşırı riskli) yatırımların istilâ etmesinin sonucu olarak

(**) başarısız yatırımların artmasının sonucu olarak

²²⁰ Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c).

(***) finansal araçlara intikal eden

uzun vadeli. Bu münasebetle finansal aracılara aktifleri (kredileri) ve pasifleri (mevduatları) arasında vade yapısı ve para birimi itibarıyla tutarsızlık artmaktadır. Bu, aktif kalitesinin düşmesi ve NPL artışı ile birlikte finansal aracılara ve bir bütün olarak finansal sistemin finansal yapısını çarpıklaştırmakta, mikroekonomik temellerini kötüleştirmektedir. Sonuçta finansal araçlar ve genel olarak finansal sistem, finansal kırılganlıkları artmış olduğu için, dış finansal şoklara, beklenmedik döviz kuru artışlarına, “kendiliğinden vaki” uluslararası kreditor paniklerine, ülkeye uluslararası net özel sermaye girişinde “tersine dönüş”e, ...vb. karşı son derece açık ve duyarlı hale gelmektedir. Finansal sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığı kısaca finansal sistemin, finansal kaynakları reel sektör yatırımlarına intikal ettirirken, etkinliğini kaybetmesine^(*) götürmektedir.

Finansal sektöre hem bol miktarda finansal fon intikal etmesi hem de finansal sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığı sebebiyle finansal sektör reel sektöre aşırı ödünç vermekte; dolayısıyla bir taraftan reel sektöre aşırı miktarda finansal fon intikal etmekte diğer taraftan da firmalar aşırı borçlanmaktadır.

Reel sektörde ahlaki tehlike problemleri ve finansal fon bolluğu vardır. Ahlaki tehlike problemlerinin varlığı reel sektörde finansal kaynakların aşırı riskli-yüksek kârlı yani kalitesiz (kötü) yatırım projelerine kanalize olmasına, düşük riskli-düşük kârlı yani kaliteli (iyi) yatırım projelerinin ise tasfiyeye uğramasına götürür. Böylece reel sektörde yatırımların ortalama riskliliği artar ve kalitesi düşer. Çünkü aşırı riskli (kötü) yatırımlar istila etmiştir. Bu münasebetle reel sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığı firmaların mikro yapılarını çarpıklaştırır. Çünkü malar yatırım yaparken risk yönetimi prensiplerini gözardı etmektedirler.

Reel sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığı finansal fonların yatırım projeleri arasında dağıtılmasında “etkinliğin kaybolması”na, sonuçta fonların heba edilmesine götürür.

Her tarafı aşırı riskli (kötü) yatırımlar istila etmiş ve reel sektörde yatırımların kalitesi düşmüş olduğu için; yatırımların gerçekleşen ortalama getirisi ve ortalama yatırım verimliliği düşer. Çünkü böyle bir atmosferde başarısız yatırımlar artar. Bu, vadesi geldiği halde firmalarca finansal sektöre geri ödenemeyen borçlarda (NPL) artış meydana getirir.

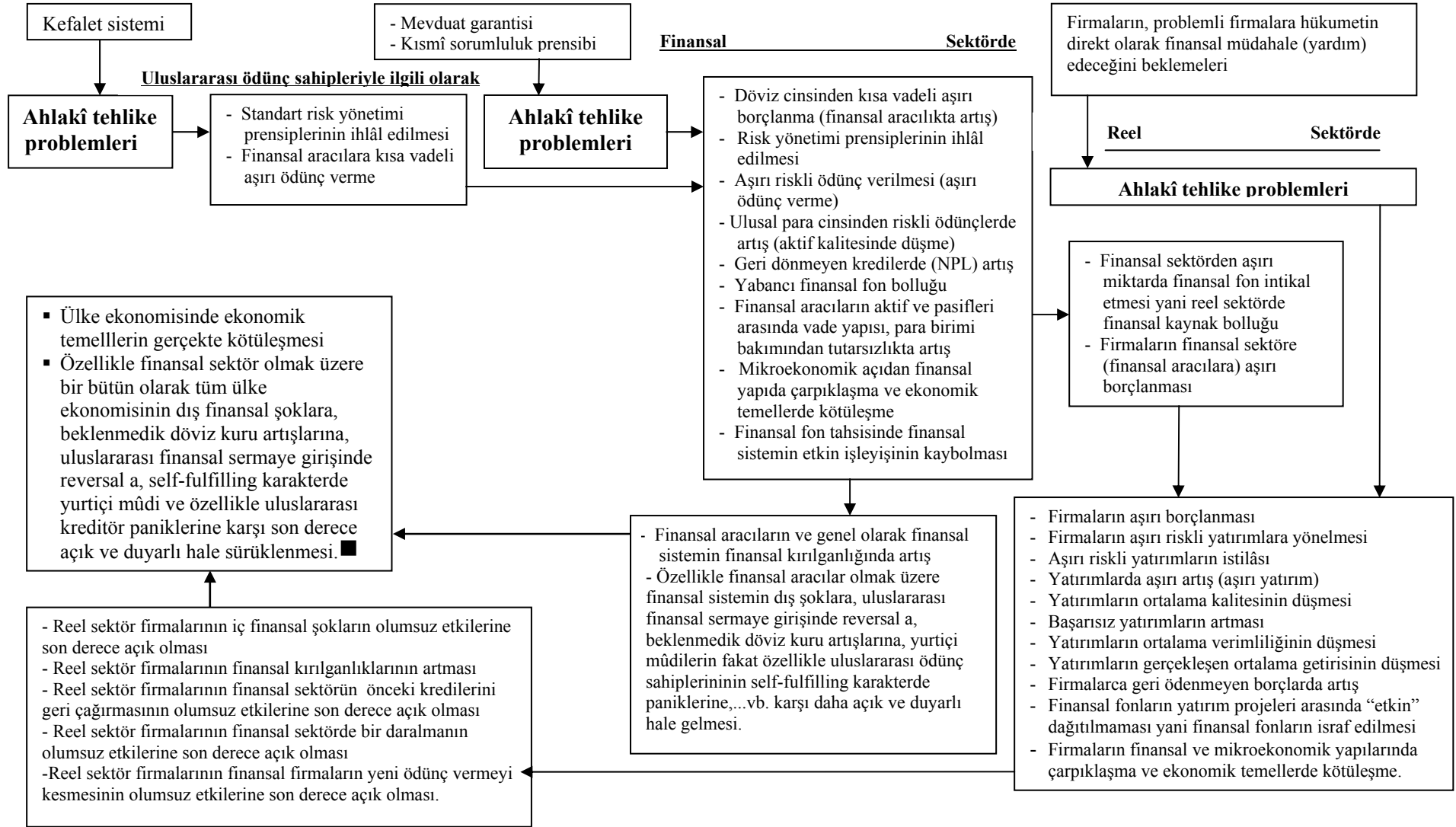
Böylece bu süreç başta finansal sektör olmak üzere tüm ekonomiyi dış şoklara, güven kaybı ve beklentilerdeki kötüleşmeye, beklenmedik döviz kuru artışlarına, uluslararası finansal sermaye girişinde “tersine dönüş”e, uluslararası ödünç sahiplerinin “kendiliğinden vaki” paniklerine,... vb. karşı son derece açık ve duyarlı hale götürür.²²¹

Sözkonusu 3 çalışmaya göre Asya krizi ahlakî tehlike görüşü çerçevesinde aşağıdaki gibi şema halinde tasvir edilebilir:

(*) finansal kaynakları hebâ etmesine

²²¹ Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b), s. 5.

Şema 3.3: Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c)'ye göre ahlaki tehlike yaklaşımı çerçevesinde Asya krizinin meydana gelme mekanizması ve illiyet zincirleri



Kaynak: Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998a,b,c)'den hareket edilerek hazırlanmıştır.

C. “REEL SEKTÖR FİRMA BLANÇOSU KÖTÜLEŞMESİ”

YAKLAŞIMI

1. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının Birinci Versiyonu

Finansal krizleri izah etmek bakımından “blanço kötüleşmesi” yaklaşımıyla ilgili olarak 2 ana hat vardır: Reel sektör firma blançoları kötüleşmesi çizgisi ve finansal sektör firma blançoları kötüleşmesi çizgisi.^(*)

“Blanço” veya “blanço kötüleşmesi” yaklaşımı üzerine öncü çalışma Krugman (1999)’dur. Krugman (1999)’da “reel sektör firma blançosu” yaklaşımı inşa edilmiştir.²²² “Blanço kötüleşmesi” yaklaşımı üzerine bu çalışmaya göre Asya krizini izah etmek üzere yeni bir paradigmaya ve yeni bir tür kriz teorisi kuşağına (üçüncü nesil kriz teorilerine) ihtiyaç vardır.²²³ 3. nesil kriz teorisi çerçevesinde Asya krizini izah etmek üzere inşa edilecek bir model 3 anahtar unsuru içermelidir. Asya krizinde gözlemlenen sözkonusu 3 anahtar unsur şöyle sıralanabilir:²²⁴

(i) Finansal krizin uluslararası bulaşıcılığı

Asya krizinde finansal krizin gerçekten bir ülkeden yüzlerce mil uzaktaki başka ülkelere de geçtiği görülmüştür. Finansal krizin uluslararası alanda ülkeden ülkeye geçtiği Asya krizinden bu yana meydana gelen uluslararası finansal krizlerde de görülmüştür.

(ii) Uluslararası finansal sermaye girişinde (KI da) ve Cari Açıkta (CAD) “tersine dönüş” (reversal)^(**)

Asya krizinde kriz ülkeleriyle ilgili olarak bir taraftan uluslararası sermaye girişinde ve diğer taraftan da Cari Açıkta “tersine dönüş” meydana geldiği görülmüştür. Çünkü, kriz meydana geldiğinde ülkeden büyük bir uluslararası finansal sermaye çıkışı müşahade edilmektedir.

(iii) Reel sektör firma blançoları kötüleşmesi ve krizin vuku bulmasında rolü

Asya krizinde yaygın şekilde firma blançoları kötüleşmesi meydana geldiği ve blanço kötüleşmesinin krizin hem vuku bulmasında anahtar bir rol oynadığı, hem de vuku bulduktan sonra derinleşmesine çok büyük katkıda bulunduğu görülmüştür.

Firma blançolarının kötüleşmesinde Asya krizinde bir taraftan firmaların döviz cinsinden kısa vadeli çok büyük miktarda borca sahip olmaları ve diğer taraftan da beklenmedik döviz kuru artışlarının döviz cinsinden borçların gerek ulusal para cinsinden yükünü gerekse reel değerini artırması temel bir rol oynamıştır.

Krugman (1999)’da Asya krizini açıklamak üzere yukardaki 3 anahtar unsuru içerecek bir teori tasavvur edilmiştir.

(*) Örneğin Krugman (1999,2000,2001), Aghion et al. (2000,2001) blanço kötüleşmesi yaklaşımında ilk hat, buna karşılık örneğin uluslararası illikidite yaklaşımı ise ikinci hat üzerine oturmaktadır.

²²² Krugman (1999).

²²³ Çünkü 1. ve 2. nesil para krizi teorileri Asya krizini izah edememektedir [Krugman (1999), s. 1-2 ve 4].

²²⁴ Krugman (1999), s. 8-10.

(**) Krugman bu karaktere “transfer problemi” adını vermiştir.

Krugman (1999)'da “blanço kötüleşmesi” yaklaşımı çerçevesinde “para krizleri” izah edilmektedir. Bu çalışmada “kendiliğinden vuku bulan para krizi”nin “blanço kötüleşmesi” merkezinde açıklanabilmesi konu edilmiştir. Asya krizinin aynı zamanda “kendiliğinden vuku bulan” para krizi bileşenine de sahip olduğu ve bu fenomenin, en azından bir ölçüde, “reel sektör firma blançosu kötüleşmesi” merkezinde açıklanabileceği ifade edilmektedir. “Reel sektör firma blançosu kötüleşmesi” yaklaşımı Krugman (1999)'a göre 2 merkezî husus üzerine inşa edilmiştir: (i) Reel sektör firma blançolarının kötüleşmesi, (ii) bir firmanın blançosunun kötüleşmesinin sözkonusu firmanın yatırım kapasitesini tahdit ederek daraltması ve sonuçta bu firma tarafından gerçekleştirilecek yatırımların azalması.²²⁵

Bununla beraber Krugman (1999)'a göre reel sektör firma blançosu kötüleşmesi yaklaşımının anahtar unsurları yukardaki 2 maddeden ibaret değildir. Reel sektör firma blançosu yaklaşımının anahtar unsurları şöyle sıralanabilir:

(i) Reel sektörde firmaların döviz cinsinden kısa vadeli borçluluk düzeylerinin yüksekliği

Reel sektörde firmalar döviz cinsinden ve kısa vadeli önemli büyüklükte borca sahiptirler. Reel sektör firmaları uluslararası finansal piyasalardan döviz cinsinden, kısa vadeli olarak *doğrudan doğruya*^(*) borçlanmaktadır. Buna göre hem kur ve hem de likidite riski reel sektör firması üzerinde kalmaktadır. Bir diğer ifadeyle bu modelde “transformasyon” misyonunu doğrudan reel sektör firması ifa etmektedir. Aldığı yabancı ödünç fonları reel sektör firması sabit sermaye yatırımlarına dönüştürmektedir. Bu, firmanın aktiflerinin sermaye malları cinsinden, dolayısıyla uzun vadeli fakat pasiflerinin ise döviz cinsinden ve kısa vadeli olduğunu ifade eder. Dolayısıyla bu yaklaşıma göre reel sektör firmalarının blançolarında aktifleri ile pasifleri arasında hem vade ve para birimi hem de likidite tutarsızlığı vardır. Bu münasebetle firma blançoları beklenmedik döviz kuru artışlarına karşı hassas ve olumsuz etkilerine son derece açıktır. Beklenmedik döviz kuru artışı, döviz cinsinden kısa vadeli borçlu durumda olduğu için, reel sektörde firmanın döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden ve reel değerini artırır. Beklenmedik döviz kuru artışı şu halde reel sektörde döviz cinsinden borçlu firmanın blançosunda “kötüleşme” meydana getirecektir.

(ii) Reel sektör firma blançolarında kötüleşme

Beklenmedik döviz kuru artışı gerçekleştiğinde reel sektörde firma blançolarında “kötüleşme” meydana gelir. Çünkü döviz kuru artışı firmaların döviz cinsinden kısa vadeli borçlarının ulusal para cinsinden yükünü ve reel değerini artırır.²²⁶

(iii) Firma blançolarının kötüleşmesinin onların yatırım kapasitelerini tahdit etmesi

Bir firmanın blançosunun durumu onun yatırım kapasitesini kuvvetli şekilde etkiler. Dolayısıyla bir firmanın blançosunun durumu ile onun hem gerçekleştirebileceği hem de

²²⁵ Krugman (1999), s. 3-4.

(*) bir yurtiçi finansal firmanın aracılığı devrede olmaksızın

²²⁶ Krugman (1999), s. 10-11.

gerçekleştirmiş olduğu (fili) yatırım seviyesi arasında önemli bir münasebet vardır. Firma blançoları kötüleştiğinde onların hem yatırım kapasiteleri^(*) hem de gerçekleştirdikleri yatırım seviyesi daralır. Bu husus blanço kötüleşmesi yaklaşımında temel bir noktadır ve blanço yaklaşımı merkezli her çalışmada yer alır.²²⁷

Bir firmanın blançosunun kötüleşmesi ile onun yatırım kapasitesi ve gerçekleştirdiği yatırım seviyesi arasındaki olumsuz ve kuvvetli illiyet münasebeti birkaç kanaldan işler. Blanço kötüleşmesi ilk olarak yatırımlar için firmanın finansal fon/kaynak bulabilme imkânını daraltır. Çünkü blanço kötüleştiğinde hem öz kaynaklar ile finansman imkânı zayıflar hem de kredibilitede^(**) düşmeye paralel olarak firmanın kredi bulabilmesi zorlaşır. Firmanın blançosunun kötüleşmesi onun kredi alabilme imkânını sınırlandırır. Firmanın blançosunun kötüleşmesi ikinci olarak firma sahiplerinin net servetinde azalma meydana getirir. Bu da firma sahiplerinin yatırım yapma şevkini kırar.

(iv) Reel sektörde yatırımcıların “kendiliğinden vaki” kötümser beklentileri ve bunların “kendiliğinden vaki” para krizine götürmesi

Krugman (1999)’da yer alan “reel sektör firma blançosu kötüleşmesi” yaklaşımına göre reel sektörde yatırımcıların kötümser beklentileri para krizine götürebilmektedir. Bu çalışmada merkezinde reel sektör yatırımcılarının kötümser beklentilerinin yer alıp temel rol oynadığı bir para krizi teorisi inşa edilmiştir.²²⁸ Söz konusu çalışmada tasavvur edilen “kendiliğinden vaki” (“kendi kendini doğrulayan”) para krizi mekanizması ana hatlarıyla şöyle işlemektedir:

Reel sektör yatırımcılarının gelecek dönemle ilgili kötümser beklentileri (pesimizmi) dışsal (veri) ve hikâyenin başlangıcıdır. Kötümser beklentiler reel sektörde firma sahiplerini yatırımları ve üretimi daraltmaya götürür (gelecek dönemde). Müteakip dönemde yatırımlar ve üretim düşer. Para stoku sabit (veri) iken üretim miktarında düşme paranın mal ve hizmet cinsinden değerinde düşme meydana getirir, yani paranın iç değeri düşer. Paranın iç değerinin düşmesi PPP teorisi ve tek fiyat kanunu altında dış değerinin de düşmesini gerektirir. Serbest kur sistemi altında, döviz kuru artar, bu da firma blançolarını kötüleştirir. Bu, firma yatırımlarında ve üretimde tekrar daralma, paranın iç değerinde tekrar düşme meydana getirir ve paranın dış değerinde tekrar düşme gerektirir. Bu böyle devam eder. Burada yatırımcıların başlangıçta teşekkül etmiş kötümser beklentileri kendiliğinden doğrulanmış^(***) olur ve pekişir. Sabit kur sistemi altında ise ulusal para döviz karşısında aşırı değerlenir; zira sabit

(*) gerçekleştirebilecekleri yatırım seviyesi

²²⁷ Örneğin bak., Aghion, Banerjee, ve Bachetta (2000,2001).

(**) maddî teminat değerinde

²²⁸ Krugman (1999), s. 11. Bu mekanizmada bankalar ve diğer finansal kuruluşlar merkezî rol oynamamaktadır. Merkezî rolü reel sektör firmaları ve firma yatırımcıları-girişimcileri oynamaktadır (s. 11). Çünkü modele göre yurtiçi reel sektör firma müteşebbisleri, yatırımlarını finanse edebilmek amacıyla yurtiçi bankacılık sisteminden borçlanmak yerine yabancı ödünç sahiplerinden direkt olarak borçlanabilmekte ve bu yola gitmektedirler (s. 15).

(***) kendi kendini bizzat doğrulamış

kur, sürdürüldüğü sürece, döviz kurunun artmasına (paranın dış değerinin de düşmesine) izin vermez. Ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesi sabit kura ve para birimine yönelik uluslararası spekülâtif baskıları artırır. Bu, sonunda sabit kurun çökmesine götürür.

Krugman (1999)'da tasavvur edilen “kendiliğinden vaki” para krizi mekanizmasında²²⁹ başlangıç olarak öncü ve “beklenmedik döviz kuru artışı” da kabul edilebilir. Bu durumda beklenmedik döviz kuru artışı reel sektör firma blançolarında, firmalar döviz cinsinden kısa vadeli büyük miktarda borca sahip oldukları için, şiddetli bir kötüleşme meydana getirir. Gerek beklenmedik öncü döviz kuru artışı ve gerekse bunun firma blançolarını kötüleştirme etkisi hafif olsa bile bu, reel sektör yatırımcılarını kötümser beklentilere (pesimizme) götürebilir. Ortaya çıkan kötümser beklentiler de yatırımcıları yatırım ve üretimi kısımaya götürür. Yatırım ve üretimin gelecek dönemde daralması ise ulusal paranın iç değerinin düşmesine, dolayısıyla dış değerinin de düşmesi gerekliliğine yol açacaktır. Serbest kur altında döviz kuru artma imkânı bulacaktır. Sabit kur altında ise döviz kuru artmayacak, ulusal para döviz karşısında aşırı değerlenecek, bu da sabit kura ve para birimine yönelik uluslararası spekülâtif baskıyı artıracak; sabit kurun çöküşünü getirecektir. Bu durumda da reel sektör yatırımcılarının kötümser beklentileri kendiliğinden doğrulanmış olacaktır.^(*)

Bu tasavvurda bir alternatif olarak, öncü ve beklenmedik döviz kuru artışının lokomotif pozisyonuna “uluslararası ödünç sahiplerinin kötümserliği ve bunun uluslararası sermaye girişinde tersine dönüş”ü yerleştirmek de mümkündür.

(v) Krizin vukû bulmasında reel sektör yatırımcılarının kötümser beklentilerinin temel bir rol oynaması

Krizin hem vukûunda hem de derinleşmesinde yatırımcıların kötümser beklentileri, bu münasebetle yatırım ve üretimi daraltmaları temel bir rol oynamaktadır.²³⁰ Başlangıçtaki öncü beklenmedik döviz kuru artışı, yatırımcıların kötümser beklentileri ve yatırım-üretim daraltmaları sayesinde ancak, müteakip döviz kuru artışı dalgalarına götürebilmektedir. Bir diğer ifadeyle başlangıçtaki öncü beklenmedik döviz kuru artışı (başlangıçtaki dış şok), yatırımcıların kötümser beklentileri sayesinde ancak, bir finansal krize dönüşebilmektedir.

(vi) Çoklu makroekonomik dengenin varlığı

Krugman (1999)'da tasavvur edilen “kendiliğinden vuku bulan” para krizi mekanizmasına göre “çoklu denge” vardır.²³¹ Reel sektör yatırımcılarının beklentileri ekonomiyi çoklu makro dengeye götürür. Çünkü krizin vukû bulup bulmayacağı hususunda yatırımcı beklentilerinin iyimser mi kötümser mi olduğu belirleyici olup temel bir rol oynamaktadır.

²²⁹ Krugman (1999), s. 11.

(*) Bu çalışmaya göre “Niçin Asya?” ve “Niçin Şimdi?” sorularının cevabı şudur:

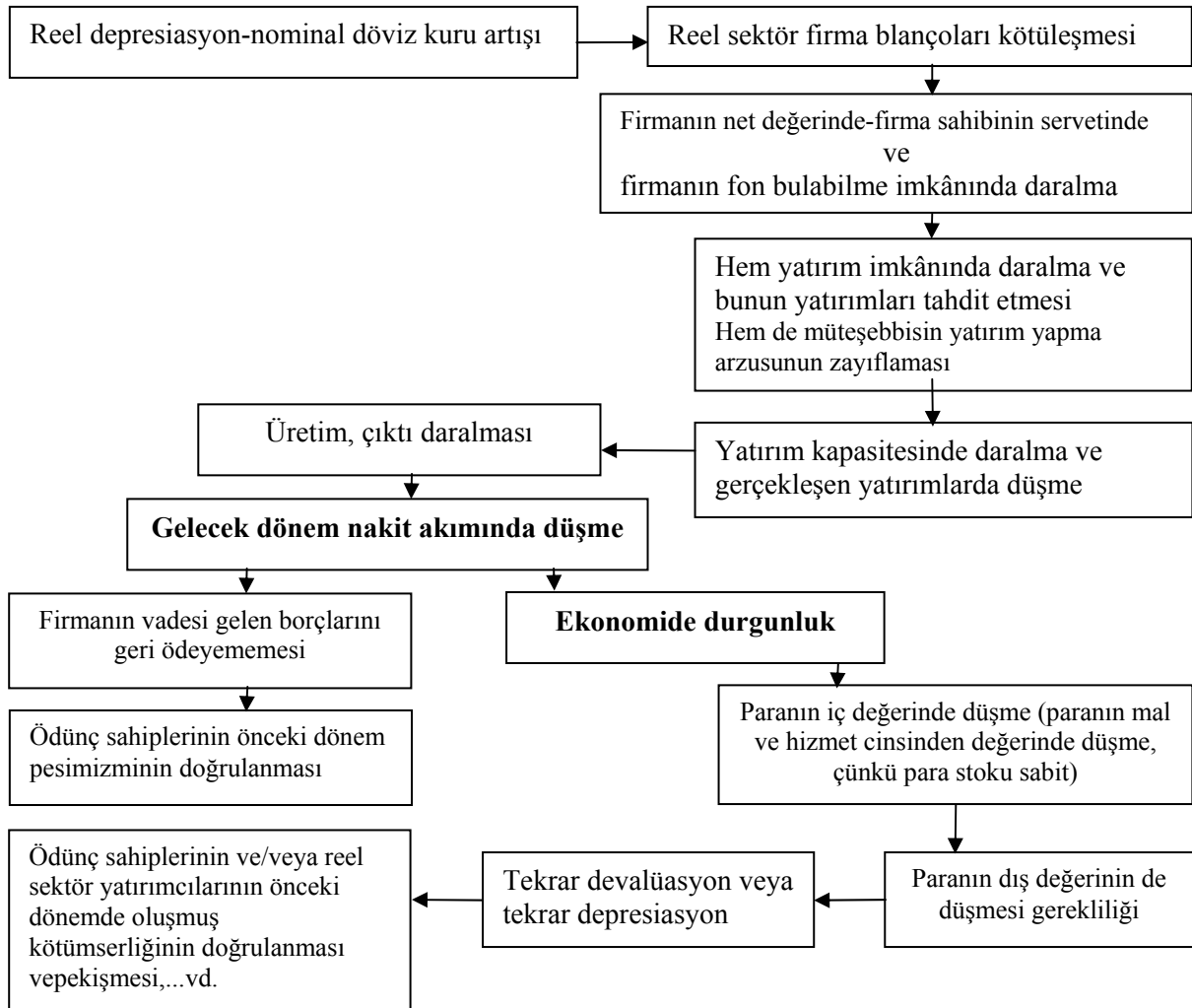
“Reel sektör firmalarının döviz cinsinden aşırı borçluluğu, bu olgunun 1990’lardan itibaren artması ve bu sebeple ekonominin finansal krizlere açık hale gelmesidir.” [Krugman (1999), s. 18].

²³⁰ Krugman (1999), s. 11.

²³¹ Krugman (1999), s. 8-11 ve 17. Modelde düşük, orta ve yüksek çıktı düzeyi olmak üzere 3 farklı denge vardır.

Krugman (1999)'da tasavvur edilen “kendiliğinden vuku bulan” (“kendiliğinden doğrulanan”) para krizi mekanizmasında işleyen illiyet zinciri aşağıdaki gibi tasvir edilebilir:

Şema 3.4: Krugman (1999)'da tasavvur edilen “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) para krizi mekanizmasında illiyet zinciri

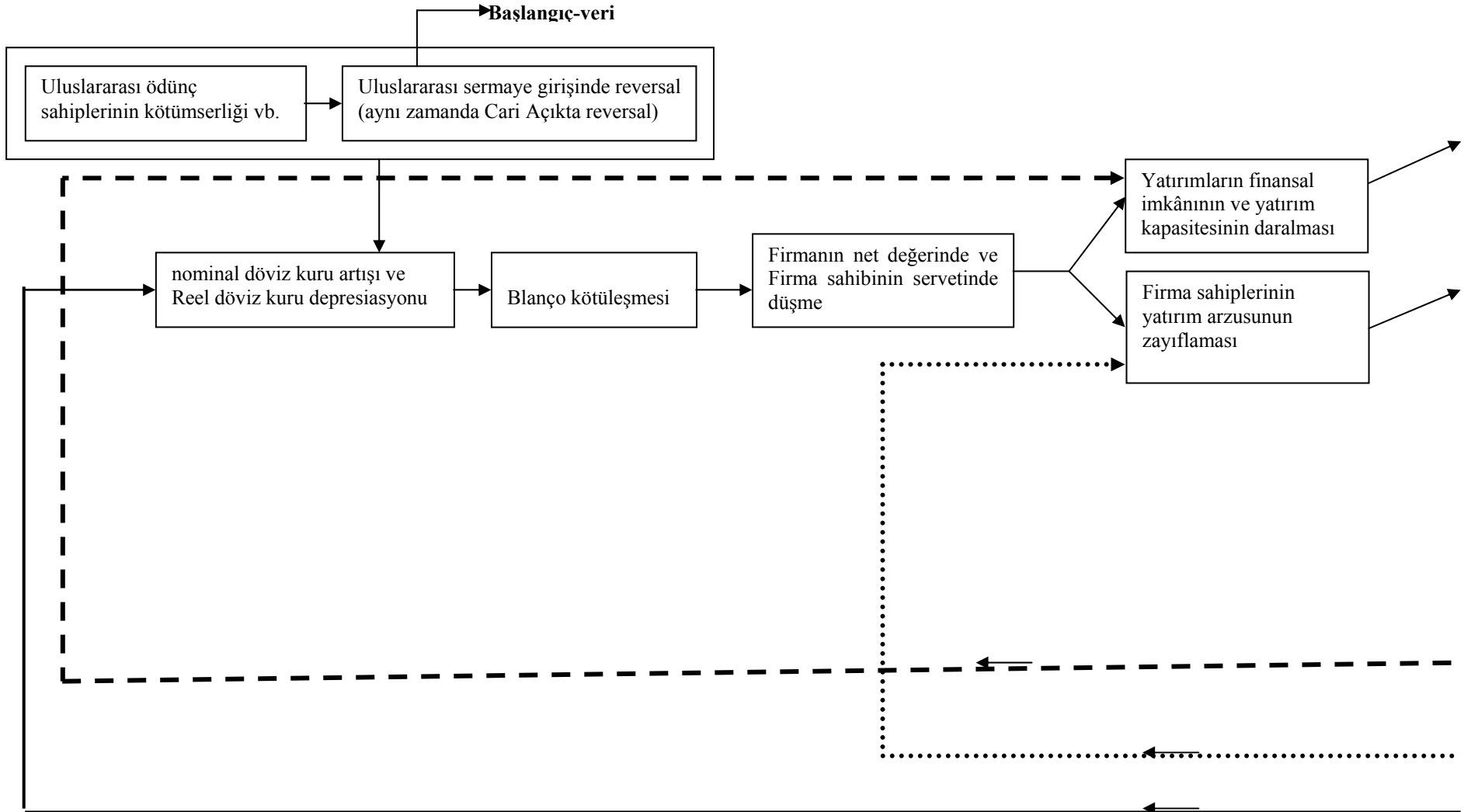


Kaynak:Krugman (1999)'dan hareket edilerek hazırlanmıştır.

Şema 3.4'e göre; ülkeye uluslararası sermaye girişinde “tersine dönüş” vukû buluyor. Bu, döviz kurunda artış ve reel depresiasyona götürür. Nominal döviz kuru artışı sırasıyla yurtiçi firma blançolarını kötüleştirir. Bu, yatırımcıların önceki kademedeki teessüs eden kötümser beklentilerini (güven kaybını) doğrular. Blanço kötüleşmesi firmaların yatırım kapasitesini daraltır ve müteşebbislerin yatırım yapma arzusunun zayıflar. Sonuçta reel sektörde yatırımlar daralır, üretimde düşme meydana gelir. Üretimde düşme bir taraftan güven kaybını tekrar doğrular ve pekiştirir. Diğer taraftan da paranın iç değerinin düşmesine götürür. Bu, paranın dış değerinin de düşmesini gerektirir. Serbest kur sistemi varken ulusal para tekrar depresiasyona uğrar. Sabit kur sistemi varken ulusal para döviz karşısında aşırı değerlenir. Bu, sabit kura yönelik uluslararası spekülâtif baskıları artırır. Sabit kur çöker. Depresiasyon-devalüasyon firma blançolarını tekrar kötüleştirir. Bu da güven kaybını tekrar doğrular. Bu süreçte ekonomide finansal çöküş meydana gelir.

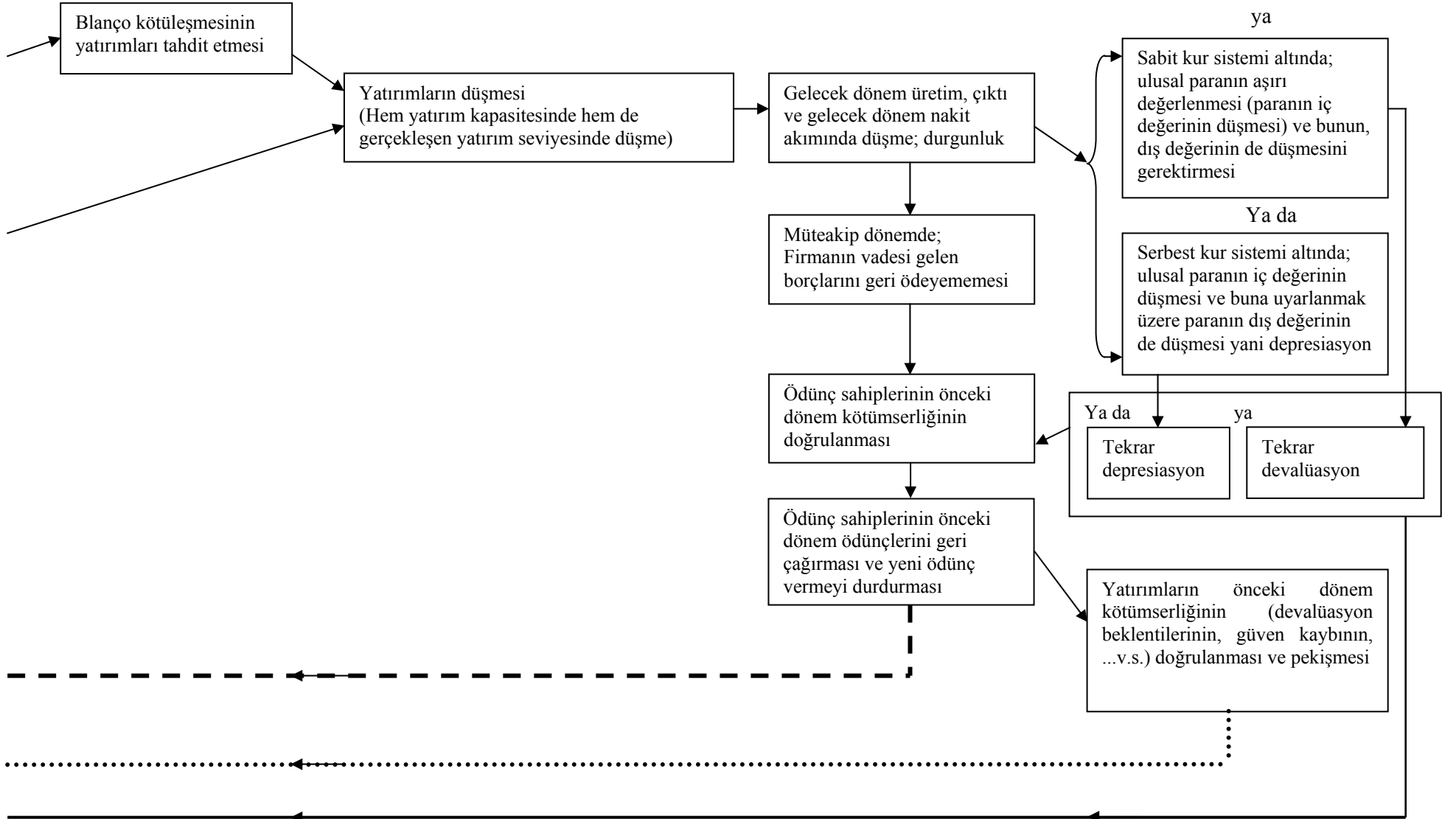
Krugman (1999)'da yer alan “kendiliğinden vuku bulan” para krizi mekanizması aşağıda şema halinde gösterilmiştir:

Şema 3.5: Krugman (1999)'da tasavvur edilen para krizi mekanizması (geribesleme kanallarıyla birlikte) (a)



(*) Acaba modelde ödünç sahiplerinin durumu yani ödünç piyasaları ihmal mi ediliyor? Eğer öyle ise bu şemada ödünç sahipleriyle ilgili kısımların

Şema 3.5: Krugman (1999)'da tasavvur edilen kriz mekanizması (a/devam)



kaldırılması gerekir. Ancak bu nokta; modelin temel mantığı bakımından önemli değildir yani ilgili kısım kaldırılmasa da modele hâle getirmez.

Kaynak: Krugman (1999)'dan hareketle inşa edilmiştir.

2. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının İkinci Versiyonu^(*)

Finansal krizlere “blanço kötüleşmesi” merkezli yaklaşım alanında çığır açan çalışma hiç şüphe yok ki Krugman (1999)’dur. Krugman (1999) tarafından açılan “blanço kötüleşmesi” çığırında âdeta birer klasik haline gelmiş iki çalışma vardır ki bunlar Aghion et al. (2000,2001)dir. “Blanço kötüleşmesi” alanında klasik değere sahip sözkonusu çalışmalarda Aghion et al. (2001) diğerine göre literatürde daha fazla öne çıkmaktadır. Burada adigeçen 3 çalışma “blanço kötüleşmesi” yaklaşımının yapı taşları durumundadır.

“Blanço kötüleşmesi” yaklaşımı para krizlerini izah etmektedir. Bu yaklaşımda merkeze “döviz kuru artışlarının döviz cinsinden borçlu firmaların blançosunu kötüleştirilmesi ve blanço kötüleşmesinin firmanın hem yatırım kapasitesini hem de gerçekleştirdiği yatırım seviyesini daraltması” oturmaktadır. Ancak bu yaklaşımda yatırım ve üretimde daralma müteakip dönemde tekrar döviz kuru artışına götürmekte ve bu da firma blançosunda yeni kötüleşme meydana getirmektedir. Kısaca bir devir dâim oluşmaktadır. Blanço yaklaşımında ayrıca tek peryotlu değil 2 veya 3 peryotlu bir ekonomi sözkonusu edilmektedir.

Aghion et al. (2000,2001)’de inşa edilen “blanço yaklaşımı” Krugman (1999)’da tasavvur edilen “blanço yaklaşımı”ndan bazı noktalarda farklıdır. Krugman (1999)’da sadece reel sektör üzerinde duruluyorken Aghion et al (2000,2001)’de ise finansal sektör ve para-kredi piyasası da analize katılmaktadır. Krugman (1999)’da blanço kötüleşmesinin firmanın yatırım kapasitesini ve gerçekleştirdiği yatırım seviyesini niçin ve hangi kanallardan daralttığı örtük kalmışken bu husus Aghion et al. (2000,2001)’de ise açıklığa kavuşturulmuştur. Aghion et al. (2000,2001)’de imalat malları fiyatları katı olup firmalar döviz kuru arttığında bunu ürettikleri malların fiyatlarına yansıtamamaktadırlar. Döviz kuru artışı, firmanın döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırmakta olduğundan, döviz cinsinden borçluluk düzeyi yüksek firmaların “kâr”larını azaltmaktadır. Kârların düşmesi ise bir taraftan firmanın net piyasa değerinde, dolayısıyla da firma sahibinin net servetinde düşme meydana getirir. Firma sahibinin net servetinde düşme onların yatırım yapma arzusunu zayıflatır. Kârların düşmesi diğer taraftan da firmanın yatırım projelerini finanse etmek üzere fon bulabilmesini zorlaştırır. Çünkü firmanın yatırım projeleri için hem öz kaynaklarla fon oluşturabilme imkânı hem de kredibilitesindeki düşmeye paralel olarak kredi bulabilme imkânı daralır. Döviz kuru artışı, ayrıca, kredi piyasalarında ödünç faizlerinin artmasına götürerek de reel sektörde firmaların likidite problemlerini artırır ve firmaların hem yatırım kapasitesi hem de gerçekleştirdikleri yatırımları üzerinde daraltıcı etki doğurur.

Aghion et al. (2000,2001)'de yer alan “blanço kötüleşmesi” yaklaşımına “kredi temelli” yaklaşım adı da verilmiştir.²³² Bu yaklaşımda da “para krizleri” konu edilmiştir. Aghion et al. (2000,2001)'de bir bakıma ikinci çalışma ilkinin devamı niteliğindedir. Bu çalışmada yer alan yaklaşım para ve kredi piyasası dengesi, döviz piyasası dengesi, reel sektörde mal piyasası dengesi üzerine oturmaktadır. Bu 3 piyasadaki eşanlı dengeden hareketle bir genel denge modeline varılmıştır. Ulaşılan genel denge modeli Aghion et al. (2001)'de “IPLM-W” (“faiz-paritesi LM ve servet dengesi”) şeklinde ifade edilmiştir. Burada IP, parite^(*)-faiz dengesini (eşanlı döviz ve kredi piyasası dengesini), LM para piyasası dengesini, W servet eğrisini (mal piyasası dengesini) ifade etmektedir.

Aghion et al. (2000,2001)'deki “blanço kötüleşmesi” yaklaşımında konu edilen para krizi hikâyesi Krugman (1999)'da yer alan para krizi hikayesine temel olarak benzerdir. Aghion et al. (2000,2001)'de yer alan para krizi hikayesi şöyle tasvir edilebilir.²³³

İmalat malları nominal fiyatları rijit olup maliyet artışlarını firma mal fiyatlarına yansıtamamaktadır. Dolayısıyla nominal fiyatlar döviz kuru artışı kaynaklı maliyet artışlarına yani kısaca döviz kuru artışına uyarlanamamaktadır. Reel sektörde firmalar döviz cinsinden büyük miktarda borca sahiptirler. Yatırım ve üretimi finanse etmek bakımından firma kredi tahdidini altındadır.^(**)

Bir dış şok ve sonucunda beklenmeyen bir döviz kuru artışı meydana geldiğinde bu, 2 hat üzerinde cereyan eden etkiler zincirine götürmektedir. Beklenmedik döviz kuru artışı ilk hat üzerinde şöyle işlemektedir: Döviz kuru artışı önce döviz cinsinden borçlu reel sektör firmalarının döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırır. Bu, mal piyasasında nominal fiyatlar kısa vadede katı olduğundan, firmaların net kârlarını azaltır. Firmanın net kârında azalma blanço kötüleşmesine götürür. Bu çerçevede firma net kârındaki azalma firmanın^(***) net piyasa değerini, dolayısıyla da firma sahiplerinin net servetini azaltır. Firma net kârında düşme ayrıca firmanın öz kaynaklar yoluyla yatırım ve üretimi finanse etme imkânını zayıflatarak kredi bağımlılığını artırır. Bu, firmanın finansal problemlerinin kötüleşmesini yani firmanın yatırım kapasitesinde daralmayı ima eder. Firma sahiplerinin net servetlerinde azalma firma sahiplerinin yatırım arzusunda zayıflama meydana getirir. Bu da firmaların gerçekleşen yatırımlarında ve üretimde daralmaya götürür.

²³² Aghion et al. (2000), s. 3.

^(*) döviz kuru

²³³ Aghion et al. (2000,2001), s. 1-2 ve 1.

^(**) Bu, yatırım ve üretimi finanse etmek itibarıyla firmanın kredilere (borçlanmaya) bağımlı olduğunu ifade eder. Firmanın, yatırımları öz kaynaklarıyla finanse etme yoluna gidemediği varsayılmaktadır. Yatırımlar “içsel” fonlarla finanse edilmediğindendir ki gerek yatırım gerekse üretim düzeyini, finansal açıdan, kredi alabilme (borçlanma) kapasitesi tahdit etmektedir.

^(***) firma blançosunun

Döviz kuru artışı ikinci hat üzerinde şöyle işler: Döviz piyasasında döviz kuru artışı kredi piyasasında veya genel olarak ödünç piyasalarında ödünç faiz oranlarını artırır (döviz kuru-faiz paritesi eşanlı dengesi). Çünkü döviz kuru artışı o ülkedeki firmalara verilecek ödünçlerin riskliliğini artırır, risklilikteki artış da risk primi şeklinde kredi faiz oranlarında artışa dönüşür. Faiz oranlarının artması firmaların finansal sıkıntılarını şiddetlendirir ve sonuçta kredi tahdidi altında onların hem yatırım kapasitelerinde hem de gerçekleşen yatırım düzeylerinde; dolayısıyla da üretimde daralmaya götürür.

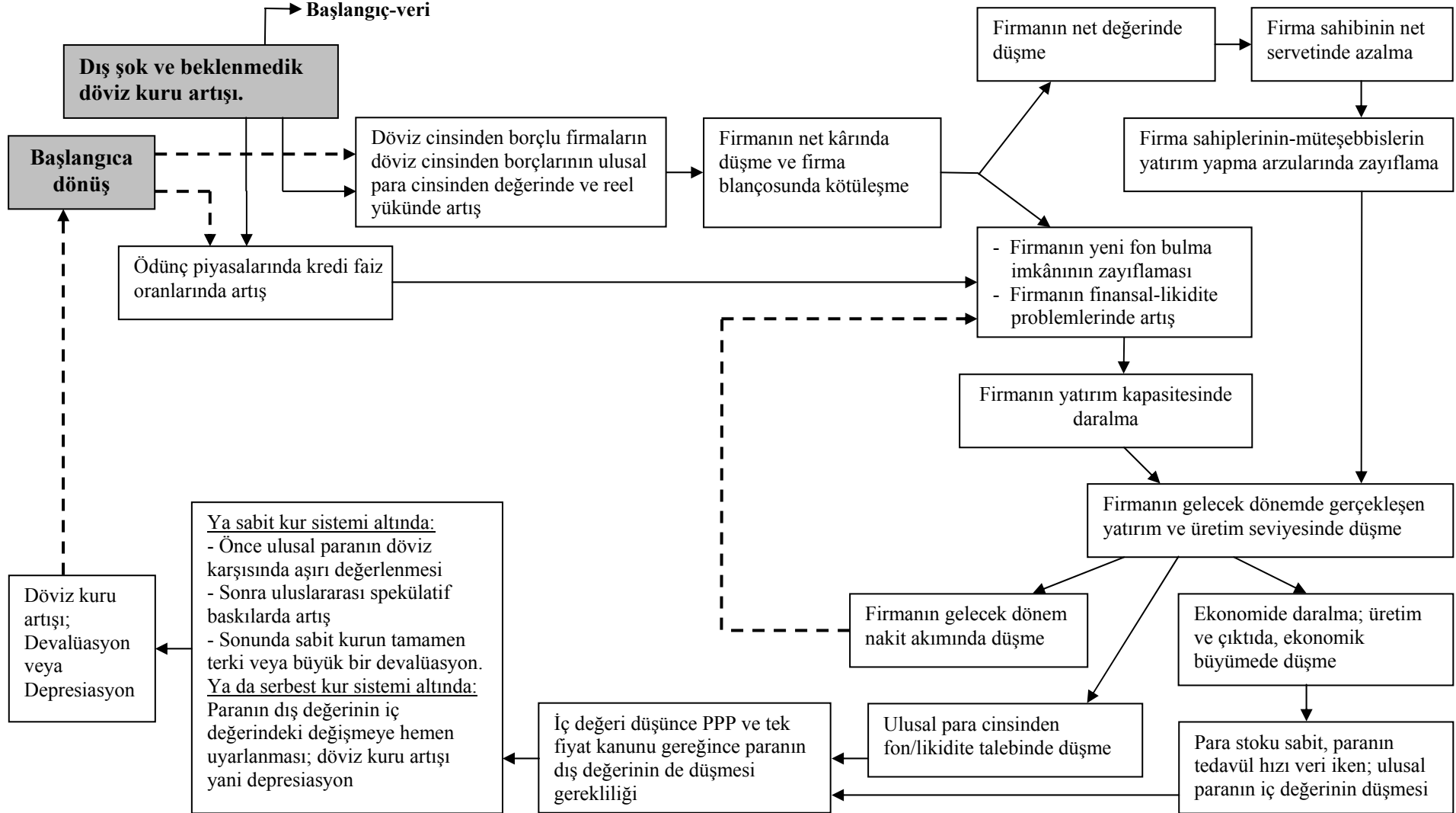
Bir dış şok ve beklenmeyen döviz kuru artışı gerçekleştiğinde şu halde reel sektörde firmaların blançoları ve likidite durumları kötüleşmekte, bu da müteakip dönemde yatırım kapasitesi, gerçekleşen yatırım ve üretimde düşme meydana getirmektedir. Bu, ülke ekonomisinde genel olarak daralma, çıktı ve büyüme oranında düşmeyi imâ eder. Başlangıç dış şok reel olabileceği gibi bir beklentisel^(*) şok da olabilir.

İkinci dönemde ekonomide yatırım, üretim ve çıktının düşmesi, ulusal para cinsinden fon talebinde daralma meydana getirir. Diğer taraftan para stoku sabit, paranın tedavül hızı veri iken üretim ve çıktıda daralma ulusal paranın yurtiçi mal ve hizmetler cinsinden değerinde düşmeye götürür. Ulusal paranın iç değerinde düşme, PPP ve tek fiyat kanunu gereğince paranın dış değerinin de tekrar düşmesini gerektirir. Serbest kur sistemi altında paranın dış değeri düşme (döviz kuru artma) imkânı bulur ve ulusal para döviz karşısında depresiasyona uğrar. Sabit kur sistemi altında iken paranın dış değeri düşme (döviz kuru artma) imkânı bulamaz ve ulusal para birimine yönelik uluslararası spekülâtif baskıları artırır. Sonunda sabit kur çöker, tamamen terk edilir veya büyük bir devalüasyon meydana gelir. Böylece döviz kurunda ikinci dönemde tekrar bir artış vukû bulur. Bu durum döviz kuru artışı ile reel sektör firma blançoları ve likidite problemleri arasında bir devir dâim oluştuğunu ifade eder.

Döviz kurunda ikinci periyotta görülen artış tekrar firma blançolarında yeni kötüleşme ve faiz oranlarında yeni artışa götürür. Bu ise gelecek yani üçüncü periyotta firmanın yatırım kapasitesi, gerçekleşen yatırım ve üretim düzeyinde tekrar yeni bir düşme meydana getirir. Bu durumda üçüncü dönemde ekonomide tekrar yeni bir daralma meydana gelecek; bu da döviz kurunda tekrar artışa götürecektir, ... vd. Aghion et al. (2000,2001)'de yer alan para krizi mekanizması müteakip sayfada şema halinde gösterilmiştir.

(*) beklentilerde self-fulfilling kötüleşme temelli

Şema 3.6: Aghion et al (2000,2001)'de tasvir edilen para krizi mekanizması



Kaynak: Aghion et al (2000,2001)'den hareketle inşa edilmiştir.

Aghion et al. (2000,2001)'de yer alan yaklaşımın ana karakterleri şöyle sıralanabilir:²³⁴

(i) PPP teoremi ve tek fiyat kanunu işlemekte olup geçerlidir,

(ii) Mal piyasalarında fiyatlar, kısa vadede, katıdır,

(iii) Reel sektör firmaları döviz cinsinden büyük miktarda borçlu durumdadırlar,

(iv) Reel sektör firmaları yatırım ve üretimi finanse etmek hususunda kredi tahdidi altındadırlar,

(v) Para krizinin vukû bulmasında başlangıç şok reel olabileceği gibi beklenti şoku da olabilir, “kendiliğinden vuku bulan” para krizinin meydana gelmesi mümkündür,

(vi) Bir firmanın blançosunun kötüleşmesi onun yatırım kapasitesi, gerçekleşen yatırım ve üretim düzeyini olumsuz etkiler (daraltır),

(vii) Çoklu makro denge vardır,

(viii) Para krizinin vukû bulmasında anahtar unsur reel sektör firma blançosu kötüleşmesidir. Kriz döviz kuru artışı ile firma blançosu kötüleşmesi arasındaki karşılıklı etkileşim tarafından meydana getirilmekte, bu 2 fenomen arasında bir devir dâim oluşmaktadır.

Aghion et al. (2000,2001)'de “blanço” yaklaşımı modellerinde varılan bazı önemli sonuçlar şunlardır:²³⁵

(i) Ekonomide döviz cinsinden kısa vadeli borç miktarı büyükse bu ekonominin para krizine düşmesi daha muhtemeldir. Fakat reel sektörün dış rekabet gücü arttıkça para krizinin vukû bulması ihtimali azalır. Ekonomide döviz cinsinden borç, ister finansal firmalara isterse kamuya ait olsun, para krizinin meydana gelmesine yine de yardım eder.

(ii) Bir para krizi sabit kur sistemi altında vukû bulabileceği gibi serbest kur sistemi altında da vukû bulabilir. Çünkü ilk olarak bir dış şok, sonucunda da âni, beklenmedik ve büyük bir başlangıç döviz kuru artışının serbest kur sistemi altında da meydana gelebilmesi; bunun da reel sektörde döviz cinsinden borçlu firmaların blançolarını kötüleştirilmesi mümkündür. İkinci olarak bu çalışmalarda tasavvur edildiği suretteki bir para krizinin ana kaynağı özel firma blançolarının kötüleşmesidir. Bu çerçevede bir para krizi ayrıca örneğin serbest kur sistemi varken ve merkez bankasının döviz rezervlerinde bir azalma görülüyor iken de vukû bulabilir.

(iii) Para krizinin vukû bulmasında uluslararası ödünç vericilerin kötümser beklentileri temel rolü oynayabilir. Çünkü başlangıç dış şok “kendiliğinden vaki” karakterde yani beklentisel şok da olabilir. Bu münasebetle “beklentiler” ekonomiyi “çoklu dengeye götürür.

(iv) Kamu sektörü finansal dengesizliklerinin yurtiçi para birimi üzerinde istikrarsızlaştırıcı etkilerinin olduğu ve para krizinin vukû bulmasında kanonikal modellerce

²³⁴ Aghion et al. (2001).

²³⁵ Aghion et al. (2000), s. 27-8.

ileri sürüldüğü gibi önemli rol oynadığı doğrudur. Fakat sözkonusu etkiler kanonikal modellerde ifade edildiğinin aksine parasal değişkenler^(*) kanalıyla meydana gelmez. Para krizinin vukû bulmasında reel sektör firma bilançolarının kötüleşmesi merkez alındığında kamu sektörü finansal dengesizlikleri ve bütçe açığı reel sektör firma bilançoları üzerinde “dışlama etkisi” meydana getirerek para krizinin vukû bulmasında önemli rol oynar.²³⁶ Kamu sektörü finansal dengesizliklerinin reel sektör firma bilançosu üzerine “dışlama etkisi”, kamunun ödünç piyasalarına borçlanmak üzere girmesi ve ödünç piyasalarında faiz oranlarının yükselmesi üzerinden gerçekleşir. Özellikle kamu borcu büyük bir kısmı itibarıyla döviz cinsinden olduğunda ve reel sektör firmaları kredi tahdidi altında^(**) iken kamu finansal dengesizliğinin sözkonusu “dışlama etkisi” ve dolayısıyla da para krizinin vukû bulmasında rolü daha büyük olur.

(v) Sıkı para politikası sonucunda da faiz oranlarında artış orta vadede ekonomide daima bir borç yükü etkisi üretir. Çünkü ödünç faiz oranlarının artışı reel sektörde kredi tahdidine tâbi firmaların bilançolarını kötüleştirir ve ekonomide daralmaya götürür. Dolayısıyla sabit kuru savunmak maksadıyla yüksek faiz politikası, bu kanalda da sabit kurun sürdürülmesi bakımından 2 zıt etkiye sahiptir. Tıpkı ikiz para ve bankacılık krizi literatüründe yüksek faizin finansal firma bilançolarını kötüleştirerek finansal firmalara duyulan güveni zayıflatması ve finansal sektörden ülke dışına uluslararası finansal sermaye çıkışını artırması, böylece sabit kur üzerinde yukarı yönlü baskıların artması suretindeki hadiseler zincirinde olduğu gibi.

Aghion et al. (2001)'de para krizlerini açıklamak üzere inşa edilen reel sektör firma bilançosu kötüleşmesi modeli

Aghion et al (2001)'de para krizlerini açıklamak üzere inşa edilen “reel sektör firma bilançosu kötüleşmesi”^(***) yaklaşımı şu surette tasvir ve analiz edilebilir:

Model 5 ana husus üzerine oturmaktadır:

- (i) PPP teoremi ve tek fiyat kanunu geçerlidir,
- (ii) Firmalar yatırım ve üretimlerini finanse için ödünç fon almak zorunda yani “kredi tahdidi” altındadırlar,
- (iii) Firmalar döviz cinsinden büyük miktarda borçlu durumdadırlar,
- (iv) Mal^(****) fiyatları kısa vadede katı, dolayısıyla döviz kuru artışlarına firmalarca uyarlanamamaktadır,

(*) bütçe açığının parasallaştırılması ve parasal genişleme

²³⁶ Aghion et al. (2000,2001), s. 27 ve 24.

(**) yatırım ve üretimlerini finanse için kredilere kuvvetli derecede bağımlı

(***) sözkonusu çalışmada yer aldığı şekliyle “şirket bilançosu”

(****) imalat ürünleri

(v) Mal fiyatları döviz cinsinden değil ulusal para cinsindedir; dolayısıyla firmalar ihracatçı değildirler ve bunun sonucunda onların satış gelirleri ulusal para cinsinden olup döviz cinsinden değildir.

Modelde ekonomi para krizine özel firmaların kredi tahditleri ile kısa vadede nominal fiyat katılıklarının oynadıkları karşılıklı rol tarafından sürüklenmektedir.^(*)

Model; döviz piyasası dengesi, kredi piyasası dengesi, para piyasası dengesi ve mal piyasası (servet) dengesi üzerine kurulmuştur ve bu piyasalarda eş anlı dengeyi temsil eden bir genel denge modelidir. Çalışmada genel denge modeli IPLM-W (faiz-paritesi LM ve Servet dengesi) olarak ifade edilmiştir. Burada IP, parite (döviz kuru)-faiz dengesini temsil etmektedir (döviz ve kredi piyasası dengesi). Bununla beraber IP yi yatırım-döviz kuru eşanlı dengesi şeklinde kabul etmek de mümkün, hatta daha anlamlıdır. Çünkü modelde P (döviz kuru paritesi) $\rightarrow i(P) \rightarrow I(i)$ illiyet münasebeti vardır.^(**) LM, para piyasası dengesini, W de servet (mal piyasası) dengesini temsil etmektedir.

Modelde döviz kurunda beklenmedik büyük bir artışın (dış şokun) firma blançolarını kötüleştirilmesi merkez alınmaktadır. Beklenmedik döviz kuru artışı (PPP den döviz kurunun sapması) bir taraftan i yi (kredi piyasalarında kredi faiz oranlarını) artırarak firmaları likidite sıkıntısına düşürmektedir. Çünkü kredi faizleri arttığında firmaların borçlanma maliyetleri de artmakta ve şartları ağırlaşmaktadır. Beklenmedik döviz kuru artışı, diğer taraftan da firmaların döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden ve reel değerini artırarak firma blançolarını kötüleştirmektedir.

Ayrıca benzer şekilde finansal firma blançolarının kötüleşmesi bankaların kredilerini (aktiflerini) tasfiye etmelerine yani kredilerini reel sektör firmalarından erkenden geri çağırmalarına götürmektedir. Bu, reel sektörde hem firmaların likidite sıkıntısını daha da artırmakta hem de yatırımları akâmete uğratmaktadır.

Modelde W firma sahiplerinin reel net servetini ifade etmektedir ki firmanın blanço değeri ile özdeştir. Firma blançosunun kötüleşmesi firmanın net değerini yani firma sahiplerinin servetini azaltır. Firma yatırımları modelde bu hususta firma sahiplerinin net servetinin (W) (yani firma blanço değerinin) artan fonksiyonudur. Dolayısıyla blanço kötüleşmesi ve W de düşme özel firma yatırımlarında ve üretimde düşmeye yol açar.

Modelde firma yatırımları diğer taraftan i nin azalan (ters) fonksiyonudur.

Dolayısıyla firma yatırımları ve üretim modelde 2 kanaldan döviz kuru artışına bağlanmış haldedir: i üzerinden ve W üzerinden.

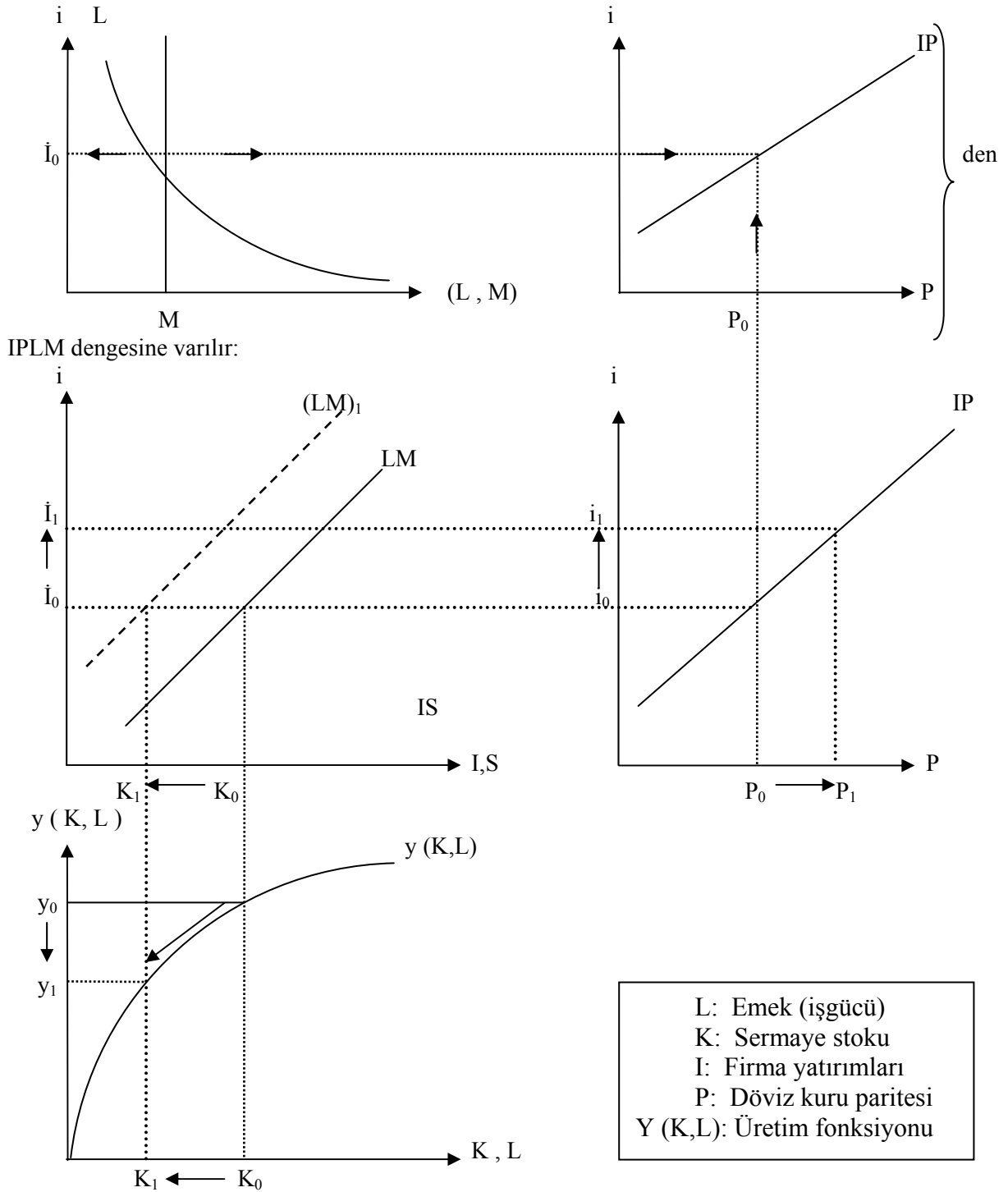
^(*) ya da para krizi sözkonusu rol tarafından yönlendirilmektedir.

^(**) Bu durumda IP döviz kuru-Firma yatırımları eşanlı dengesine dönüşür, ancak yalnızca kredi piyasası dengesi üzerinden.

IPLM-W modeline genel bir bakış denemesi:

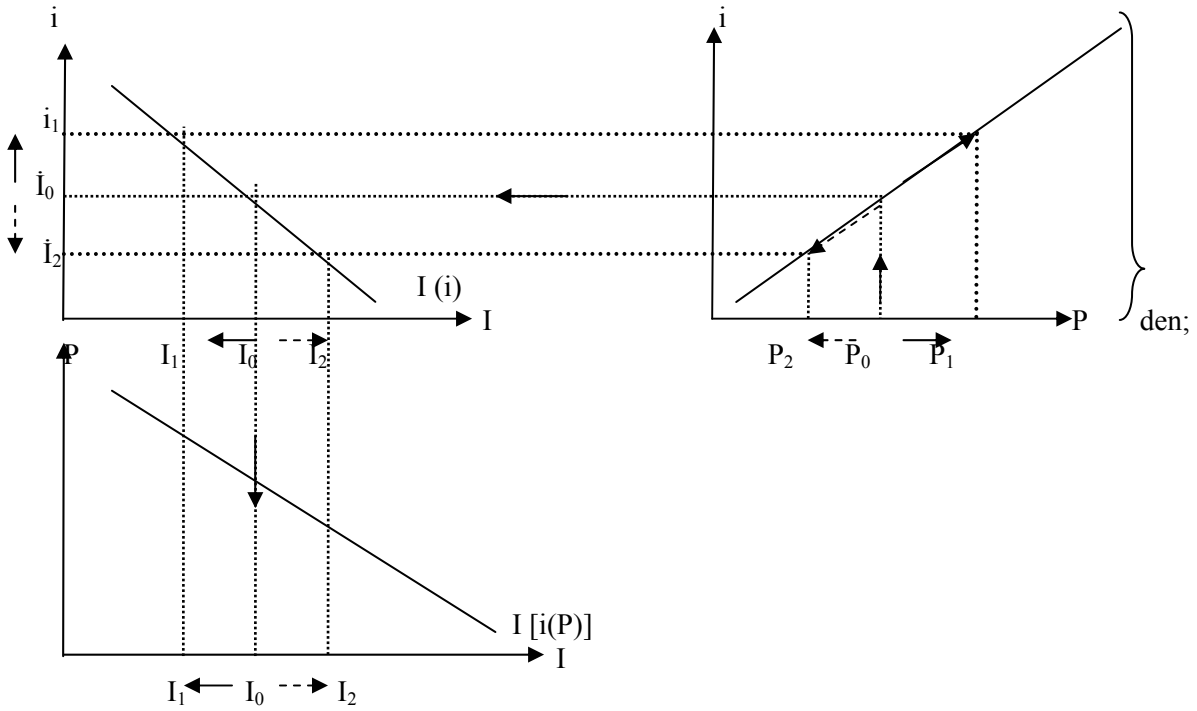
Mal piyasasında nominal fiyatlar kısa vadede sabit iken beklenmedik döviz kuru artışı sebebiyle firmaların net birim kârları düşer (döviz cinsinden borçlarının reel yükü yükseldiği ve fiyatlar katı olduğu için).

Döviz kuru arttığında bu, ödünç piyasalarında kredi faiz oranlarında artışa götürür ki Parite-Faiz dengesi (IP) bunu [aslında $I(i)$ -P dengesini] ifade eder:



Grafik: 3.1: IPLM dengesi

Bu modelde IS yerini bir bakıma IP almış görünmektedir. IP dengesi her P seviyesine, i üzerinden, karşılık gelen bir I dengesi olduğunu ifade eder. I (firma yatırımları) ve P (döviz kuru paritesi) arasında bağlantı hem i hem de döviz cinsinden borçların reel yükü \rightarrow firma net kârı ve blanço değeri \rightarrow firma sahiplerinin net serveti \rightarrow firma sahiplerinin yeni yatırım yapma arzusu üzerinden kurulmaktadır:

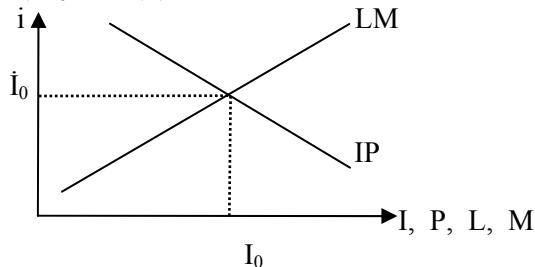


Grafik 3.2: IP dengesi

şeklinde IP eğrisine [döviz kuru paritesi-yatırım (\leftarrow faiz) dengesi veya döviz piyasası-kredi piyasası eşanlı dengesine] varılır.

LM dengesi i üzerinden I yı (yatırımları) yine bu modelde de belirlemektedir. Bu durumda firma yatırımlarıyla ilgili olarak $I(P_{arite}, i)$ fonksiyonu yazılabilir. Böylece burada IPLM (döviz piyasası, kredi piyasası ve para piyasası eşanlı) dengesine varılmaktadır. IPLM dengesi grafik olarak şöyle tasvir edilebilir:

($P \rightarrow$) i yani $i(P)$



Grafik 3.3: IP-LM dengesi

i değişkeni hem LM hem de IP ile ilgili olarak ortak değişkendir. Yani i yi hem LM (para piyasası dengesi) hem de P (döviz piyasası dengesi) belirlemekte, i de I yı [dolayısıyla I, K üzerinden y yi (üretimi)] belirlemektedir.

Acaba W (firmanın net kârı-firma sahiplerinin net serveti) modele nasıl dahil edilmektedir?

Burada W firma sahiplerinin net servetidir ki bir kaynağını firmanın net kârları oluşturmaktadır. Firma sahiplerinin net serveti arttığında onların yatırım yapma arzuları kuvvetlenir; yatırım ve üretim artar. Firmanın net kârı ve blanço değeri düştüğünde firma sahiplerinin net serveti (W) azalır, firma sahiplerinin yatırım yapma arzusu zayıflar; yatırımlar ve üretim düşer.

Bu çerçevede W - I (yatırım arzusu) arasında eşanlı dengeden söz edilebilir. P ile I arasında W üzerinden de bir bağlantı vardır.

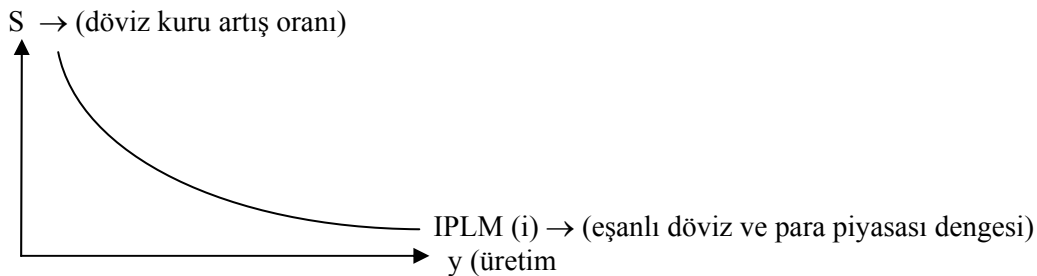
Yatırım ve üretimde düşme (gelecek dönemde), para stoku veri iken, döviz kurunda tekrar artışa^(*) götürür.

Bu denemede analiz şöyle de devam ettirilebilir:

IP - LM eşanlı dengesi; i yi belirliyor, dolayısıyla da i üzerinden y yi belirliyor.

Bir diğer açıdan P (döviz kuru artışı) $IPLM$ (i) üzerinden (önce i yi belirleyerek ve sonra i nin de y yi belirlemesi suretinde) y yi belirlemektedir. Yani $IPLM$ eşanlı dengesi i üzerinden döviz kurunu y ye (üretim seviyesine) bağlamaktadır. Bu durumda $IPLM$ eğrisi döviz kuru (Parite) değişmelerini y ye (olumsuz yönde) dönüştürmektedir. Firmaların ihracatçı olmadıkları yani gelirlerinin döviz cinsinden olmadığı varsayımı altında $IPLM$ eğrisi P yi y ye olumsuz yönde bağlamaktadır.^(**)

Bu bizi S yi döviz kuru artış oranı kabul ettiğimizde



Grafik 3.4: $IPLM$ (eşanlı döviz ve para piyasası) denge eğrisi

$IPLM(i)$ eğrisine (eşanlı döviz ve para piyasası dengesine) götürür (şekil 1 de).

Döviz kuru artışı W üzerinden de I yi ve y yi olumsuz etkilemektedir. Zira döviz kuru artışı; firmanın net blanço değerini, dolayısıyla da firma sahiplerinin servetini azaltarak firma sahiplerinin yatırım yapma arzusunu zayıflatmakta, bu da gerçekleşen yatırımlarda ve de üretim (y) de daralmaya götürmektedir.

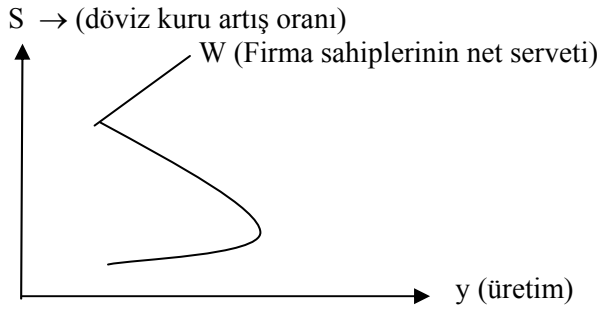
Buna göre döviz kuru artışı W üzerinden de I ya ve sonunda ütime (y) ye bağlanmaktadır. W eğrisi de bu durumda ayrı bir kanal olarak döviz kuru artışını, genellikle yine olumsuz yönde, ütime (y ye) dönüştürmektedir.^(***)

(*) depresyasyona veya sabit kur sistemi varsa kuvvetli uluslar arası spekülasyon baskısına ve sonuçta devalüasyona

(**) Burada belirleyici olan önce P dir; ancak P daha sonra da hem belirleyici fakat hem de y ce belirlenen olacaktır.

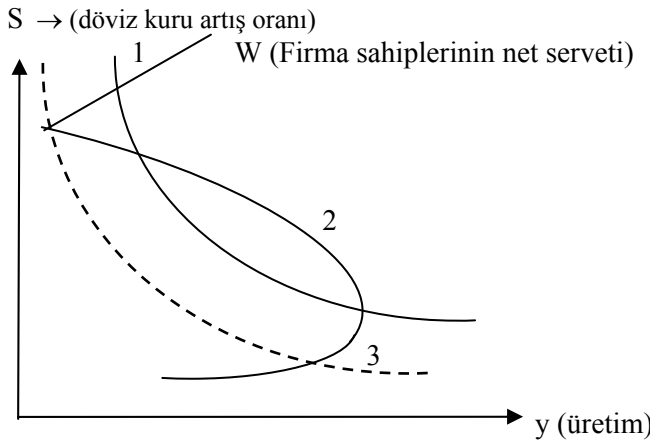
(***) firma döviz cinsinden borçlu, mal fiyatları kısa vadede katı olduğu; mal fiyatları ve firma gelirlerinin döviz cinsinden olmadıkları varsayımları altında.

Nitekim S yi döviz kuru artış oranı kabul ettiğimizde döviz kuru ile y arasında W kanalıyla işleyen münasebetle ilgili olarak Aghion et al. (2001)'de



Grafik 3.5: Kur artışı ile üretim bağlantısı (firma sahiplerinin net serveti üzerinden) . grafiğine varılmıştır^(*) (şekil 2 de).

Döviz kuru artış oranı (S) ile ekonomide üretim seviyesi (y) arasında bağlantı kurmakta olan 2 farklı kanalı ifade eden W ve IPLM eğrilerinin kesişimi ekonomide genel denge modeline ulaştırmaktadır.²³⁷



Ekonomide IPLM-W genel dengesi
Grafik 3.6: Döviz kuru paritesi/faiz-para piyasası ve servet genel denge modeli

Aghion et al (2001)'de varılan IPLM-W genel denge modeli çerçevesinde kriz yönetimi politikalarının^(**) değerlendirilmesi mümkündür.^(***)

(*) Burada W eğrisinin eşeklinin niçin bu surette ve 3 kısım olduğu mutlaka izah edilmelidir.

²³⁷ Athion et al (2001)'de şekil 3.

(**) örneğin genişletici veya daraltıcı para ve maliye politikalarının

(***) Yukardaki IPLM-W genel denge modeli grafiğinde;

(1) IPLM eğrisinin şekli örneğin niçin yandaki gibi şeklinde değil de böyle olduğu teorik temellere kavuşturulmalıdır.

(2) W eğrisinin niçin böyle 3 kısımdan oluştuğu teorik temellere kavuşturulmalıdır.

(3) W eğrisinin 2. kısımdaki şekli (azalan oluşu), IPLM eğrisinin tersine yönlü oluşu teorik olarak izah edilmiştir.

(4) W nin 3 farklı kısımdan ibaret oluşu modeli çoklu dengeye götürmektedir.

(5) İktisat politikalarının kriz yönetiminde etkinliği tartışılırken herhangi bir politikanın IPLM veya W eğrisini hangi yönde kaydıracağı üzerinde mutlaka durulmalıdır.

3. “Blanço Kötüleşmesi” Yaklaşımının Üçüncü Versiyonu

Bu model blanço kötüleşmesi modelinin bir versiyonudur ve Krugman (1999)daki modele temelde son derece benzemektedir. Aktif piyasası dengesi ile blanço kötüleşmesi yaklaşımının bir sentezi olup Krugman (2000)'de inşa edilmiştir.

Modelde reel sektörde firmalar döviz cinsinden büyük miktarda borca sahiptirler.

Para stoku sabit kabul edilmektedir. Bir bakıma para piyasasında para stoku veridir.

“Kendiliğinden vuku bulan” para krizi konu alınmıştır.

Model ana hatlarıyla nominal döviz kurundaki artışın; aktif piyasası, Net ihracat malları ve genel olarak mal piyasası, yatırım malları piyasası üzerinden ekonomide toplam üretime yani çıktıya etkilerini ele alıp incelemektedir.

Döviz kurunda başlangıç artış dışsal ve veridir. Bu, “kendiliğinden vuku bulan” kötümser beklentilere de bağlanabilir.

Modelde sözkonusu olan aktifler ulusal para cinsinden finansal aktiflerdir. Bir diğer ifadeyle modelde yurtiçi aktif piyasası dengesi konu alınmış, döviz cinsinden tahviller gözardı edilmiştir. Bir diğer açıdan aktif piyasasından burada ulusal para cinsinden fon piyasalarını anlamak gerekir.

Model döviz kuru (E) ile ekonomideki toplam üretim (y) arasında 2 mekanizma üzerinden bağlantı kurmaktadır. Modelde E ile y arasındaki 2 ana bağlantı bir taraftan ulusal para cinsinden Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) üzerinden, diğer taraftan da Mal piyasası dengesi (GG eğrisi) üzerinden kurulmaktadır.

Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) döviz kuru (E) artışı ile toplam üretim (y) arasında bağlantıyı paritesi-faiz eşanlı dengesi üzerinden kurmaktadır. Bir bakıma AA (Aktif piyasası) eğrisi döviz kuru paritesi-faiz eşanlı dengesini temsil etmektedir. Yani AA eğrisi; (i) döviz piyasası dengesini, (ii) ulusal para cinsinden aktif piyasası dengesini, (iii) yatırım malları piyasası ve mal piyasası-üretim dengesini eşanlı denge olarak temsil etmekte; böylece E ile y arasında bağlantı kurmaktadır.

Aktif piyasası, döviz piyasası ve yatırım malları-üretim piyasası eşanlı dengesini temsil eden Aktif piyasası denge (AA) eğrisinin ifade ettiği E ile y arasındaki bağlantı^(*) şöyle tasvir edilebilir:

Başlangıç, dışsal olarak döviz kuru (E) artmaktadır. Döviz kuru (E) artışı yurtiçi piyasalarda ulusal para cinsinden fon arzını (ulusal para cinsinden finansal aktif talebini) düşürür. Çünkü döviz kuru artışı fonların ulusal para cinsinden nakit ve aktiflerden döviz cinsinden nakit (mevduat) ve aktiflere kaymasına (para ve tahvil ikamesine) yol açar. Ulusal para cinsinden ödünç arzının (ulusal para cinsinden finansal aktif talebinin) daralması, ulusal para cinsinden aktif fiyatlarını (P_T) düşürür ve yurtiçi tahvil faiz oranlarını (i_T veya kısaca i) artırır. E arttığında döviz kuru paritesi-faiz dengesi gereğince sonuçta yurtiçi aktif

^(*) Bu, E ile y arasında Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) üzerinden kurulan bağlantıdır.

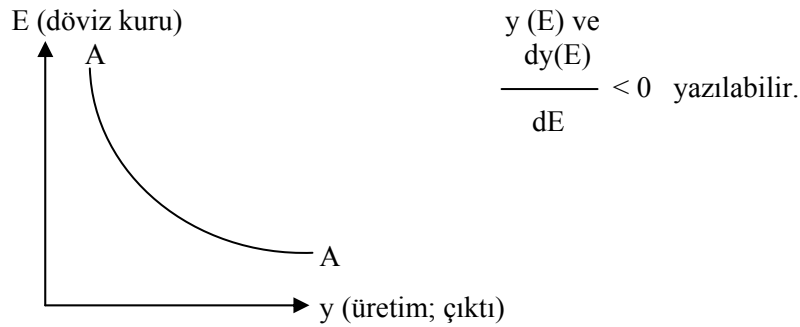
piyasalarında fiyatlar düşer ve faiz oranları artar. Burada bir bakıma döviz kuru (E) artışına yurtiçi aktif piyasalarında faiz oranı (i) uyarlanmaktadır.^(*) Yurtiçi aktif piyasalarında fiyatların düşmesi (faizlerin artması) firmaların tahvillerini tedavüle ihraç fiyatını düşürür, maliyetini artırarak yatırımlarını finanse etmelerini zorlaştırır ve hem yatırım kapasitesini hem de gerçekleşen yatırım seviyesini, dolayısıyla da gelecek dönem üretim seviyesini düşürür. Üretim ayrıca firmanın “çalışma sermayesi” yetersizliği sebebiyle aynı dönem içinde de düşebilir. Bu durumda E artışı Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) üzerinden üretimi (y) düşürür.

Döviz kuru (E) ile ekonomide toplam üretim (çıktı) (y) arasındaki ana bağlantı, Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) üzerinden, aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

$$E \uparrow; \rightarrow \underbrace{[i(E)] \uparrow}_{\substack{\text{i tahvil} \\ \text{(para arzı/stoku sabit} \\ \text{varsayılıyor)}}} \rightarrow [I(i)] \downarrow \rightarrow \underbrace{[K(I)] \downarrow}_{\substack{\text{Sabit sermaye} \\ \text{stoku}}} \rightarrow [y(K)] \downarrow$$

Özetle $E \uparrow \rightarrow [y(E)] \downarrow$ dir.

Buna göre E ile y arasında Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) üzerinden mevcut olup işleyen bağlantı negatif bir bağlantıdır. E arttığında y düştüğü için Aktif piyasası eğrisi (AA) y yi E ye negatif eğimle bağlamaktadır.²³⁸



Grafik 3.7: Aktif piyasası denge eğrisi

E ile y arasında net ihracat ve genel olarak mal piyasası dengesi (GG eğrisi) üzerinden modelde kurulan, 2. ana bağlantı mekanizması şöyle tasvir edilebilir:

Döviz kuru (E) artışının başlıca 2 etkisi vardır: (i) İhracat ve ithalat malları üzerine etkisi. Döviz kuru artınca ihracat mal fiyatlarının ulusal para cinsinden değeri artar, ithalat mal fiyatlarının ulusal para cinsinden değeri ise azalır. Kısaca ihracatın kârlılığı artar, ithalatın kârlılığı düşer ve sonuçta Net ihracat (NX) artar. Bu, mal piyasasında üretimin artmasını ifade eder. (ii) Blanço kötüleşme etkisi. Firmalar döviz cinsinden büyük miktarda borçlu varsayılmışlardır. Döviz kuru (E) artışı, firmaların döviz cinsinden borçlarının reel değerini ve ulusal para cinsinden yükünü artırarak, blançolarını kötüleştirir. Firma blançolarının kötüleşmesi; bir taraftan firmanın likidite sıkıntısını artırıp yatırım kapasitesini ve diğer

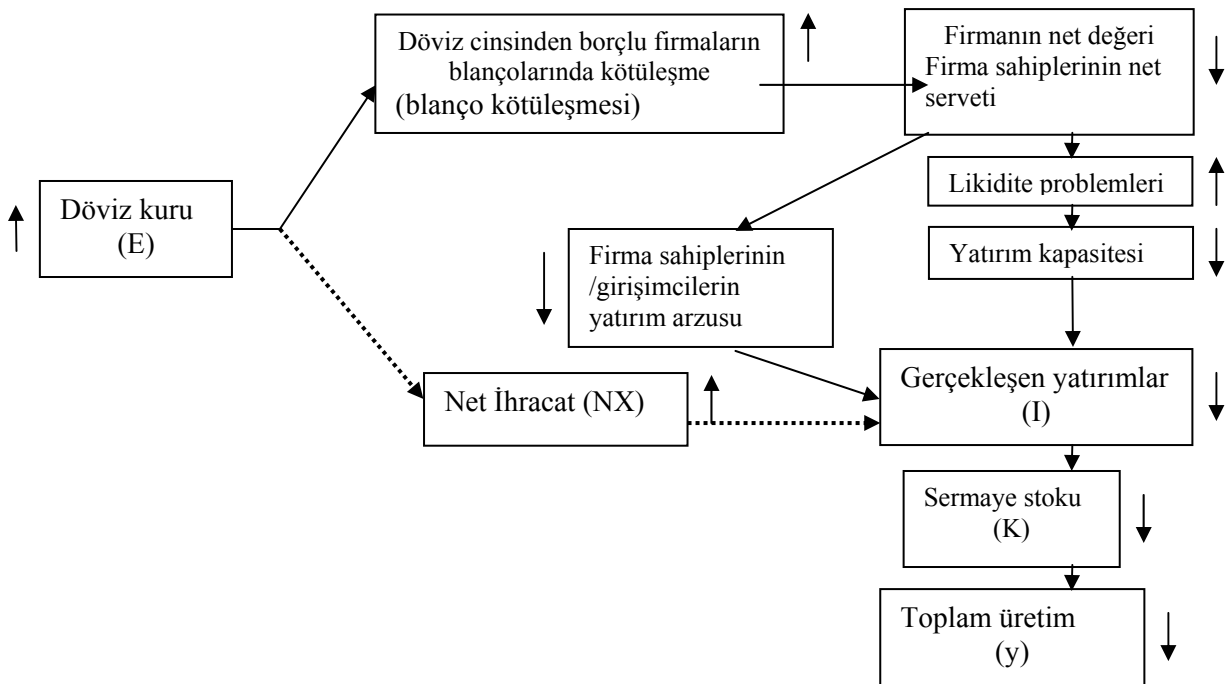
^(*) Modelde i yurtiçi aktif piyasalarında aktif faiz oranıdır ve dış faiz oranları (i*) ile (ekonomi ve firmanın vs. taşıdığı) sabit risk priminin toplamına eşittir. Modele göre i yi; (i) i* , (ii) E değişmesi (artışı) ve (iii) sabit risk primi belirlemektedir. 3 ünden herbirisi arttığında da i artar.

²³⁸ Krugman (2000), Şekil: 1.

tarafından da firmanın net değerini düşürüp firma sahiplerinin servetini azaltarak firma sahiplerinin yeni yatırım yapma arzusunu zayıflatır. Blanço kötüleşmesi, sonuçta, firmaların gerçekleşen yatırımlarını, dolayısıyla gelecek dönem üretim seviyesini düşürür. Döviz kuru artışı, blanço kötüleşmesine götürmek üzerinden, sonuçta firma yatırımlarında ve üretimde (y) daralma meydana getirmektedir. Blanço kötüleşmesi aynı zamanda ihracatçı firmaların ihracatları yani net ihracat üzerinde de eğer bu firmalar döviz cinsinden borçlu iseler olumsuz etki doğurur..

Döviz kuru (E) artışı ile ekonomide toplam üretim (y) arasında net ihracat ve mal piyasası dengesi (GG eğrisi) üzerinden kurulan ana bağlantı şöyle özetlenebilir:

Şema 3.7: Döviz kuru (E) ile Toplam üretim (y) Arasında Net İhracat ve Blanço Kötüleşmesi yani Mal Piyasası Dengesi (GG) üzerinden Kurulan Bağlantı

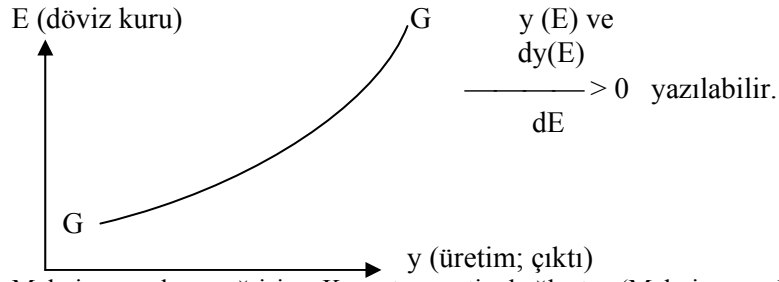


Kaynak: Krugman (2000)'den hareketle oluşturulmuştur.:

Döviz kuru (E) ile I yi ve y yi 2 farklı kanalla ve zıt yönlerde etkilemektedir. E artışı I ve y yi; NX üzerinden olumlu fakat blanço kötüleşmesi mekanizması üzerinden de olumsuz yönde etkilemektedir. E artışının I ve y üzerinde net etkisi ise NX in olumlu ve blanço kötüleşmesinin olumsuz etkisinden hangisinin ve ne derecede kuvvetli olduğuna bağlıdır. Bir bakıma net etki NX etkisi ile firmaların döviz cinsinden borç yüklerinin ne kadar ağır olduğuna bağlıdır.

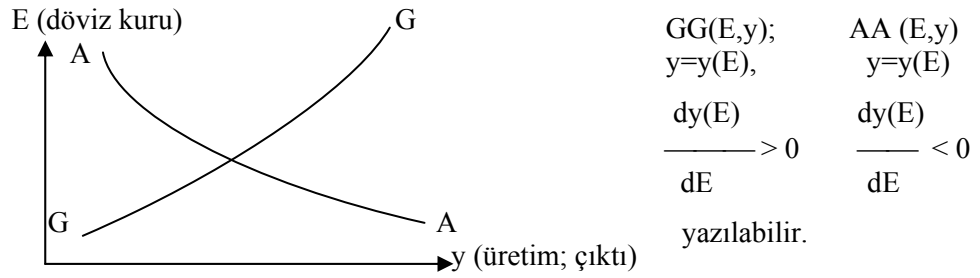
Mal piyasası dengesi (GG eğrisi) toplam üretimi (y) döviz kuruna (E) Krugman (2000)'de²³⁹ önce genel bir şekilde ve pozitif bir eğimle bağlamaktadır. Buna göre GG eğrisi üzerinden toplam üretim (y) döviz kurunun (E) artan fonksiyonudur (yani GG eğrisinin eğimi pozitiftir):

²³⁹ Krugman (2000), Şekil: 1.



Grafik 3.8: Mal piyasası denge eğrisi ve Kur artışı-üretim bağlantısı (Mal piyasası dengesi üzerinden, kur artışının net servet üzerine etkisi dikkate alınmamış)

Şimdi eşanlı genel dengeye varılabilir. Döviz kuru (E) artışının toplam üretime (y) her 2 bağlantı üzerinden etkisi yani hem Aktif piyasası dengesi (AA eğrisi) hem de Mal piyasası dengesi (GG eğrisi) birlikte ve eşanlı olarak dikkate alınıp E,y düzleminde çizildiğinde genel (eşanlı) dengeye varılır. AA eğrisinin de GG eğrisinin de aynı E,y düzlemine aktarılması mümkündür, çünkü her 2 eğri de E ile y arasında bağlantı kurmaktadır yani $y(E)$ şeklinde [y ; E nin fonksiyonu olarak] yazılabilir. AA (E,y) ve GG (E,y) eğrilerini aynı koordinat düzleminde çizersek;



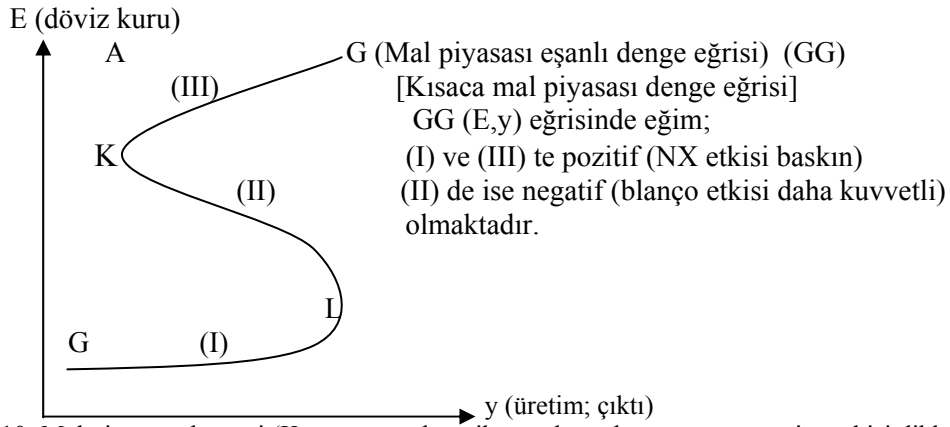
Grafik 3.9: Mal piyasası-Aktif piyasası eşanlı dengesi

grafiğine varılır.²⁴⁰ Bu, istikrarlı ve tek dengedir.

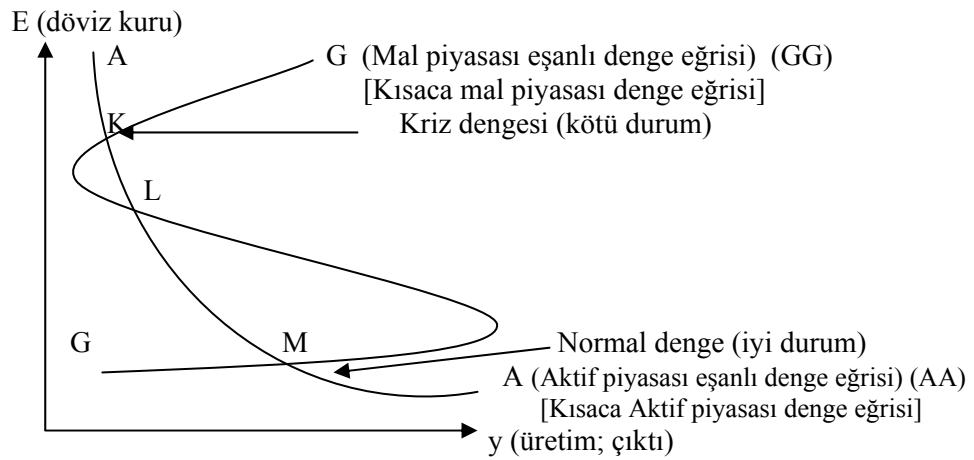
Burada GG eğrisinin daima pozitif eğimli çizilmiş olması, Krugman (2000)'e göre, döviz kuru (E) artışının yalnızca Net ihracat (NX) etkisinin mevcut olduğu veya net ihracat (NX) etkisinin blanço kötüleşme etkisinden daha kuvvetli varsayılmasından ileri gelmektedir.²⁴¹ Eğer döviz kuru (E) artışının blanço etkisi de dikkate alınır ve bu etkinin Net ihracat etkisinden bazen daha zayıf fakat bazen de daha kuvvetli olduğu varsayılır ise Krugman (2000)'e göre Mal piyasası denge (GG) eğrisi E,y düzleminde bu defa kimi kısımda pozitif fakat kimi kısımda da negatif eğimli çizilmelidir. NX etkisinin kuvvetli olduğu kısımda GG eğrisi pozitif eğimli (artan), blanço etkisinin daha kuvvetli olduğu kısımda ise GG eğrisi negatif eğimli (azalan) olacak; böylece GG eğrisi S şeklini alacaktır. E artışının blanço etkisinin de hem de bazen daha zayıf bazen daha kuvvetli olabileceği şeklinde dikkate alınması sonucu GG eğrisinin bazen pozitif bazen de negatif eğimli yani S şeklinde çizilmesi; modele göre ekonomiyi “çoklu (ikili)” dengeye götürmektedir. Çünkü bu durumda grafikte AA ve GG eğrileri tek değil 3 noktada kesişmektedirler.

²⁴⁰ Krugman (2000), Şekil: 1.

²⁴¹ Krugman (2000), s. 11.



Grafik 3.10: Mal piyasası dengesi (Kur artışının hem ihracat hem de net servet üzerine etkisi dikkate alınmış) Kimi zaman blanço etkisinin daha kuvvetli olduğu dikkate alınarak GG eğrisi S şeklinde (bazen pozitif bazen negatif eğimli) çizildiğinde genel denge grafiği şöyle olur:²⁴²



Grafik 3.11: IPLM-W dengesi

4. Blanço Kötüleşmesi Yaklaşımının Dördüncü Versiyonu

“Blanço kötüleşmesi” yaklaşımının dördüncü versiyonu^(*) “aktif piyasası çöküşü”nü konu almaktadır ve Krugman (2001)’de inşa edilmiştir. Bu çalışmada bir “kendiliğinden vuku bulan aktif piyasası çöküşü” mekanizması tasavvur edilmektedir. Bu “kendiliğinden vaki” finansal krizde^(**) anahtar kavram reel sektör firmalarının borçlanırken borçlarına karşılık gösterecekleri “maddî teminatlar değeri” (q) kavramıdır. Krugman (2001)’de teklif edilen dördüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı Krugman (2000)’de yer alan üçüncü nesil kriz teorisine son derece benzemektedir. Bir farkla ki dördüncü nesil kriz teorisinde (“kendiliğinden vaki”)

²⁴² Krugman (2000), Şekil: 2 ve Krugman (2001), s. 23, Şekil: 2. Burada krizde para politikasının etkisi üzerine kısa bir değerlendirme yapılabilir: Aktif (tahvil) alım-satımı şeklinde merkez bankası genişletici para politikası uygulanırsa tahvil talebi artıp, tahvil fiyatı nisbeten artıp, tahvil faizi nisbeten düşük olacaktır; bu, yatırım ve üretime olumlu etki edecektir. Bu durumda genişletici para politikası uygulandığında AA eğrisi sağa kayacaktır ancak GG eğrisi sabit tutulabilir, kaymaz ise. Krizde, GG eğrisi sabit kalmak üzere aksine daraltıcı para politikası uygulanırsa AA eğrisi sola kayar. Buna göre daraltıcı para politikası uygulanırsa kriz, GG eğrisi sabit kaldığında yatışmaz, aksine şiddetlenir. [Krugman (2001), s. 24, Şekil: 3].

(*) Bu versiyona Krugman (2001)’de “dördüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı” adı verilmiştir.

(**) aktif piyasası çöküşünde

aktif piyasası çöküşü de modele dahil edilmiştir.²⁴³ Hatta aslında teklif edilen dördüncü nesil kriz teorisinde “bir kendiliğinden vaki aktif piyasası çöküşü” hikayesi konu alınmaktadır.

Krugman (2001)’e göre dördüncü (yeni) nesil finansal kriz teorisi yaklaşımı münhasıran ne para krizini ne de bankacılık krizini konu almamalıdır. Yeni (dördüncü) nesil kriz teorisi; hem para hem bankacılık krizlerini hem de aktif piyasası çöküşlerini birlikte konu alan, aralarındaki karşılıklı etkileşim ve geribesleme mekanizmalarını, bağlantıları açıklayabilen genel bir finansal kriz modeli olmalıdır.²⁴⁴

Dördüncü nesil kriz teorisi tasavvurunda da model, 3. nesil kriz teorisinin Krugman (2000) versiyonunda olduğu gibi, eşanlı Aktif piyasası dengesi (AA) ve eşanlı Mal piyasası dengesi (GG) üzerine oturmaktadır. Aktif piyasası denge (AA) eğrisi “maddî teminatlar değeri” (q) ile toplam üretim (y) arasında bağlantı kurmaktadır. Maddî teminatlar (q) ile üretim (y) arasındaki ilk ana bağlantı budur. GG eğrisi (mal piyasası denge eğrisi) de yine maddî teminatlar değeri (q) ile üretim (y) arasında ikinci ana bağlantıdır. Şu halde maddî teminatlar değeri (q) ile üretim (y) birbirlerine iki ana kanal yani hem Aktif piyasası denge eğrisi (AA eğrisi) hem de Mal piyasası denge eğrisi (GG eğrisi) üzerinden bağlanmaktadır. Aktif piyasasının ve Mal piyasasının q,y düzleminde eşanlı dengesi genel dengeye götürmektedir. Bir diğer ifadeyle AA (q,y) ve GG (q,y) eğrilerinin kesişimi (ortak çözümü) q ile y düzleminde genel dengeye ulaştırmaktadır.

Krugman (2001)’de 2 dönemli bir ekonomi varsayılmıştır (t_0 ve t_1 dönemleri). Firmalar kredi tahdidi altındadır yani borçlanma kapasitesi üzerinden onların blançoları yatırım kapasitelerini etkiler. Onlar yatırımlarını borçlanma yoluyla finanse etmektedirler. Firmaların döviz cinsinden büyük miktarda borçları vardır.

Buradaki modelde q ile y arasındaki bağlantı karşılıklı bir fonksiyonel münasebet mahiyetindedir. Yani q ile y arasındaki illiyet zinciri hem $q \rightarrow y$ yönünde hem de $y \rightarrow q$ yönünde işlemektedir.

“Kendiliğinden vuku bulan” aktif piyasası çöküşü mekanizması şöyledir:

Başlangıç ve veri olarak (t_0 döneminde) sözkonusu firmanın tahvillerine ve kendisine yönelik bir güven kaybı meydana gelmektedir. Başlangıçta oluşan kötümser^(*) beklenti, isterse “kendiliğinden vaki” karakterde oluşmuş yani vehimden ibaret olsun, firmanın yeni kâğıt ihraç etme imkânını daraltır. Firma çekirdek parayı temin edemez, gelecek dönem yatırım ve üretimini finanse edemez (t_1 döneminde). Dolayısıyla gelecek dönemde (t_1 döneminde) gerçekleşen yatırım ve üretim düşer.

(t_1 döneminde) Yatırım ve üretim düşünce firmanın toplam kârı düşer, blançosu kötüleşir ve firmanın net piyasa değeri düşer. Bu, firmanın maddî teminat değerlerinde (q)

²⁴³ Krugman (2001), s. 14.

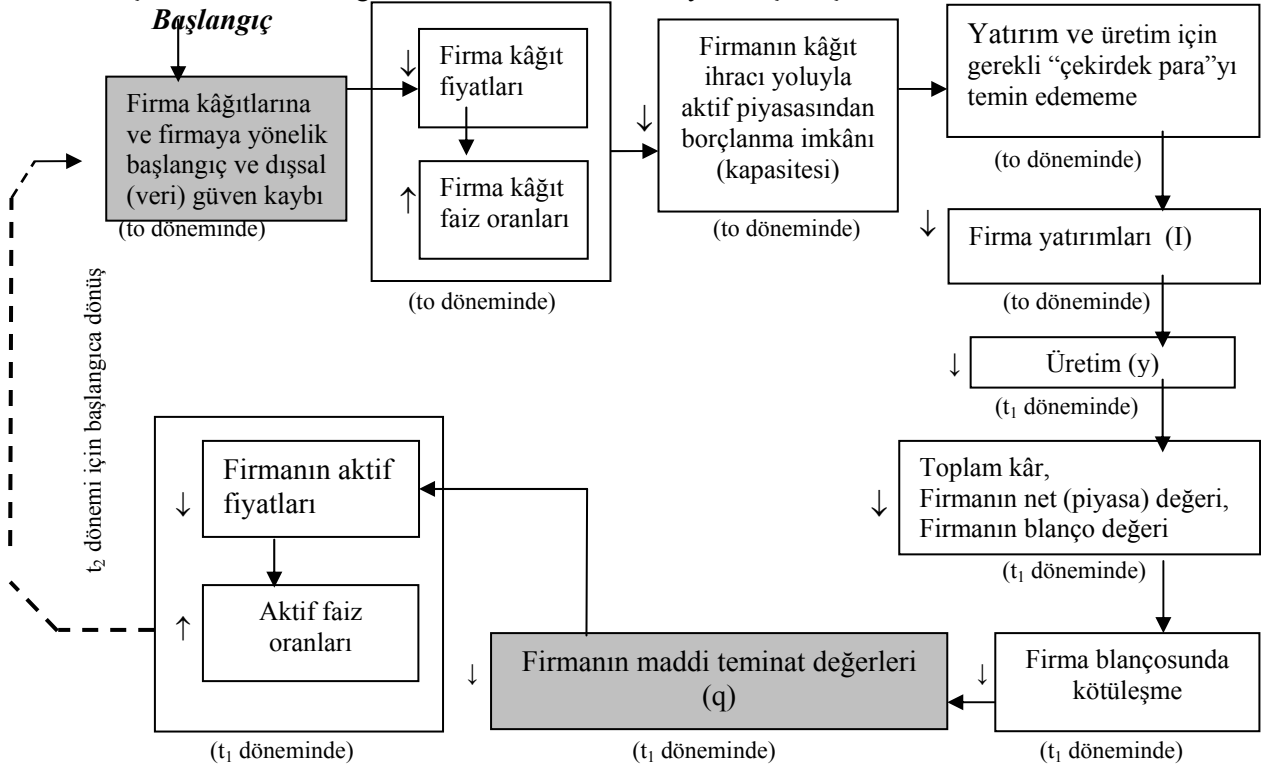
²⁴⁴ Krugman (2001), s. 2.

(*) aktif fiyatlarının düşeceği şeklinde

düşmeye götürür. Maddî teminat değerlerinde (q) düşme ise (t_1 döneminde) firmanın piyasada tedavül edegelen aktif kâğıtlarının fiyatında düşme meydana getirir.

Burada (t_1 döneminde) aktif fiyatları yalnızca, önceki dönemde (t_0 döneminde) “aktif piyasalarının düşeceği” yönünde kötümser beklentilerin varlığı sebebiyle ve maddî teminatlar değeri (q) üzerinden, düşmektedir. Bir bakıma aktif fiyatlarının “kendiliğinden vaki” çöküşü mekanizması tasavvur edilmiştir. Dahası başlangıçta dışsal kötümser beklentilerin (güven kaybının) firma kâğıtları değerinde t_0 döneminde götürdüğü kayba göre müteakip dönemde (t_1 döneminde) daha büyük bir kayıp meydana gelmektedir. Böylece aktif fiyatlarında düşme ile blanço değeri^(*) arasında maddî teminat değerlerinde (q) düşme, yatırımlarda (I) ve üretimde (y) düşme üzerinden bir “geribesleme mekanizması” tasavvur edilmiştir. Çünkü t_1 döneminde aktif fiyatlarında düşme firmanın piyasad^(**) borçlanma imkânını tekrar ve daha şiddetli derecede daraltacak; bu, t_2 döneminde yatırım (I) ve üretimde (y) düşmeye götürecektir; bu da t_2 döneminde firmanın toplam kârını düşürüp (zararını artırıp) tekrar firma net değerinde düşme meydana getirecektir. Bu ise t_2 döneminde tekrar firmanın maddî teminat değerlerinde (q) düşmeye götürecektir. Görüldüğü üzere bir devir dâim oluşmaktadır.

Şema 3.8: “Kendiliğinden vuku bulan” Aktif Piyasası Çöküş Mekanizması

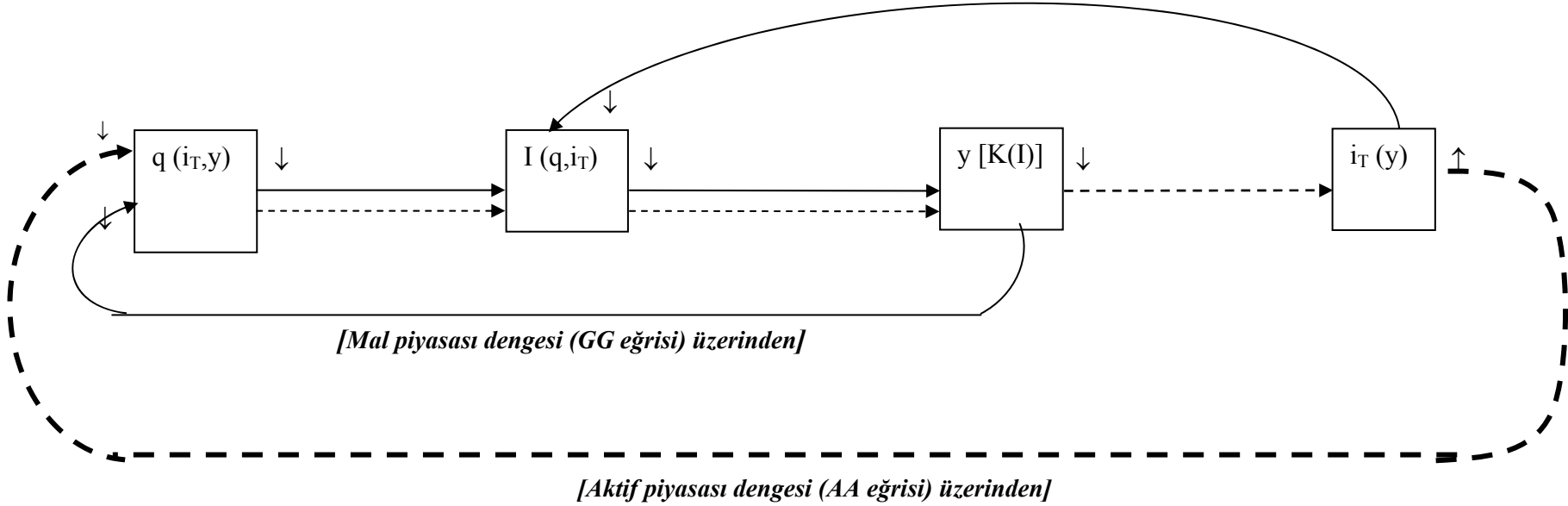


Kaynak: Krugman (2001)'den hareketle hazırlanmıştır.

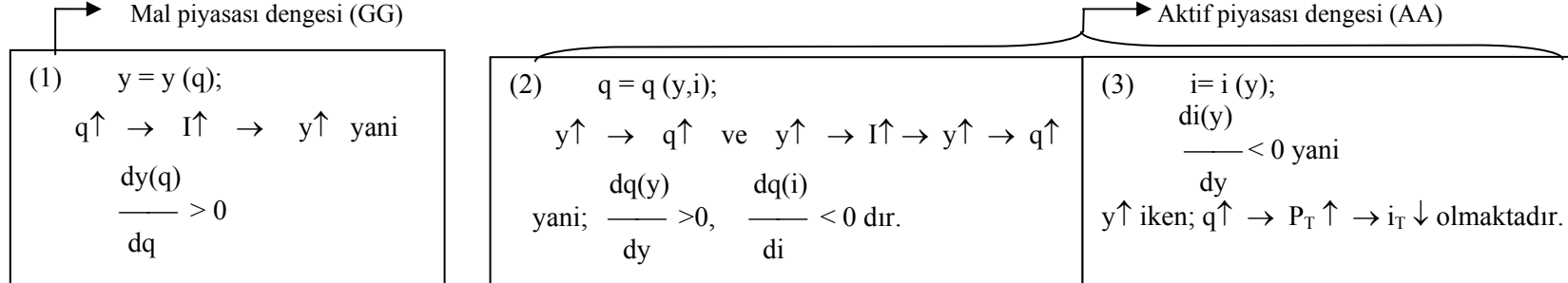
(*) blanço kötüleşmesi

(**) kâğıt ihraç edeek

Şema3.9: Krugman (2001)'de tasavvur edilen “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling aktif piyasası çöküşünde bağlantılar ve geribesleme mekanizmaları)



Yukardaki geribesleme zinciri mekanizması şemasına Krugman (2001)'de yer alan şu denklem ve münasebetlerden hareketle ulaşılmıştır:²⁴⁵



Not: Bu bağlantı ve geribesleme mekanizmaları şemasına ödünç sahiplerinin firmaya ve kâğıtlarına yönelik “güven kaybı” da yerleştirilebilir. Modelde firma aktiflerine yönelik güven kaybı sürecin başlangıcı durumunda ve dışsal olup veridir. Söz konusu “güven kaybı” $\rightarrow P_T$ basamağı y ile i arasına konulabilir. Bu durumda y ile i arasındaki doğrudan bağlantının var olup olmayacağı tartışılmalıdır.

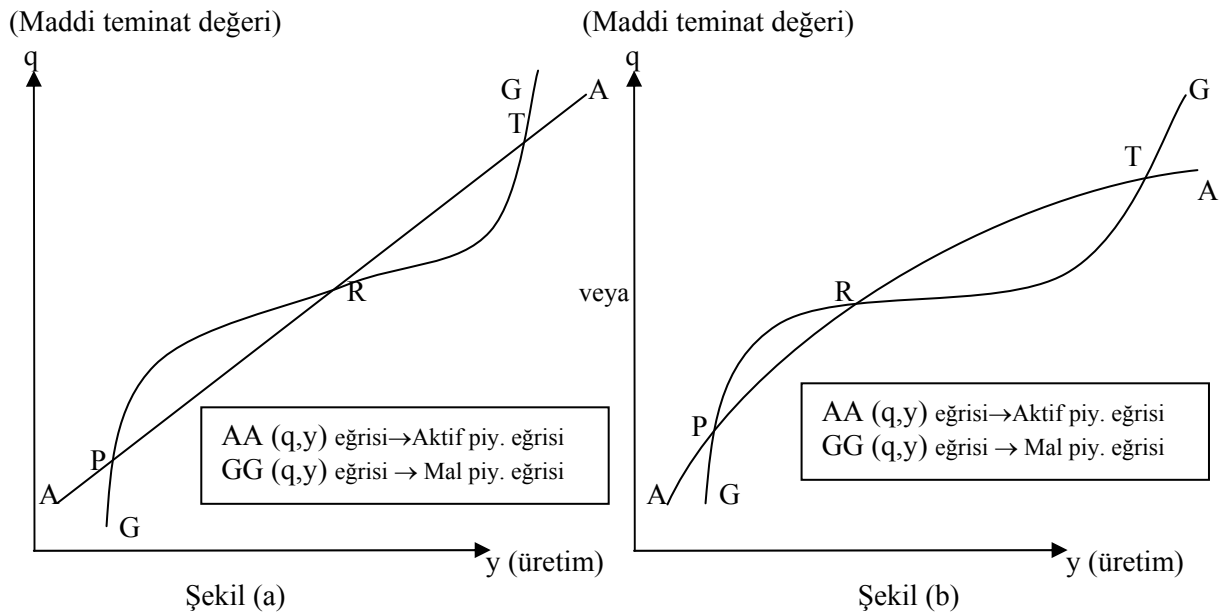
Kaynak: Krugman (2001)'den hareketle inşa edilmiştir.

²⁴⁵ Krugman (2001), s. 18-9.

Krugman (2001)'de tasavvur edilen modelde Mal piyasası denge eğrisi GG dir ve q ile y arasında olumlu yönde bir bağlantıyı ifade eder. Bu münasebetle GG eğrisi pozitif eğimlidir. Aktif piyasası denge eğrisi ise AA eğrisidir ve q ile y arasında bu da yine olumlu yönde bir bağlantıyı ifade etmektedir. Bu yüzden, q ile y yi birbirine Aktif piyasası üzerinden bağlayan AA eğrisi de pozitif eğimlidir. Aktif piyasası denge eğrisi $[AA(q,y)]$ ve Mal piyasası denge eğrisi $[GG(q,y)]$ aynı q,y düzlemine aktarıldığında, kesişimleri modelde genel dengeyi (aktif piyasası ve mal piyasası eşanlı dengesini) verir.

Krugman'ın bu çalışmasına göre AA grafiği negatif eğimli eğri, pozitif eğimli doğru, pozitif eğimli azalarak artan bir eğri durumunda olabilir. Bununla beraber AA grafiğinin niçin negatif eğimli olabileceği sebeplerine yer verilmemiştir ve dahası bu, mümkün görünmemektedir. GG eğrisi azalarak ve artarak artan kısımlardan oluşmaktadır.

Bu durumda modele göre genel denge grafiği aşağıdaki gibi olabilir:²⁴⁶



Şekil (a) Şekil (b)
Grafik 3.12: “Kendiliğinden vuku bulan” Aktif Fiyatları Çöküşü Modeline göre genel denge

Buna göre ekonomide “çoklu denge” vardır. Modelde blanço kötüleşmesi, 3. nesil kriz teorilerinde olduğu gibi, ana unsurlardan birisidir. Bununla beraber 3. nesil kriz teorilerinde blanço kötüleşmesi öne çıkmış olmasına rağmen burada “maddî teminat değeri” (q) kavramı öne çıkarılmış durumdadır.

Kriz durumunda denge R noktasıdır. Bir diğer ifadeyle kriz, iyi denge noktası olan T den ekonomiyi kötü denge noktasına (R ye) götürür. Krizde, eğer para otoritesi tahvil piyasasına girerek genişletici para politikası uygular (piyasadan tahvil satın alır) ise (i_T de düşme üzerinden q artarak) AA eğrisi sağa kayar. Böylece, eğer GG eğrisi sabit kalırsa (kaymazsa) genişletici para politikası krizin yatışmasına katkıda bulunur.

²⁴⁶ Krugman (2001), s. 26-7, Şekil 5 ve Şekil 6.

Krugman (2001)'de teklif edilen dördüncü nesil kriz teorisi yaklaşımı krizi açıklarken bankacılık sektörünü ihmal etmekte, aktif piyasası dengesini de analize katmakla beraber temelde “reel sektör firma blançosu” üzerinde odaklanmaktadır. Aktif piyasası denge değişikliklerinin reel sektör firma blançoları üzerine etkisi hareket noktası durumundadır. Anahtar kavram olan q ye geçiş firma blançosu ve i üzerinden gerçekleşmektedir.

Bu münasebetle Krugman (2001)'de teklif edilen dördüncü nesil kriz teorisi yaklaşımını; “blanço kötüleşmesi” yaklaşımının bir versiyonu kabul ederek 3. nesil kriz teorileri yaklaşımı çerçevesinde değerlendirmek mümkündür.

D. ULUSLARARASI İLLİKİDİTE ve FİNANSAL PANİK YAKLAŞIMLARI

1. Giriş: “Kendiliğinden Vuku Bulan” Bankacılık Paniği (Tehaccümü) Modeli

“Kendiliğinden vuku bulan” bankacılık paniği (tahaccümü) teorisi ilk olarak Diamond ve Dybvig (1983)'te inşa edilmiştir. Bu yüzden model literatürde Diamond-Dybvig (D-D) modeli olarak da geçmektedir. Diamond-Dybvig (1983) modelinde kapalı bir ekonomi, tek banka modeli ve bankanın topladığı ödünçleri doğrudan kendisinin fizikî yatırıma dönüştürdüğü, bu sebeple de bankanın aktiflerinin fizikî sermaye yani fiziki yatırım malları suretinde olduğu tasavvur edilmiştir. Aktiflerinin erken tasfiyesi fizikî sermayenin (yatırımların) tasfiyesi ve akîm kalması, dolayısıyla beklenen getiri adına hiçbir getiri elde edilememesini ima etmektedir.²⁴⁷

Modelde bankalara temel bir rol yüklenmiştir. Bu, “illikit (uzun vadeli ve fizikî sermaye malları cinsinden) aktifleri likit pasiflere dönüştürme” (“transformasyon”)dur.²⁴⁸ Transformasyon aslında 2 unsuru içerir. Bunlardan ilki ekonomide kısa vadeli (likit) finansal fonların (mevduatların) illikit (uzun vadeli ve fizikî sermaye malları cinsinden) aktiflere çevrilmesidir. İkincisi fizikî sermaye malları cinsinden illikit aktifler çalıştırılıp üretime çevrilerek elde edilecek üründen vadesi gelen mevduat ödemelerinin yapılmasıdır.

Bankanın aktifleri ile pasifleri arasında para birimi itibarıyla tutarsızlık, kapalı ekonomi varsayıldığından, sözkonusu değildir. Fakat aktifleri ile mevduatları (pasifleri) arasında likidite itibarıyla tutarsızlık vardır: Pasifleri (mevduatları) kısa vadeli ve ulusal para cinsinden, fakat aktifleri ise para değil, yatırım malı (fizikî sermaye malları) cinsindedir.^(*)

²⁴⁷ Diamond ve Dybvig (1983), s.401-2, Krugman (1999), s. 7.

²⁴⁸ Diamond ve Dybvig (1983), s. 401-2.

(*) Nitekim Krugman (2000)'deki değerlendirmeye göre Diamond-Dybvig modelinde banka tahaccümünün kalbinde bankanın mevduat ve yatırımları arasında “vade yapısı itibarıyla tutarsızlık” yer alır. [Krugman (2000), s. 7]. Bu, kısmî (fractional) rezerv tutma prensibinin tabîi sonucudur.

Normalde (banka tehaccümü yokluğu altında) mûdilere mevduat faizinin; yatırımlar tamamlandıktan ve ürün vermeye başladıktan sonra yani bir yatırım-üretim dönemi kadar gecikmeyle ödenmesi planlanmıştır.

Vadesi gelen ana para faiz taksitleri^(*) gerçekleşen yatırımlardan gecikmeli şekilde elde edilecek getirilerle bir bakıma beklenen getirilerin gerçekleşmesi halinde ödenecektir.²⁴⁹

Mudiler “kendiliğinden vaki” şekilde bankalarına duydukları güveni kaybedebilirler. Mûdilerin hepsi bankalarının başarısız olacağına inanırsa, isterse bu inanış realite itibarıyla temelsiz, yanlış ve vehimden ibaret olsun,^(**) mevduatlarının tümünü bir an önce geri çekmek üzere bankaya üşüşebilirler. Bankanın tüm mûdilerin mevduatlarını aynı anda ödeyebilmesi ise imkânsızdır, çünkü modelde aktifleri zaten likit halde değildir. Banka, aktiflerini (fizikî yatırımlarını) erkenden tasfiye etmek mecburiyetinde kalır. Ancak aktifleri erken tasfiye hem bankanın yatırımlardan hiçbir getiri elde edememesine, hem de yatırım mallarını gerçek rayicinden nakde çevirememesine yani çok büyük bir ekonomik-finansal kayba maruz kalmasına götürecektir. Kaldı ki gerçek râyicinden tüm aktiflerini bir anda nakde çevirebilse bile banka mevduatların tümünü aynı anda geri ödeyemez. Çünkü ilk olarak, mudilerin hepsinin tüm mevduatlarını aynı anda geri çekmek isteyecekleri öngörülmüş bir durum değildir. İkincisi, ilkiyle bağlantılı şekilde ve bankacılığın tabiatı gereği bankanın mevduatları aktiflerinin çok üzerindedir.²⁵⁰

Çalışmada “kendiliğinden vuku bulan” bir bankacılık paniği tasvir edilmektedir.

Sonuçta banka başarısızlığa düşmektedir. Bankanın, isterse sağlam olsun, en sonunda başarısızlığa düşmesi önceki dönemde teşekkül etmiş mûdi kötümserliğini^(***) doğrulamakta ve pekiştirmektedir. Burada mudilerin başlangıç dönemdeki kötümser beklentileri, bu beklentilerin müteakip dönemde götürdüğü banka başarısızlığı tarafından doğrulanmaktadır. Eğer kötümser beklentiler değil, iyimser beklentiler var olsaydı sonuç da iyi olacaktı. Şu halde “kötü” sonucun yegane sebebi önceki dönemde “kötümser beklentilerin varlığı”dır. Kötümser beklentiler ancak kendi varlıkları sayesinde yani bizatihi kendiliğinden doğrulanmış olmaktadır.^(****)

Diamond-Dybvig (1983) modelinde “mudilerin hepsi bankalarına yönelik niçin güven kaybına düşüyorlar?” sorusuna cevap yoktur. Münferit bir mûdinin diğer mudilerin

(*) Bunlar müteakip dönemde sözkonusu olacaktır.

²⁴⁹ Diamond ve Dybvig (1983), s. 401-2.

(**) bankanın ekonomik-malî yapısı gerçekte sağlam olsun

²⁵⁰ Diamond ve Dybvig (1983), s. 401-4.

(***) bankasının başarısız olacağı yönündeki beklentileri

(****) Diamond-Dybvig (1983) modelinde “mûdilerin self-fulfilling bir güven kaybının bankaya tehaccüme, bunun da bankayı illikit aktiflerini (fizikî yatırımlarını) erkenden tasfiyeye zorlaması ve büyük bir zararlarla karşılaşması, sonunda bankanın başarısızlığa düşmesi ve böylece mûdi güvensizliğinin self-validating surette haklı çıkması” süreci tasavvur edilmiştir.

mevduatlarını çekeceğini beklemesi ve bunun da bankayı başarısızlığa (insolvent duruma) düşüreceğini düşünmesi, bu müdimizi paniğe kapılmaya ve ödücünü derhal çekmeye sevk etmiş olabilir. İsterse münferit mudimizin diğer mudilerin tavrıyla ilgili olarak onların mevduatlarını çekeceği yönündeki beklentisi realiteye aykırı ve yanlış olsun.

Her mûdi kendisi dışındaki mudilerin tavrıyla ilgili olarak münferit mudimiz gibi düşünür ve onun gibi hareket ederse ne olur? Tüm mûdiler ödünçlerinin tümünü bir an önce geri çekmek maksadıyla bankalarına üşüşürler.

Burada münferit bir mûdi mevduatını çekip çekmeyeceğine karar verirken hem bankasının malî sağlamlığını hem de diğer mûdilerin mevduatlarını çekip çekmeyeceğini dikkate alır. Hatta münferit mûdi, bugün ödücünü bankaya yatıracığına veya önceki ödücünü bankada tutmaya devam edeceğine;

(i) bugünün diğer mûdilerinin mevduatlarını çekmeyeceğini beklerse,
(ii) bankanın bugünkü malî yapısının sağlam olduğunu düşünürse,
(iii) gelecekte (yarın) bankanın bugün vermiş olduğu kredilerinin geri döneceğine inanırsa ve/veya

(iv) yarının ödünç sahiplerinin bankaya yarın ödünç yatıracıklarına yani bankaya yarın yeni fon gireceğine inanırsa

karar verecektir. Aksi halde eski ödücünü çekecek ve yeni ödücünü yatırmayacaktır.

Şu halde bankacılıkta bankanın itibarını sürdürebilmesi malî sağlamlığının bile kimi zaman önünde gelebilecek önemli anahtar bir unsurdur.²⁵¹ Çünkü malî yapısı sağlam da olsa bir banka mûdileri nezdinde itibarını, mesnetsiz yere yani bir vehim mahiyetinde olsa dahi, kaybederse en sonunda başarısızlığa düşer. Aksine malî yapısı sağlam olmayan bir banka da mûdilerinin gözünde itibarını koruyabilir ise başarısızlığa düşmekten kurtulup ayakta kalabilir. İtibarı sürdürüp sürdürememesi bankanın var veya yok olmasını direkt olarak belirlemektedir. Nitekim itibarı sürdüremeyişi ilk bankayı müstahak olmadığı halde başarısızlığa; buna mukabil itibarını sürdürebilmesi de ikinci bankayı -başarısızlığa- müstahak olduğu halde başarısızlıktan kurtulmaya götürmüştür.

Tüm bunlar bir bankanın başarısızlığa düşüp düşmeyeceğini belirlemek itibarıyla mûdi beklentilerinin iyimser mi yoksa kötümser mi olduğunun, hem de malî yapısı ne kadar sağlam olursa olsun, temel bir rol oynadığını imâ eder.²⁵² Kısaca bir bankanın ayakta kalabilmesinin ve bankacılığın kalbinde “itibarın sürdürülmesi” hususu vardır.

²⁵¹ Diamond ve Dybvig (1983), s. 410.

²⁵² Diamond ve Dybvig (1983), s. 410.

Sonuçta “kendiliğinden vaki” kötümser beklentilerin oluşması, “kendiliğinden vuku bulan” banka paniğinin doğması ve bunun da “kendiliğinden vuku bulan” bir banka başarısızlığına götürmesi teorik olarak mümkündür.²⁵³

Diamond ve Dybvig (1983) modelinde ekonomide “çoklu dengenin varlığı”na yer verilir. “Çoklu denge”nin varlığının kökeninde banka paniğinin vukû bulup bulmayacağı hususunda “mudi beklentileri”nin iyimser mi kötümser mi olduğunun temel rol oynaması yatar. Makro ve mikro ekonomik temeller veri iken iyimser beklentilerin varlığı^(*) ekonomiyi krizden kurtaracak ve olumlu bir makro dengeye; kötümser beklentilerin varlığı^(**) ise ekonomiyi krize ve dolayısıyla farklı, olumsuz bir makro dengeye götürecektir.²⁵⁴ Zira banka tehaccümü vukû bulmadığında banka, fizikî yatırımlarını tamamlayabilecek, üretime dönüştürüp beklenen getirisini alabilecektir. Ancak “kendiliğinden vaki” kötümser beklentilerin götürdüğü banka tehaccümü vukû bulduğunda ise banka, yatırımlarını henüz tamamlayamamış iken tasfiye ettiği için; ilk olarak yatırım projesinin beklenen getirisinden mahrum kalacak ve ikinci olarak aktiflerini likiditeye gerçek râyici altında bir değerden çevirebilecektir. Bu, ekonomide toplam üretim seviyesinin, tehaccüm (panik) yokken farklı ve var iken farklı olacağını ifade eder.²⁵⁵

Diamond ve Dybvig (1983) modelinde varılan sonuçlara göre kapalı ekonomi varsayımı altında bir (“kendiliğinden vaki”) “bankacılık paniği”, etkin (tam) mevduat garantisi varken veya güvenilir bir son ödünç verici merci mevcut olup rolünü ifâ etmeye gönüllü, ekonomik ve finansal açıdan yeterli güce sahip iken meydana gelmeyecektir.²⁵⁶

Diamond-Dybvig (1983) modeli,^(***) genişletilerek aşağıda tasavvur edilen iki tip ülke ekonomisine de uygulanabilir. Sözkonusu ilk ülke ekonomisi tipi şöyledir:

- (i) Çok banka var,
- (ii) Banka ödünçleri kendisi yatırıma dönüştürmüyor fakat kredi olarak reel sektör firmalarına veriliyor,
- (iii) Mevduatlar ile krediler arasında vade yapısı itibarıyla tutarsızlık var (ilki kısa ikincisi ise daha uzun vadeli),
- (iv) Kapalı ekonomi geçerli.

Sözkonusu ülke ekonomisi tiplerinden ikincisi şöyledir:

- (a) Bir önceki ülke ekonomisi tipinde yer alan ilk 3 karakteri taşıyor ve

²⁵³ Diamond ve Dybvig (1983).

(*) müdilerin güveninin sürdürülmesi

(**) müdilerin, güvenlerini kaybetmeleri

²⁵⁴ Diamond ve Dybvig (1983), s. 408-9.

²⁵⁵ Krugman (1999), s. 7.

²⁵⁶ Diamond ve Dybvig (1983), s. 416-8.

(***) self-fulfilling banka tahaccümü ve bankacılık krizi yaklaşımı

- (b) Açık ekonomi var; (i) banka uluslararası finansal aracılık yapıyor,
(ii) mevduatları döviz cinsinden,
(iii) uluslararası sermaye hareketliliği serbest, finansal sisteme büyük miktarda uluslararası finansal sermaye akımı yöneliyor,
(iv) döviz kuruyla ilgili olarak tam konvertibilite var,
(v) sabit veya serbest döviz kuru sistemi var.

Burada ikinci tip ülke ekonomisi tasavvurunda, ilk ülke ekonomisi tasavvurundakinden farklı olarak yalnızca, yurtiçi müdiler yerine “uluslararası ödünç sahipleri”nin ikame edilmesi gerekecektir.^(*)

Nitekim Chang ve Velasco (1998a,b,c, 1999)’da Diamond-Dybvig (1983) modelinin bir açık ekonomi versiyonu inşa edilmiştir. Bu versiyon; D-D (1983) modelinin açık ekonomi ve uluslararası sermaye girişi altında bir duruma uygulanması (uyarlanması) mahiyetindedir.²⁵⁷

2. Uluslararası İllikidite Yaklaşımı

Chang ve Velasco (1998a,b,c,1999)’da açık ekonomi için “finansal sistemin uluslararası illikiditesi” orjinli bir teorik yaklaşım inşa edilmektedir. Sözkonusu çalışmalarda 1995 Meksika ve 1997/8 Asya krizi bu yaklaşım çerçevesinde izah edilmeye çalışılmaktadır.²⁵⁸ Bu yaklaşıma literatürde “uluslararası illikidite” veya “finansal kırılganlık” yaklaşımı denilmektedir. Fakat uluslararası illikidite yaklaşımına yalnızca “finansal kırılganlık” yerine “uluslararası finansal kırılganlık” yaklaşımı denilmesi mümkün ve hem de daha doğrudur.

“İllikidite” bir ülke finansal sisteminin illikit olması durumudur ve şöyle tanımlanabilir:

“Bir ülkenin konsolide finansal sisteminin sahip olduğu uluslararası^(**) kısa vadeli^(***) potansiyel yükümlülüklerinin, sözkonusu ülkenin “kendiliğinden vaki” para veya bankacılık krizlerinde kullanabileceği kısa vadeli ve yine döviz cinsinden^(****) aktiflerini aşmasıdır.”²⁵⁹

(*) Bununla beraber ikinci tip ülke ekonomisi tasavvuruyla ilgili olarak; beklenmedik bir döviz kuru artışı meydana geleceği, bunun da; bankanın döviz cinsinden mevduatlarının ulusal para cinsinden ve reel yükünü artıracığı yani finansal firma bilançolarında kötüleşmeye götüreceği de modele dahil edilmelidir.

²⁵⁷ Chang ve Velasco (1998a,b,c,1999). Nitekim Krugman (1999)’da Chang ve Velasco (1998a,b) modelinin Diamond ve Dybvig (1983)’ün versiyonu olup bir self-fulfilling güven kaybının finansal aracı kuruluşları yatırımlarını (kredilerini) erkenden tasfiyeye mecbur kılmasını tasvir ettiği kaydedilmiştir. (s. 3).

²⁵⁸ Chang ve Velasco (1998a,b,c,1999).

(**) döviz cinsinden

(***) 1 yıldan daha kısa vadeli

(****) likiditesi tam veya çok yüksek

²⁵⁹ Chang ve Velasco (1998b,c ve 1999), s. 3 / 2, 18 ve 1-6. Bir ülke finansal sisteminin illikiditesi kısaca onun döviz cinsinden sahip olduğu kısa vadeli yükümlülüklerinin, yine döviz cinsinden ve kısa vadeli (likit) varlıklarından fazla olmasıdır..

Bir ülke finansal sisteminin uluslararası illikiditesi, isterse sözkonusu ülkede makroekonomik temeller -yeterince- sağlam olsun, o ülkeyi “kendiliğinden vuku bulan” para, bankacılık krizlerinin^(*) vukûuna ve etkisine daha açık hale getirmektedir. Finansal sistemin illikiditesi finansal sistemin uluslararası kırılğanlığını ve duyarlılığını artırmaktadır. Uluslararası illikidite sonuçta bir dış reel veya finansal şoku finansal sistemin bir “kendiliğinden vaki” para veya bankacılık krizine dönüştürme kabiliyetini artırmaktadır. Finansal sistemin illikiditesi bir bakıma finansal sektörde “sistemik risk”in artmasıdır.

Finansal sistemin uluslararası illikiditesini merkez alan yaklaşımda 2 taraf vardır: Finansal sistemin uluslararası (döviz cinsinden) kısa vadeli yükümlülükleri ve sahip olduğu uluslararası (döviz cinsinden) tam likit aktifler.

Finansal sistemin uluslararası kısa vadeli yükümlülükleri tarafında merkezde finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli borçları yer almaktadır. Burada da en önemli durumda finansal firmalarda gerek yabancı gerekse yurtiçi müdilerin sahip oldukları “döviz cinsinden kısa vadeli mevduatlar” ile “uluslararası bankalara ait ödünçler yani uluslararası ticarî banka kredileri” bulunmaktadır. Bir diğer ifadeyle finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükleri alanında, bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar dahil finansal firmaların yurtiçi ve yabancı ödünç sahiplerine olan döviz cinsinden kısa vadeli borçları^(**) en önemli unsur durumundadır.

Finansal sistemin uluslararası kısa vadeli, likiditesi tam veya yüksek aktifleri tarafında ise bankaların ve banka dışı finansal firmaların döviz cinsinden kısa vadeli alacakları (kredileri), döviz cinsinden rezervleri (döviz cinsinden nakit ve bonolar suretinde) ve merkez bankasının uluslararası rezervleri yer almaktadır. Bununla beraber merkezî durumda finansal firmaların döviz cinsinden kısa vadeli kredileri, uluslararası ödünçleri^(***) ve merkez bankası rezervleri bulunmaktadır.

Çalışmada “finansal sistem” bankalar, banka dışı finansal kuruluşlar ve merkez bankasından ibaret kabul edilmektedir.²⁶⁰

Finansal sistemin illikit olması bakımından önemli olan finansal sistemin döviz cinsinden toplam yükümlülükleri değildir. Esas önemli olan döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükleri yani döviz cinsinden borçlarının ne kadarının kısa vadeli olduğudur.²⁶¹ Bu; bir ülke finansal sisteminin döviz cinsinden toplam borçlarının yüksek olmasına rağmen, sözkonusu borçlar önemli ölçüde orta veya uzun vadeli olduğu için, likit olacağını; aksine

(*) uluslar arası kreditor paniklerinin

(**) bankacılık sisteminin döviz cinsinden kısa vadeli mevduatları

(***) uluslar arası bankalara vermiş oldukları, döviz cinsinden ödünçler

²⁶⁰ Chang ve Velasco (1998c,1999), s. 23-4 ve 5-6.

²⁶¹ Chang ve Velasco (1998b,c,1999).

döviz cinsinden toplam borçları düşük olmakla beraber, bunlar önemli ölçüde kısa vadeli olduğu için, sözkonusu ülke finansal sisteminin de illikit olacağını imâ eder.

Finansal sistemin illikit olması bakımından genel olarak uluslararası kısa vadeli borçlar, dolayısıyla da uluslararası kısa vadeli sermaye akımları öne çıkmaktadır.

Finansal sistemin uluslararası illikiditesi bir bakıma başta bankacılık sektörünün olmak üzere finansal sistemin borçları (yükümlülükleri) ile (alacakları dahil) aktifleri arasında hem para birimi ve hem de aynı zamanda vade yapısı itibarıyla tutarsızlığı ifade etmektedir. Merkez bankası rezervlerini gözönünde bulundurmazsak finansal sistemin uluslararası illikiditesi özellikle bankaların olmak üzere finansal firmaların ve bütün olarak finansal sektörün mevduatları ve aldığı diğer ödünçler ile kredileri ve diğer alacakları arasında hem vade yapısı ve hem de para birimi itibarıyla tutarsızlık anlamına gelir. Kısaca finansal sektörün illikiditesi finansal firmaların bir bütün olarak finansal sektörün blançolarında aktif ve pasif arasında para birimi ve vade yapısı tutarsızlığıdır. Finansal firmaların ve bütün olarak finansal sistemin kredileri dahil alacakları ve aktifleri ulusal para cinsinden ve uzun vadeli; mevduatları ve diğer borçları dahil pasifleri ise aksine döviz cinsinden ve kısa vadeli olduğunda ülke finansal sistemi uluslararası illikit haldedir.

Ülke finansal sisteminin uluslararası illikiditesi gerek yurtiçi gerekse yabancı ödünç sahiplerinin beklentilerinde âni kötüleşme, ülkeye uluslararası sermaye girişinde “tersine dönüş” ve beklenmedik dış finansal şokların finansal firma blançoları üzerine olumsuz etkilerini -beklenmedik döviz kuru artışı ve dolayısıyla da hem döviz cinsinden borçların, hem de vadesi gelen döviz cinsinden borçları çevirme yükünün ulusal para cinsinden değerinde beklenmedik artış kanalıyla- artırır. Finansal sistemin uluslararası illikiditesi dış finansal şokların ve beklenmedik kur artışının finansal firma blançoları kötüleşme etkisini şiddetlendirir.

Uluslararası illikidite yaklaşımının Diamond-Dybvig (1983) modeliyle mukayese edilmesi sözkonusu yaklaşımın daha iyi kavranması bakımından son derece faydalıdır.

Uluslararası illikidite yaklaşımı finansal sektör ve özellikle bankacılık sektörü üzerine odaklanmaktadır. Uluslararası illikidite yaklaşımı temelde Diamond-Dybvig (1983)’ün “kendiliğinden vuku bulan” banka paniği modelinin açık ekonomiye uyarlanmış versiyonudur.²⁶² Diamond-Dybvig (1983) modelinde kapalı ekonomi, tek banka modeli ve bankanın mevduatları ile aktifleri arasında yalnızca vade yapısı itibarıyla tutarsızlık vardır.^(*) Chang ve Velasco’nun öncü çalışmalarının temsil ettiği uluslararası illikidite yaklaşımında ise tek banka yerine finansal sistem, yurtiçi müdiler yerine uluslararası ödünç sahipleri,

²⁶² Chang ve Velasco (1998b,a), s. 3, 6 ve 2, Krugman (1999), s. 5.

(*) Mevduatlar ulusal para fakat aktifleri ise yatırım malları cinsindedir.

mevduatlar ile aktifler arasında vade yapısı, ulusal para-yatırım malları tutarsızlığı yerine hem vade hem de para birimi itibarıyla tutarsızlık, kapalı ekonomi yerine açık ekonomi ikame edilmiştir. Diamond-Dybvig (1983) modelinde bankanın fizikî sermaye malları cinsinden aktiflerini erkenden likidasyonu, uluslararası illikidite yaklaşımında ise finansal firmaların ulusal para cinsinden kredilerini erkenden geri çağırması ve bunun reel sektörde çıktı kaybına yol açması sözkonusudur. Diamond-Dybvig (1983) modelinde “kendiliğinden vaki” bankacılık paniği, uluslararası illikidite yaklaşımında ise “kendiliğinden vuku bulan” uluslararası bankacılık paniği veya para krizi sözkonusudur. Bir diğer ifadeyle Diamond-Dybvig (1983) modelinde bankaya “kendiliğinden vaki” şekilde tehaccüme geçen yalnızca yurtiçi müddiler iken uluslararası illikidite yaklaşımında temelde uluslararası müddiler tehaccüme geçmektedir. Bununla beraber uluslararası illikidite yaklaşımında uluslararası ödünç sahipleri yanında yurtiçi ödünç sahipleri de tehaccüme geçmiş olabilir ancak yine de temel rolü uluslararası ödünç sahiplerinin tehaccümü oynar. Diamond-Dybvig (1983) modelinde de uluslararası illikidite yaklaşımında da “bankacılık paniği” “kendiliğinden vaki” karakterdedir. Her ikisinde de ödünç sahipleri “kendiliğinden vaki” mahiyette kötümser beklentilerle tehaccüme geçmekte yani borçlunun başarısız olacağı yönündeki realiteye aykırı beklentilerle harekete geçmektedirler. Ayrıca her ikisinde de münferit bir ödünç sahibi diğer ödünç sahiplerinin hücumu geçeceğini düşünerek de hücumu geçebilir. Sonuçta her ikisinde de önceki kademede oluşmuş kötümser beklentiler bizzat kendiliğinden doğrulanmış olmakta, sırf kendi varlıklarının götürdüğü finansal firma başarısızlığı hadisesi sayesinde haklı çıkmaktadır. Bir diğer ifadeyle her ikisinde de bankanın veya finansal sistemin başarısızlığa düşmesi sırf önceki kademede teşekkül etmiş kötümser beklentilerin varlığı sebebiyledir. Yani önceki kademede kötümser beklentiler (vehimler) yerine iyimser beklentiler (realiteye uygun beklentiler) teşekkül etmiş olsaydı sözkonusu banka veya finansal sistem paniği vuku bulmayacaktı. (*) Hem Diamond-Dybvig (1983) hem de uluslararası illikidite yaklaşımında makroekonomik temeller bir bankacılık paniğini veya para krizinin vukû bulmasını zorunlu kılmayacak kadar iyidir. Buna göre her ikisinde de bankacılık paniğinin veya para krizinin vukû bulması kaçınılmaz değildir, vukû bulması da bulmaması da mümkündür. Gerek Diamond-Dybvig (1983) ve gerekse uluslararası illikidite yaklaşımında “çoklu makroekonomik denge” sözkonusudur. Bu, her ikisinde de bankacılık paniğinin veya para krizinin vukû bulmasında “beklentiler”in kötümser oluşunun temel rol oynamasından ileri gelmektedir. Gerek Diamond-Dybvig (1983) ve gerekse uluslararası illikidite yaklaşımı temelde finansal sektör ve özellikle bankacılık sektörü üzerinde odaklanmakta ve bankacılık

(*) Hatta önceki kademede realiteye aykırı şekilde teşekkül eden kötümser beklentiler yerine yine realiteye aykırı düşse bile iyimser beklentiler oluşmuş olsaydı eğer, önceki kademede oluşan beklentilerin istikametiyle ilgili sırf bu durum sayesinde, sözkonusu banka-finansal sistem paniği yine meydana gelmemiş olacaktı.

paniklerini konu alıp izah etmektedirler. Son olarak beklentilerde âni kötüleşme ve beklenmedik başlangıç şok her ikisinde de dışsal olup veridir. Dolayısıyla bankacılık paniği sabit kur altında da serbest kur altında da meydana gelebilir.

Uluslararası illikidite yaklaşımına göre gerek yurtiçi mudilerin gerekse uluslararası ödünç sahiplerinin paniğe kapılıp tehaccüme geçmesi hadiselerinden herbirisi, beklentilerde âni kötüleşme üzerinden, diğerine de götürebilir.

Uluslararası illikidite yaklaşımının Krugman (1999) modeliyle kısaca mukayese edilmesinde de fayda vardır. Uluslararası illikidite ve Krugman (1999) modeli arasında önemli müşterek noktalar ve paralellikler vardır. Bunları şöyle sıralamak mümkündür:

Krugman (1999) modeli de uluslararası illikidite yaklaşımı da temelde “firma blançosu kötüleşmesi” veya kısaca “blanço kötüleşmesi” yaklaşımına dayanmaktadır. Şu farkla ki Krugman (1999)’da reel sektör firma blançoları kötüleşmesi temel unsur iken uluslararası illikidite yaklaşımında ise temel unsur finansal firma blançoları kötüleşmesidir. Beklenmedik bir dış şokun ve döviz kuru artışının döviz cinsinden borçlu reel sektör firma blançolarında meydana getirdiği kötüleşme Krugman (1999)’da temel alınmıştır. Blançosu kötüleşen reel sektör firması likidite krizine düşmekte ve müteşebbisler yatırımları daraltmaktadır. Beklenmedik bir dış şokun ve döviz kuru artışının finansal firma blançolarında meydana getirdiği kötüleşme ise uluslararası illikidite yaklaşımında temel alınmaktadır.

Krugman (1999) modeli “kendiliğinden vuku bulan” para krizlerini izah etmekte, fakat bankacılık krizleriyle ilgilenmemektedir. Uluslararası illikidite yaklaşımı ise esasen “kendiliğinden vuku bulan” bankacılık paniklerini izah etmektedir; ancak, ikiz para ve bankacılık krizinin bir unsuru suretinde olmak üzere para krizlerini de izah edebilir.

Krugman (1999) modeli gibi uluslararası illikidite yaklaşımında da kriz “kendiliğinden vaki” karakterdedir. Dolayısıyla finansal krizin vukû bulup bulmayacağı hususunda beklentilerin kötümser olup olmaması temel rolü oynar. Bunun tabîî sonucu olarak “çoklu makro denge” sözkonusudur.

Hem Krugman (1999)’a hem de uluslararası illikidite yaklaşımına göre krizin vukû bulup bulmayacağını belirleyen esas olarak makroekonomik temeller değil, “kendiliğinden vuku bulan” beklentilerdir. Kriz kaçınılmaz bir fenomen değildir; vukû bulması da mümkündür bulmaması da. Kriz makroekonomik temeller sağlam iken de meydana gelebilir.

Hem Krugman (1999)’a hem de uluslararası illikidite yaklaşımına göre krizin meydana gelmesi hususunda firmaların döviz cinsinden kısa vadeli borçluluk düzeyleri kritik öneme sahiptir. Döviz cinsinden kısa vadeli borçlarının artması firmaların finansal kırılganlığını artırır; bir dış şokun ve beklenmedik bir döviz kuru artışının hem krize dönüşme kabiliyetini artırır hem de olumsuz etkilerine firmaları daha açık hale getirir.

Bununla beraber Krugman (1999) ile uluslararası illikidite yaklaşımı arasında bazı temel farklılıklar vardır.²⁶³ Bu temel farklılıklar şöyle sıralanabilir:

Krugman (1999) modeli reel sektör firma bilançoları üzerine, uluslararası illikidite yaklaşımı ise finansal firma bilançoları üzerine odaklanır. Bir diğer ifadeyle Krugman (1999)'da reel sektör firmaları, uluslararası illikidite yaklaşımında ise finansal firmalar merkez alınmaktadır. Kısaca krizin vukû bulması itibarıyla Krugman (1999)'da reel sektör, uluslararası illikidite yaklaşımında ise finansal sektör üzerinde durulmaktadır.

“Kendiliğinden vaki” bankacılık krizinde krize götüren, uluslararası illikidite yaklaşımına göre, özellikle uluslararası ödünç sahiplerinin kötümser beklentileridir. Krugman (1999)'da ise “kendiliğinden vuku bulan” para krizine götüren özel sektörde yatırımcıların kötümser beklentiye sahip olmalarıdır. Kötümser beklentileri sebebiyle özel müteşebbisler yatırımlarını kısarlar; bu, çıktı ve üretimi daraltır. Çıktı ve üretimin daralması, para stoku veri iken, ulusal paranın iç değerinin düşmesine, bu da sabit kur altında ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesine götürür. Ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesi sabit kura yönelik uluslararası spekülasyon baskıları artırır ve sonunda sabit kur çöker. Böylece başlangıçta teessüs etmiş ve özel sektör firma yatırımcılarına ait olan kötümser beklentiler “kendiliğinden”^(*) doğrulanmış olur.

Bir ülke finansal sisteminin uluslararası illikiditesi Chang ve Velasco (1998c)'ye göre²⁶⁴ şu 3 sebepten dolayı artar:

(i) Etkin bir finansal murakabe-müdahale sisteminin yokluğu altında hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci,²⁶⁵

(ii) Finansal sektörün döviz cinsinden kısa vadeli borçlarında öngörülemez büyük bir artış,²⁶⁶

(iii) Sabit kur sisteminin varlığı²⁶⁷ ve ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenme derecesinde artış.^(**)

Uluslararası illikidite yaklaşımında döviz cinsinden uluslararası ödünçleri ulusal para cinsinden kredilere dönüştürme misyonu finansal sisteme (finansal aracı kuruluşlara) aittir. Ulusal para cinsinden ödünç fonları yatırım ve üretime dönüştürme (transformasyon) misyonu ise reel sektör firmalarına aittir.

²⁶³ Chang ve Velasco (1998b,c,1999), Krugman (1999).

(*) yalnızca kendisinin meydana getirdiği hadiseler tarafından

²⁶⁴ Chang ve Velasco (1998c), s. 28-35.

²⁶⁵ Chang ve Velasco (1998b,c), s. 4 ve 29.

²⁶⁶ Chang ve Velasco (1998b,c), s. 4 ve 30-35.

²⁶⁷ Chang ve Velasco (1998b,c,), s. 34-5 ve 44.

(**) ülkeye kısa vadeli uluslararası finansal sermaye girişinde yani yurtiçi finansal firmaların uluslararası ödünçlerin ülkeye girişine finansal aracılık rolünün artması sonucu finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli borçlarında artış kanalıyla

Uluslararası illikidite yaklaşımına göre bankacılık paniğinin meydana gelmesi ana hatlarıyla şöyle tasvir edilebilir:

Başlangıçta veri bir dış şok ve beklenmedik, büyük bir döviz kuru artışı meydana gelir. Bu, bankaların ve genel olarak finansal firmaların döviz cinsinden mevduatlarının ulusal para cinsinden değerini artırarak finansal firma bilançolarında kötüleşmeye götürür. Bu, yabancı ve yurtiçi ödünç sahiplerinin finansal firmalarına (bankalarına) yönelik “güven kaybı” meydana getirir. Bankalarına yönelik güven kaybı özellikle yabancıları olmak üzere ödünç sahiplerini ödünçlerinin âkıbeti hususunda endişe ve paniğe düşürür. Böylece ödünç sahipleri finansal firmalarına yönelik olarak tehaccüme geçerler. Tehaccüme malî yapısı sağlam finansal firmalar da maruz kalır. Malî yapısı ne kadar sağlam olursa olsun tehaccüm her finansal firmayı ve genel olarak finansal sistemi likidite krizine ve başarısızlığa düşürür. Likidite sıkıntısını aşmak için finansal firmalar kredilerini önceden geri çağırırlar.^(*) Bu, bir taraftan finansal firmalara ilave maliyet yükler. Diğer taraftan reel sektör firmalarını likidite sıkıntısına düşürerek üretim ve yatırımlarda akamete uğramaya ve daralmaya götürür. Finansal firmaların likidite krizine düşmesi ayrıca bir taraftan ödünç piyasalarında ödünç arzını daraltmalarına, kredi faiz oranlarında artışa; diğer taraftan da ellerindeki finansal aktif kâğıtlarını hızla elden çıkarmaya (zararına tümünden satışa), finansal aktif piyasalarında fiyatlarda hızlı ve sert bir düşüşe, aktif (bono) faizlerinde şiddetli bir artışa götürür. Gerek kredi piyasalarında ödünç arzında şiddetli daralma ve faiz oranlarında artış gerekse finansal aktif piyasalarında fiyatlarda şiddetli düşüş reel sektör firmalarının likidite sıkıntısını derinleştirir. Reel sektörde firmaların yatırım ve üretimlerinde daralma onların müteakip dönem gelir ve nakit akımlarında düşmeye, dolayısıyla müteakip dönemde reel sektörde firmaların likidite sıkıntısının derinleşmesine götürür.

Finansal sistemin çöküşü ve yabancı müdilerin tehaccüme geçip ödünçlerini finansal sistemden ve ülkeden çekmeleri uluslararası finansal sermaye kaçışına yani uluslararası özel sermaye girişinde “tersine dönüş”e yol açar. Bu, tekrar döviz kurunda yeni ve büyük bir artış meydana getirir. Döviz kurunda yeni artış tekrar finansal firma bilançolarında kötüleşme meydana getirir.

Uluslararası illikidite yaklaşımında başlangıçtaki veri dış finansal şok “kendiliğinden vaki” karakterde de olabilir. Başlangıç dış finansal şok uluslararası ödünç vericilerin ülke finansal sistemine dair beklentilerinde âni ve şiddetli kötüleşmeden ileri gelir. Uluslararası ödünç sahiplerinin finansal sisteme dair beklentilerinde sözkonusu âni ve şiddetli kötüleşme yani onların pesimizmi “kendiliğinden vaki” karakterde olabileceği gibi örneğin yurtiçi müdilerin bankalara yönelik tehaccüme geçmeleri gibi bir hadiseden de kaynaklanabilir.

(*) yani aktiflerini tasfiye ederler.

Chang ve Velasco (1999)'a göre merkez bankası son ödünç verici merci rolünü eğer finansal sistem uluslararası illikit halde ise tam olarak oynayamaz, çünkü dolar basamaz. Dolayısıyla son ödünç verici rolünü oynayabilmesi, finansal sistem döviz cinsinden çok büyük bir mevduatı içerdiği için, merkez bankasının döviz rezervleriyle sınırlıdır.

Sabit kur altında ulusal para cinsinden mevduatlara garanti tanınması ve bankacılık sektöründe likidite krizi varken merkez bankasının son ödünç verici merci rolü çerçevesinde sıkıntılı bankalara likidite sağlaması; parasal genişlemeye ve ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesine götürür; sabit kura yönelik spekülasyon baskıları artırır.²⁶⁸

Finansal sistem illikit olmazsa fakat reel sektör döviz cinsinden kısa vadeli büyük bir borçluluk içerisinde olursa dış finansal şok ekonomiyi yine krize sürükleyebilir. Bu durumda yabancı ödünçleri yatırım ve üretime dönüştürme (transformasyon) misyonunu reel sektör firmaları yerine getirmektedir. Dolayısıyla, gelirleri döviz cinsinden olmamak üzere, bu defa reel sektör firmaları uluslararası illikit durumdadır yani aktifleriyle pasifleri arasında hem vade hem para birimi itibarıyla tutarsızlık vardır. Bir diğer ifadeyle “uluslararası illikidite problemi” ülke ekonomisinde yine vardır fakat yalnızca, finansal sektörde değil reel sektördedir. Bir dış finansal şok ve döviz kurunda beklenmedik büyük bir artış direkt olarak bu defa reel sektör firma bilançolarını kötüleştirecek yani reel sektörü vuracaktır [Krugman (1999)'da olduğu gibi]. Bu münasebetle yalnızca finansal firmaların değil aynı zamanda reel sektör firmalarının da döviz cinsinden kısa vadeli borçlanma cesaretleri kırılmalıdır.

Chang ve Velasco (1999)'a göre 1997/8 Asya ve 1995 Tekila krizinde aslında mikro ve makro ekonomik açıdan ekonomi sağlamdır ve kötü giden bir şey yoktur. Fakat ülke finansal sisteminin uluslararası illikit olması finansal sistemi ve ülke ekonomisini dış finansal şoklara ve döviz kurunda beklenmedik büyük bir artışa karşı hassas, onların olumsuz etkilerine daha açık hale getirmektedir. Uluslararası illikidite bir dış şoku finansal sistemin krize dönüştürme kabiliyetini artırmaktadır. 1997/8 Asya ve 1995 Tekila krizinde de böyle olmuştur.

3. Uluslararası Finansal Panik Yaklaşımı

“Uluslararası finansal panik” yaklaşımı Radelet ve Sachs (1998a,b)'de inşa edilmiştir. Radelet ve Sachs (1998a,b)'ye göre 1997/8 Asya krizi tecrübesi bir “uluslararası finansal panik” fenomenidir.²⁶⁹ Asya krizine götüren yolun kalbinde ülkenin finansal sisteminin bir uluslararası paniğe çok açık ve son derece hassas hale gelmesi yatar. Bir diğer ifadeyle Asya krizine giden yolun merkezine ülke ekonomisinde derecesi gittikçe artan uluslararası finansal

²⁶⁸ Chang ve Velasco (1999).

²⁶⁹ Radelet ve Sachs (1998a,b), s. 2. ve 3. Bu çalışmalara göre Asya krizi self-fulfilling bir uluslararası finansal paniktir ve aynı zamanda ödeyememe krizi değil, bir likidite krizidir. [Radelet ve Sachs (1998a), s. 6-7].

kırılganlık^(*) oturmaktadır. Finansal sistemin uluslararası kırılganlığının artması hem finansal sistemi hem de ülke ekonomisini^(**) uluslararası paniğe daha açık kılmaktadır.

Uluslararası finansal kırılganlık hem uluslararası finansal panik hem de uluslararası illikidite yaklaşımının bulunduğu en önemli ortak paydadır. 2 yaklaşım arasında başka bazı ortak karakterler de vardır:

“Kendiliğinden vaki” tabiatta meydana gelebilmek, uluslararası sermaye girişinin ve hızlı finansal liberalizasyonun kriz zemininin oluşumunda önemli rol oynaması, finansal aracı firmaların baş aktör olması ve finansal sektör özellikle de bankacılık sektörü üzerine odaklanması, çoklu makroekonomik dengenin varlığı, D-D (1983)’te yer alan (“kendiliğinden vaki”) bankacılık paniği modelinden mülhem olmak, beklentilerin temel rol oynaması, krizin vukû bulmasında makro ve mikroekonomik temellerin geri planda kalması,...vb. gibi.

Uluslararası finansal panik yaklaşımını ifade etmek üzere literatürde bazen “beklentiler” yaklaşımı kullanılmaktadır. Bu yaklaşım alanında en önemli 2 çalışma Radelet ve Sachs (1998a,b)’dir. Bu 2 çalışmada Asya krizinin bir uluslararası finansal panik tecrübesi olduğu savunulmuştur.

Uluslararası finansal panik bankacılık paniğini de içerir, ancak daha geniş olup finansal ve reel aktif piyasası paniklerini de içerir. Bu fenomende panik bono ve hisse senedi piyasalarında da müşahede edilir, kâğıt hâimleri fonlarını kurtarmak endişesiyle onları bir an önce elden çıkarmaya ve dampinge (zararına tümünden satışa) yönelirler. Uluslararası finansal panikte paniğe kapılan ve tehaccüme ya da dampinge geçen aktörler “uluslararası ödünç sahipleri”dir. Bunlar yabancı bireysel finansal ödünç sahipleri olabileceği gibi özel ticarî banka veya banka dışı kuruluşlar da olabilir. Paniğe kapılan baş oyuncular konumunda ağırlıklı olarak uluslararası özel ticarî bankalar önde gelir. Çünkü finansal sistemin aldığı uluslararası ödünçler içerisinde uluslararası özel ticari bankaların verdiği ödünçler büyük bir yer tutar.

Uluslararası finansal panik, Radelet ve Sachs (1998b)’ye göre ancak şu 3 şart birlikte gerçekleştiğinde vukû bulur. Bu şartlar şunlardır:²⁷⁰

(i) Finansal sistemin kısa vadeli döviz cinsinden borçları yine kısa vadeli döviz cinsinden aktiflerini aşarsa

Bu kısaca finansal sistemin uluslararası illikiditesini yani döviz cinsinden kısa vadeli borçların merkez bankası uluslararası rezervlerine oranının 1 i aşmasını ifade eder.

(*) finansal sistemin uluslararası kırılganlaşması

(**) Çünkü finansal sistem ekonomide kilit rolü oynamaktadır.

²⁷⁰ Radelet ve Sachs (1998b), s. 5.

(ii) finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli borçlarını çevirebilmesi bakımından uluslararası finansal piyasalar yeterli yeni finansal ödünç arz etmezler ise

Bu kısaca uluslararası ödünç sahiplerinin o ülke finansal sistemine yönelik yeni ödünç arzını kesmelerini ifade eder. Buna göre bir bakıma uluslararası ödünç piyasalarında kreditorler arasında ancak bir “koordinasyon başarısızlığı” var iken “kendiliğinden vaki” karakterde bir uluslararası finansal panik vuku bulabilir. Uluslararası finansal paniğin vukû bulması bakımından “uluslararası kreditor paniği”nin meydana gelmesi vazgeçilemez bir fenomendir.

(iii) Uluslararası veya ulusal bir son ödünç verici merci yok ise

Bu şart şu 4 durumdan herhangi birinin varlığını imâ eder: (ı) Bir son ödünç verici merci yok ise, (ii) var fakat son ödünç verici merci rolünü oynamaya gönüllü olmayıp sözkonusu rolü oynamıyor ise, (iii) son ödünç verici merci rolünü “etkin” şekilde oynayamıyor ise ve (iv) son ödünç verici merci rolünü oynayacağına inanılmıyor ve müdahale tam zamanında, etkin şekilde yapılmamış ise.

a. Uluslararası finansal panik yaklaşımının ana özellikleri

Finansal krizin vukû bulması hususunda ekonomide finansal sistem (özellikle bankacılık sektörü) üzerine odaklanır. Krizin vukû bulması açısından önemli olmakla birlikte makro ve mikro ekonomik temeller geri planda kalır. Çünkü ekonomide kilit rolü finansal sistem (özellikle bankacılık sektörü) oynar.

Krize giden yolun merkezinde finansal sistemin ve ülke ekonomisinin uluslararası finansal paniğe son derece açık ve duyarlı hale gelmesi yatar. Bunun temelinde ise finansal sistemin uluslararası kırılabilirliğinin artması yer alır. Finansal sistemin uluslararası kırılabilirliğinin artmasına hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon sürecinin tecrübe edildiği, etkin bir finansal murakabe-müdahale sisteminin mevcut olmadığı, sermaye ve rezerv yeterliliği, aşırı risk üstlenme vb. hususlarda yetersiz ve son derece gevşek düzenlemeler var olduğu(*) bir atmosfer altında ülkeye büyük miktarda uluslararası sermaye girişi götürmektedir.

Uluslararası ödünç piyasalarında “beklentiler”in iyimser mi kötümser mi olduğu krizin meydana gelip gelmeyeceği hususunda temel ve anahtar bir rol oynar. Uluslararası finansal paniğin meydana gelmesinde uluslararası piyasalarda beklentilerin âni kötüleşmesi bir diğer ifadeyle uluslararası ödünç sahiplerinin pesimizmi kritik öneme sahiptir.

(*) Radelet ve Sachs (1998a)’ya göre 1997/8 Asya krizine giren ekonomiler finansal liberalizasyonu başlatmışlar, fakat finansal reformları yapmamış ve etkin bir finansal murakabe sistemi kurmamışlardır. Halbu ki finansal liberalizasyon deregülasyondan ibaret değildir; finansal reformları ve etkin bir murakabe sistemi kurmayı da içerir. Dolayısıyla Asya krizi ülkelerinde finansal liberalizasyon süreci başlamış (deregülasyon itibarıyla), fakat eksik kalmıştır (etkin bir murakabe sistemi itibarıyla). (s. 3 ve 22).

Bu çerçevede finansal kriz, meydana gelmesi zorunlu bir hadise değildir.²⁷¹ Onun meydana gelmesi uluslararası piyasalarda kötümser beklentilerin varlığına bağlıdır. Beklentiler iyimser iken sırf bu sayede önlenebilmiş olan bir kriz beklentiler kötümser iken sırf bu sebepten vukû bulabilir. Uluslararası piyasalarda beklentilerde âni kötüleşme paniğinin meydana gelmesi açısından zorunlu bir unsurdur. Uluslararası piyasalarda beklentilerde âni kötüleşme “kendiliğinden vaki” olabileceği gibi sözkonusu ülke finansal sisteminde görülen bir panikten veya finansal-finans dışı firma başarısızlıklarından, ...vb. ileri gelebilir. Diğer yandan uluslararası pesimizm ve finansal panik yurtiçi piyasalarda da kötümser beklentilere ve paniğe götürür.

“Kendiliğinden vaki” tabiiatta uluslararası finansal paniğinin vuku bulması mümkündür. Finansal panikle ilgili olarak “kendiliğinden vakilik” bir taraftan paniğinin vukû bulması diğer taraftan şiddetlenmesi^(*) hususunda sözkonusu olur. “kendiliğinden vuku bulan” uluslararası finansal panikte münferit bir uluslararası ödünç sahibi finansal sisteme yeni ödünç fon arzını kesmeye ve önceki ödünç fonlarını finansal sistemden çekmeye karar verirken tavrını 2 hususla ilgili beklentisi belirler: İlk olarak uluslararası münferit ödünç sahibi; finansal kuruluşlarının başarısızlığa düşeceğini bekler ise, isterse bu beklentisi realiteye aykırı ve bir vehimden ibaret olsun, sırf bu beklenti sebebiyle yeni ödünç vermeyi kesmeye ve önceki ödünçlerini çekmeye karar verir. Her uluslararası ödünç sahibi münferit ödünç vericimiz gibi düşünür ve hareket ederse, beklentilerin ve götürdüğü hadiselerin aksi istikamette seyretmesi halinde başarısızlığa düşmeyecek olan finansal firmalar ve finansal sistem gerçekte de başarısızlığa düşer.^(**) Böylece münferit ödünç vericimizin ve onun gibi düşünüp hareket eden uluslararası ödünç sahiplerinin başlangıçta oluşmuş beklentileri, sırf bu beklentilerin bizzat kendi varlığının götürdüğü hadiselerce yani kendiliğinden doğrulanmış ve gerçekleşmiş olmaktadır. İkinci olarak uluslararası münferit ödünç sahibi uluslararası diğer ödünç sahiplerinin ne yönde beklentiye sahip olup hangi istikamette hareket edeceklerini dikkate alır. Münferit ödünç vericimizin tavrını belirlemede diğer ödünç sahiplerinin beklentilerinin nasıl olduğu ve tavırlarının hangi istikamette olacağına dair sözkonusu münferit ödünç vericinin sahip olduğu beklenti, isterse realiteye aykırı olsun, temel rol oynar. Münferit ödünç vericimizin tavrı diğerlerinin kötümserliğe sahip olup olmadıkları ve yeni ödünç vermeyi kesip önceki ödünçlerini geri çekip çekmeyeceği hususunda sözkonusu münferit ödünç vericinin kendi beklentisine bağlıdır. Münferit ödünç verici, eğer diğer ödünç

²⁷¹ Radelet ve Sachs (1998a,b).

(*) finansal firma başarısızlıkları ve finansal sektöre duyulan uluslar arası güven kaybı ile paniğinin şiddetlenmesi arasında geribesleme mekanizması ve devir dâim

(**) Normalde “ödeyebilme gücüne sahip” olmasına rağmen böyle bir durumda “ödeyebilme gücünden mahrum” hale gelir.

vericilerin^(*) yeni ödünç vermeyi keseceklerini ve önceki ödünçlerini çekeceklerini beklerse, isterse bu düşüncesi realiteye aykırı ve bir vehimden ibaret olsun, yeni ödünç vermeyi kesecek ve eski ödünçlerini geri çekecek yani paniğe kapılacaktır.^(**) Tüm ödünç sahiplerinin her birisi kendisi dışındaki ödünç sahiplerinin beklenti ve gelecekteki tavrı hususunda eğer tıpkı münferit ödünç vericimiz gibi düşünür ve beklentiye sahip olursa, her birisinin kötümser beklentisi isterse vehimden ibaret olsun, durum nereye varır? Böyle bir durumda uluslararası ödünç sahiplerinin hepsi veya en azından çoğu paniğe kapılacak; yeni ödünç vermeyi kesip eski ödünçlerini geri çekeceklerdir. Bu da bir taraftan finansal sistemi, ne kadar sağlam olursa olsun, başarısızlığa düşürecektir. Diğer taraftan da her bir ödünç vericinin diğerlerinin gelecekteki tavrına dair beklentisi haklı çıkmış olacaktır. Burada uluslararası ödünç sahiplerinin her birisinin diğer ödünç sahibinin tavrına dair beklentisi doğrulanır. Daha da önemlisi şudur: Her bir uluslararası ödünç sahibinin, kendisi dışındakilerin tavrına dair ödünç vermeyi kesip eski ödünçlerini çekecekleri yönünde kötümser beklentileri (vehimleri) hem bizzat kendiliğinden vehim olmaktan çıkıp realiteye dönüşmekte hem de sırf başlangıçtaki sözkonusu vehimler sayesinde uluslararası finansal panik meydana gelmekte ve finansal sistemi başarısızlığa düşürmektedir. Burada bir “kendiliğinden vuku bulan” finansal paniğin başlayabileceği tasvir edilmiştir.

Uluslararası finansal panik ekonomide finansal alanın 3 kısmında da eşanlı olarak panik meydana gelmesidir: Bankacılık sektöründe, bono piyasasında ve hisse senedi piyasasında fon sahiplerinin paniğe kapılmaları. Bu münasebetle “kendiliğinden vuku bulan” uluslararası finansal panikte, eşanlı olarak ve “kendiliğinden vaki” karakterde, hem bankacılık sektöründe hem bono piyasasında hem de hisse senedi piyasasında panik başlayabilir. Şu halde “kendiliğinden vuku bulan” uluslararası finansal panikte uluslararası ödünç sahipleri “kendiliğinden vaki” kötümser beklentilerin varlığı sebebiyle sırf; sözkonusu ülkede hem bankacılık sektöründe mevduatlarını çekmek üzere bankalara tehaccüme geçerler, hem bono piyasalarında ve hem de borsada ellerindeki kâğıtları tümünden elden çıkarmaya^(***) yönelirler. Böylece “kendiliğinden vuku bulan” uluslararası finansal panikte, sırf uluslararası ödünç sahiplerinin pesimizminden ileri gelmek üzere, eşanlı olarak hem bankalara tehaccüm ve bankacılık sektörü çöküşü, hem de bono piyasası ve borsa çöküşü görülür. Ayrıca bu 3 çöküş, birbirlerini de geribesleme mekanizmaları kanallarıyla etkileyerek şiddetlendirir ve derinleştirir.

(*) en azından önemli bir kısmının

(**) Sayfa 230'daki Şema 3.10a'da Senaryo 1 ve 2 ye bakınız.

(***) zararına tümünden satmaya, dampinge

Şema 3.10.a

“Kendiliğinden vuku bulan” Uluslararası Finansal Paniğin Vukû Bulma Suretine Dair 2 Tasavvur

Uluslararası Ödünç Piyasasında 5 Oyuncu (A, B, C, D, E) Bulunduğu Kabul Edilsin.

Oyuncular: A B C D E

Tasavvur 1:

<u>A oyuncusu:</u>	Kendisi dışındaki diğer 2 oyuncunun (diğerlerinden herhangi 2 sinin) ödünç vermeyi kesip eski ödünçlerini geri çekeceğini bekliyor. Halbu ki diğerlerinin müstakbel tavrına dair A nın bu beklentisi, vehimden ibaret.	→	A nın, diğer 2 sinin tavrına dair bu beklentisi, vehim durumunda olmasına rağmen kendisinin ödünç vermeyi kesmesine ve eski ödünçlerini geri çekmesine götürür.
<u>B oyuncusu:</u>	Kendisi dışındaki diğer herhangi 2 oyuncunun (diğerlerinden herhangi 2 sinin) ödünç vermeyi kesip eski ödünçlerini geri çekeceğini bekliyor. Halbu ki diğerlerinin müstakbel tavrına dair B nin bu beklentisi, realiteye aykırı olup birer vehimden ibaret.	→	B nin, diğer 2 sinin tavrına dair vehim durumunda olmasına rağmen bu beklentisi kendisinin ödünç vermeyi kesmesine ve eski ödünçünü geri çekmeye götürür.
<u>C oyuncusu:</u>	Kendisi dışındaki diğer herhangi 2 oyuncunun (diğerlerinden herhangi 2 sinin) ödünç vermeyi kesip eski ödünçlerini geri çekeceğini bekliyor. Halbu ki diğerlerinin müstakbel tavrına dair B nin bu beklentisi, realiteye aykırı olup birer vehimden ibarettir (yani diğerlerinden hiçbir oyuncunun zihninde bu istikamette hareket etme niyet ve kararı yoktur.)	→	C nin, diğer 2 sinin tavrına dair vehim durumunda olmasına rağmen bu beklentisi kendisinin ödünç vermeyi kesmesine ve eski ödünçlerini geri çekmeye götürür.

Kendileri dışındaki herhangi 2 sinin müstakbel tavrına dair sırf kendi vehimleri sebebiyle A da B de C de ödünç vermeyi kesip eski ödünçlerini geri çekerler. Bu tezahür 2 sonuç doğurur: (i) A yı da B yi de C yi de beklentileri bakımından haklı çıkarır, vehimlerini realiteye dönüştürür. (ii) A nın, B nin, C nin 3 ünün de tavrını gören D ve/veya E oyuncusu da paniğe kapılır; gecikmeli de olsa onlar gibi hareket eder.

Böyle bir durum bir finansal sistemi, ne kadar kuvvetli/sağlam olursa olsun, mutlaka başarısızlığa düşürüp çöküşe götürecektir.

Şema 3.10.(b)(devam)

Oyuncular:

A

B

C

D

E

Tasavvur 2:

- A oyuncusu: B nin; -A nın [kendisinin] olumsuz istikamette hareket edeceğini beklediği için sırf-olumsuz hareket edeceğini bekler. B nin beklenti ve tavrına dair A nın bu beklentisi sebebiyle sırf, A oyuncusu ödünç arzını kesip eski ödünçlerini geri çeker.
- B oyuncusu: A nın; -B nin [kendisinin] olumsuz istikamette hareket edeceğini beklediği için sırf-olumsuz hareket edeceğini bekler. A nın beklentisi ve tavrına dair B nin bu beklentisi sebebiyle sırf, B oyuncusu ödünç arzını kesip eski ödünçlerini geri çeker.
- C oyuncusu: A ve/veya B nin; -C nin [kendisinin] olumsuz istikamette hareket edeceğini beklediği için sırf-olumsuz hareket edeceğini bekler. A veya B nin beklentisi ve tavrına dair C oyuncusunun kendi beklentisi sebebiyle sırf, C oyuncusu ödünç arzını kesip eski ödünçlerini geri çeker.

A, B, C nin 3 ünün de olumsuz yönde hareket etmesi (paniğe kapılması) D ve/veya E nin paniğe kapılıp olumsuz yönde hareket etmesine götürecektir. Burada ayrıca vehmin gerçek olduğu vehmi 3 oyuncu için de sonunda gerçeğe dönüşmektedir. Böylece vehimler haklı çıkmaktadır.

Burada A, B, C oyuncularından her birisini olumsuz hareket etmeye götüren sâik şudur:

Sözkonusu oyuncunun; diğer bir veya iki oyuncu tarafından kendisinin olumsuz yönde harekete geçeceğini beklenmesi ve kendisinin olumsuz yönde hareket edeceği beklentisinin diğer bir veya iki oyuncuyu olumsuz yönde hareket etmeye götüreceğini beklemesi.

Böyle bir durum bir finansal sistemi, ne kadar sağlam olursa olsun, mutlaka başarısızlığa ve çöküşe götürür.

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Uluslararası finansal paniğin başlamasında beklentiler temel bir rol oynar. Bu münasebetle uluslararası ödünç piyasalarında beklentilerin iyimser veya kötümser oluşu bir makro-mikro ekonomik temeller setinin veri bir sağlamlık-zayıflık durumuna birden fazla makro denge karşılık gelmektedir. Dolayısıyla beklentilerin iyimser veya kötümser oluşu ekonomik temeller setinin sağlamlık-zayıflık derecesiyle ilgili veri bir durumdan hareketle ekonomiyi birden fazla makro dengeye götürmektedir. Sonuç olarak uluslararası finansal panik yaklaşımına göre krizle ilgili olarak ekonomide “çoklu denge” sözkonusudur.

Uluslararası finansal paniğin başlaması için ilk kıvılcım çakıcı (tetikleyici) hadiselere ihtiyaç vardır.²⁷² Önce finansal sistem uluslararası finansal kırılganlığı artarak finansal paniğe açık ve duyarlı hale gelir. Sonra bir olay ilk kıvılcımı çakar (tetigi çeker) ve paniği başlatır. İlk kıvılcımı çakarak paniği başlatan olaylara “tetikleyici olaylar” denilmektedir. Finansal sistemin uluslararası kırılganlığı yüksek yani sözkonusu finansal sistem uluslararası finansal paniğe son derece açık ve duyarlı halde iken örneğin reel ve finansal sektörde öncü büyük firma başarısızlıkları gibi bir tetikleyici olay ilk tetigi çekerek uluslararası ödünç sahiplerinin finansal sisteme duydukları genel güveni kaybetmelerine götürür ve böylece paniği başlatır.

Bir ekonominin uluslararası finansal panikten kaçınabilmesi itibarıyla anahtar unsur uluslararası piyasalarda ödünç sahiplerinin sözkonusu ülkenin finansal sistemine duydukları “genel güvenin sürdürülmesi”dir. Bu husus, uluslararası finansal panik yaklaşımının Diamond ve Dybvig (1983)’te inşa edilmiş “kendiliğinden vuku bulan bankacılık paniği” modelinden aldığı bir ilhamdır. Çünkü bir taraftan makro ve mikro ekonomik temelleri nisbeten zayıf olan bir ülke, finansal sistemine uluslararası piyasalarca duyulan genel güveni sürdürebildiği için, sırf bu sayede bir finansal panikten korunmuş olabilir. Diğer taraftan ekonomik temelleri nisbeten sağlam olan bir ülke de uluslararası piyasalarda finansal sisteme duyulan genel güveni sürdüremediği için sırf, normalde hiç de hak etmiş olmamasına rağmen, bir uluslararası finansal paniğe uğrayabilir.

Çünkü finansal sistem uluslararası paniğe son derece açık ve duyarlı iken; panik bir kez başladı mı yatıştırılması uluslararası finansal kırılganlığının yüksekliği derecesinde daha zor ve maliyetlidir. Bunun balıca 2 sebebi vardır: İlk olarak hiçbir ülkenin finansal sistemi, ne kadar sağlam olursa olsun, tüm ödünç sahiplerinin ödünçlerinin tamamını aynı anda çekme taleplerine asla cevap veremez ve böyle bir durumda her finansal sistem çöker. Bu, finansal sistemin ekonomide üstlendiği ana misyonlarından birisinin kaçınılmaz sonucudur. Ekonomide finansal sisteme yüklenen sözkonusu ana misyon kısa vadeli finansal fonları uzun

²⁷² Radelet ve Sachs (1998a,b), s. 25 ve 31-2.

vadeli dolayısıyla da illikit aktiflere dönüştürmesi yani “transformasyon”dur. Finansal sistem transformasyon misyonunu “havuzlama prensibini uygulayarak” ve en azından likidite riski üstlenerek ifa eder.^(*) Finansal sistem transformasyon misyonunu ifa ederken “etkin” işlemelidir, aksi halde kendisine intikal eden finansal kaynakları heba eder. İkinci olarak panik bir kez başladığında hem “kendiliğinden vaki” surette şiddetlenebilir ve hem de paniğin şiddetlenmesi ile finansal-finans dışı firma başarısızlıkları arasında muhtelif “geribesleme” mekanizmaları devreye girerek paniği gitgide şiddetlendirir.^(**)

Uluslararası finansal panik reel sektörde firmaları likidite sıkıntısına düşürür. Çünkü yurtiçi finansal aracıları aktiflerini tasfiye etmek, bu çerçevede önceki kredilerini reel sektörden vadesi gelmeden önce geri çağırarak zorunda bırakır. Ayrıca bono ve hisse senedi piyasası çöküşleri de reel sektör firmalarının likidite problemlerini artırır. Bunlar reel sektörde sağlam ve başlanmış yatırımları dahi akîm bırakır, hâli hazır üretimi bile “çalışma sermayesi yetersizliği” sebebiyle kesintiye uğratıp azaltır.

-Kendiliğinden vuku bulan- uluslararası finansal panik yaklaşımının çekirdeğini Diamond ve Dybvig (1983)’te inşa edilmiş olan kapalı ekonomide “kendiliğinden vuku bulan” bankacılık paniği modeli oluşturmaktadır.

b. Uluslararası finansal panik yaklaşımı ve 1997/8 Asya krizi

Radelet ve Sachs (1998a,b)’ye göre 1997/8 Asya krizi bir uluslararası “kendiliğinden vuku bulan” finansal panik tecrübesidir. Bu tezi savunmak üzere sözkonusu iki çalışmada başlıca 3 argüman sunulmuştur.²⁷³ Bu argümanlar şunlardır:

(a) Asya krizinde makro ve mikro ekonomik temeller sağlamdır, bu münasebetle geleneksel makroekonomik temellerin zayıflığını hareket noktası alan klasik para krizi teorileri^(***) Asya krizini izah edememektedir,

(b) Asya krizinde kilit rolü finansal sektör problemleri ve zayıflıkları oynamıştır,

(c) Asya krizi 1996 yılının ilk yarısında bile hiçbir kimse veya IMF, kredi derecelendirme kuruluşları, Dünya Bankası, ...vb. dahil hiçbir ulusal ya da uluslararası kuruluş tarafından tahmin edilememiştir. Bölgede bir krizi kimse hiç beklememiştir. Yalnızca, ekonomik büyümenin yavaşlayacağı yönünde bazı tahminlerde bulunulmuştur.

(*) Finansal sistemin kısa vadeli fonları uzun vadeli (illikit) aktiflere dönüştürmesi ve reel sektör firmalarına uzun vadeli kredi şeklinde arz etmesi, reel sektör firmaları için kısa vadeli ödünç sahiplerinin ödünçlerini çekme riskine karşı bir şemsiyedir.

(**) Şu halde finansal sistemin finansal paniğe karşı korunabilmesi, ödünç sahiplerinin güvenlerinin sürdürülebilmesine; bu ise son tahlilde finansal sistemin finansal kırılabilirliğinin düşük tutulabilmesine yani finansal sistemin “sağlamlığı”na dayanmaktadır.

²⁷³ Radelet ve Sachs (1998b), s. 22-32 ve 37-8.

(***) 1. ve 2. nesil para krizi teorileri

E. İKİZ KRİZ YAKLAŞIMI

Asya krizinde şiddetli şekilde hem para hem de bankacılık krizi meydana gelmiştir. Bu yüzden Asya krizini ne pür (münferit) bir para krizi ne de pür (münferit) bir bankacılık krizi fenomeni olarak kabul edebilmek mümkün değildir.

İkiz krizlerin tabiatı münferit krizlerin tabiatından farklıdır. Çünkü ikiz kriz fenomeninde iki kriz türü arasında birisinden diğerine veya ortak sebeplerden her ikisine doğru işleyen illiyet zincirleri, kuvvetli geribesleme ve karşılıklı etkileşim mekanizmaları^(*) vardır. Dolayısıyla ikiz krize karşı kriz yönetimi çerçevesinde doğru iktisat politikaları hem pür para krizinde hem de pür bankacılık krizinde uygun politikalardan farklıdır. Bu münasebetle uygun kriz yönetimi politikaları geliştirilip uygulanabilmesi ikiz krizlerin tabiatlarının kavranmasını gerektirmiştir. Nitekim Asya krizinde, bu sebeple, standart IMF reçeteleri etkili olamamıştır.

Asya krizinde kuvvetli şekilde hem bir para krizinin hem de aynı zamanda ve karşılıklı etkileşim halinde bir bankacılık krizinin tecrübe edilmesi teoride 2 kriz türünü birlikte ele alma yani ikiz kriz yaklaşımını kuvvetlendirmiştir.²⁷⁴ İki kriz türünü birlikte vuku bulan tek fenomen olarak ele alma eğilimi aslında Asya krizi öncesinde oluşmuştur. Bu hususta öncü çalışma Kaminsky ve Reinhart (1996,1999)'dur. Ancak bu, teorik değil daha ziyade ampirik bir çalışmadır. Bu çalışmada para ve bankacılık krizlerinin eşanlı vukû bulması ayrı bir finansal kriz türü olarak kabul edilerek “ikiz kriz” olarak tanımlanmıştır. Bu çalışmada ikiz para ve bankacılık krizi fenomeninde 2 kriz türü arasında illiyet zincirinin mevcut olup olmadığı, varsa bunların neler olduğu, ikiz krizlerin sebepleri, sonuçları ve tabiatı üzerinde durulmuştur. İkiz kriz yaklaşımı Asya krizi sonrasında daha da kuvvetlenmiştir.

İkiz para ve bankacılık krizi fenomeni para ve bankacılık krizlerinin “eş anlı” vukû bulmasıdır.²⁷⁵ İkiz krizde para krizi önce başlayıp bunu bir bankacılık krizi takip edebileceği gibi tersi de olabilir. İkiz para ve bankacılık krizinde iki kriz türü yalnızca “eşlik” peryodu içerisinde vuku bulmazlar. İkiz krizde iki kriz türü birbirlerinden kopuk, bağımsız halde değil karşılıklı etkileşim ve geribesleme mekanizmaları içerisinde vuku bulurlar.

İkiz kriz vuku bulurken illiyet zinciri 3 şekilde işleyebilir: (i) Para krizinden bankacılık krizine doğru, (ii) bankacılık krizinden para krizine doğru ve (iii) ortak sebeplerden

(*) “Kara delikler” veya kara likidite delikleri” (“black holes” ya da “black liquidity holes”) teorisi; bankacılık sektörünün zayıflaması, aktif (tahvil) piyasası çöküşü, bankacılık sektöründen ve ülke finansal sisteminden finansal ödünç (mevduat) çıkışı ve bunun sabit kur üzerinde yukarı yönlü baskısı arasındaki illiyet zinciri üzerine odaklanmaktadır. Bu yüzden “kara likidite delikleri” veya kısaca “kara delikler” literatürü “ikiz para ve bankacılık krizi”nin tabiatının kavranması; iki kriz türü arasındaki kuvvetli illiyet zinciri ve geribesleme mekanizmasının mahiyetinin ve kanallarının anlaşılması bakımından son derece önemlidir.

²⁷⁴ Chang ve Velasco (1998a), s. 2 ve 5, Corsetti, Pesenti, ve Roubini (1998c), s. 7.

²⁷⁵ Kaminsky ve Reinhart (1996,1999).

direkt olarak her 2 kriz türüne^(*) doğru. Bununla beraber ikiz kriz fenomeninde illiyet zinciri çoğunlukla bankacılık krizlerinden para krizine doğru işlemektedir. Bir diğer ifadeyle ikiz para ve bankacılık krizlerinin meydana gelmesinde çoğunlukla “bankacılık krizleri” “para krizleri”ne göre daha fazla öne çıkmakta ve önce başlayarak diğer kriz türüne götürmektedir.^(**)

İkiz kriz yaklaşımı finansal kriz fenomenini pür (münferit) para krizi veya pür (münferit) bankacılık krizi olarak görmediği için krizin meydana gelmesi hususunda hem makroekonomik temeller üzerinde hem de finansal sektör ve özellikle bankacılık sektörü problemleri üzerinde odaklanır. Bu yaklaşım iki kriz türü arasında mevcut illiyet zincirlerini, “geribesleme” mekanizmasını kavramaya çalışır. İkiz para ve bankacılık krizinin vuku bulması hususunda uluslararası finansal sermaye hareketleri büyük bir rol oynar. Hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübesi ve etkin bir finansal murakabe sisteminin yokluğu altında ülkeye büyük miktarda uluslararası finansal sermaye girişi ikiz krize götüren patikanın kalbi durumundadır. Krize giden patikada finansal sektörün kredileri (aktifleri) ile borçları (pasifleri) arasında hem vade yapısı hem de para birimi itibarıyla tutarsızlık ortaya çıkıp kuvvetlenir ve finansal sektörün finansal kırılganlığını artırır. Bu, ekonomiyi para ve bankacılık krizlerine açık hale getirir. İkiz kriz yaklaşımında krizin vuku bulma sürecinde yine uluslararası finansal ödünçlerin ülkeye girmesine finansal aracılık eden yurtiçi finansal aracı kuruluşlar en önemli aktörlerdir.

İkiz kriz yaklaşımı ikiz krizin para krizi bileşenini izah bakımından temel olarak ikinci nesil para krizi teorisi zemini üzerine oturur. Yaklaşım ikiz krizin vuku bulmasında gerek para krizi gerekse bankacılık krizi bileşeni bakımından “beklentiler”e temel bir rol verir. Bu yüzden “beklentiler”in iyimser mi kötümser mi olduğu ekonomiyi “çoklu makro denge”ye götürür. Yaklaşımına göre “kendiliğinden vuku bulan” ikiz para ve bankacılık krizlerinin meydana gelmesi mümkündür. Bu, hem gerek “kendiliğinden vaki” bir para krizinin ve gerekse “kendiliğinden vaki” bir bankacılık krizinin başlamasının mümkün olmasından hem de iki kriz türünden herhangi birinin başlamasının diğerine de götürebilmesinden ileri gelir.

İkiz para ve bankacılık krizi yaklaşımı bir bakıma para ve bankacılık krizleri arasında “köprü” kurmaktadır.^(***) Her şeye rağmen ikiz kriz teorik alandan ziyade amprik alanda daha fazla gelişmiştir.

(*) hem para ve hem de bankacılık krizine

(**) Amprik çalışmalara göre ikiz kriz fenomeninde para krizinin bankacılık krizine tekaddüm etmesinden ziyade çoğunlukla onu takip ettiği yani bankacılık krizinin para krizine tekaddüm ettiği müşahede edilmektedir.

(***) İki kriz türü arasında köprüler kurulması gerektiği anlayışı Asya krizi akabinde daha da kuvvetlenmiştir. Nitekim “uluslararası illikidite” yaklaşımını merkez almış olmasına rağmen Chang ve Velasco Asya krizini açıklamak üzere tasavvur ettiği modelin anahtar özelliklerini sayarken, bu noktaya yer vermiştir. Onlara göre böyle bir model bankacılık krizleri ile döviz kuru çöküşleri arasında kuvvetli irtibatları ele alıp açıklayabilmelidir. [Chang ve Velasco (1998a), s. 2.].

İkiz krizlerin yaygın tipi ikiz para ve bankacılık krizi olmakla beraber bir diğer ikiz kriz türü daha vardır: İkiz para ve borç krizleri. İkiz para ve borç krizi türü para ve borç krizlerinin eş anlı vuku bulmasıdır.²⁹³ Bununla beraber “ikiz kriz” denildiğinde genellikle ikiz para ve bankacılık krizi türü akla gelmektedir. İkiz para ve borç krizleri üzerine öncü çalışmalar olarak Bauer, Herz, ve Karb (2003,2005), Dreher, Herz, ve Karb (2005) ve Herz ve Tong (2004) kaydedilebilir.

İkiz kriz yaklaşımı tümünden 3. nesil kriz teorileri çerçevesinde kabul edilebileceği gibi yalnızca ikiz para ve bankacılık krizlerini sözkonusu çerçevede sayabilmek de mümkündür. İkinci tip ikiz kriz yani ikiz para ve borç krizi teorilerini 3. nesil kriz teorileri çerçevesinde kabul etmek tartışılması gereken bir konudur. Ayrıca ikiz kriz yaklaşımı 3. nesil kriz teorilerinden ayrı bir teorik perspektif olarak da görülebilir.

II. ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMI

A. KLASİK “LİMON PROBLEMİ”

“Limon problemi”, ilk defa ABD’de ikinci el otomobil piyasasıyla ilgili olarak Akerlof tarafından ortaya konulmuştur.²⁹⁴

“Limon problemi” ekonomide diğer sektörlerdeki piyasalara da tatbik edilebilir bir yaklaşımdır.^(*) Limon problemi teorisi, hemen hemen her sektörde her piyasada en azından bir dereceye kadar, geçerlidir. Bununla beraber bu teorinin geçerlilik derecesinin azlığı veya çokluğu piyasalara, sektörlere göre farklılık arz eder. Limon problemi teorisinin geçerlilik derecesini tayin eden en mühim unsur, hiç şüphesiz ki mübadeleye konu olan finansal veya reel malın kalitesinin müşteri tarafından kısa zamanda ve tam olarak, kuşatıcı, isabetli şekilde kavranabilme derecesidir. Mübadeleye konu olan malın kalitesi müşteri tarafından ne kadar hızlıca, kuşatıcı, tam ve doğru şekilde kavranabilir mahiyette ise “limon problemi” teorisinin geçerliliği o derecede zayıf, limon probleminin varlığı o nisbette azdır.

Mübadeleye konu malın kalitesi hakkında müşterinin hızlıca, tam ve doğru bilgi sahibi olma kabiliyeti, birincisi malın tabiatına ve ikincisi piyasanın durumuna, müşterinin bilgi edinme imkânına ve kavrayabilme kabiliyetine bağlıdır. Fakat, burada hâkim düzeyde tayin edici olan birincisidir.

Şimdi limonlar konusunda bilgi edinme imkânları ve kavrayabilme kabiliyeti bakımından ortalama seviyede bir -ideal tip- tüketicinin limon satın almak üzere pazara çıktığını düşünelim. İdeal tiplere konu bu tüketici “riski seven” veya “risk karşısında nötr davranan” değil “riskten kaçınan” bir kişi karakterinde olsun. Pazarda kalite bakımından o hafta önce

²⁹³ Bauer, Herz, ve Karb (2003,2005), Herz ve Tong (2004), Dreher, Herz, ve Karb (2005).

²⁹⁴ Akerloff (1970).

sadece 2 sınıf limon olduğu varsayılınsın: Çok yüksek kaliteli limonlar ve çok düşük kaliteli limonlar. Limon sahiplerinin limonlarının kalitesi hakkında tam, mükemmel ve doğru bilgiye sahip oldukları varsayılınsın.

Limonlarının çok yüksek kaliteli olduğunu bilen yüksek kaliteli limonların sahipleri, limonlarına çok yüksek fiyat talep edeceklerdir. Bu kişiler, talep sahipleri tarafından önemli derecede daha aşağı fiyat teklif edildiğinde, limonlarını teklif edilen fiyattan satmaya razı olmayacaklardır.

Başlangıçta, çok düşük kaliteli limonların sahiplerinin, limonlarının kalitelerinin çok düşük olduğunu bildikleri için, onlara çok düşük fiyat talep ettikleri varsayılınsın.

Müşteri eğer limonların kalitesi konusunda tam, mükemmel ve isabetli bilgi sahibi olsaydı, talep edilen fiyat isterse çok yüksek olsun, çok yüksek kaliteli limonu satın alırdı.

Ancak ideal tipimizi oluşturan müşteri, limonların kalitesi konusunda fazla bilgi sahibi değildir ve gördüğü limonun kaliteli olup olmadığını kavrama-tesbit etme kabiliyetine fazla sahip değildir. Bu kişi, ayrıca riskten kaçınan bir kişidir. Bu sebeplerle fiyatı çok yüksek olan limonu satın almaya yönelmez, çünkü onun kalitesinin çok yüksek olduğunu bilmemektedir ve çok yüksek fiyat teklif ederek satın alacağı limonun kalitesiz veya çok düşük kaliteli çıkma ihtimali, tabiatıyla de bu limon için vereceği paranın boşa gitmiş olma riski mevcuttur. Fiyatı çok yüksek limon satın aldığında, eğer o kalitesiz, çok kötü çıkar ise, çok yüksek bir meblâğ hebâ edilmiş olunacaktır. O halde çok yüksek fiyata sahip limon satın alındığı takdirde çok yüksek bir meblâğ riske edilmiş olmaktadır.

Şu halde ideal tipimizi oluşturan müşteri ya hiç limon almayacaktır ya da fiyatı çok düşük olan limonu satın almaya yönelecektir. Gerçi fiyatı çok düşük olan limonun kalitesiz veya çok düşük kaliteli, berbat çıkma tabiatıyla böyle limon için ödenecek meblâğın da boşa gitme ihtimali, bu kişinin zihninde yine mevcuttur. Tabî ki bu limonlar için ödenecek paranın da heba olma riski vardır. Şu farkla ki, çok düşük fiyata sahip limon satın alındığı takdirde daha az bir para ödenecek; limonun berbat çıkması halinde daha az bir meblâğ hebâ edilmiş olacaktır. Yani, çok düşük fiyata sahip limon satın alındığında, daha az bir ödeme yapıldığından, daha az bir para boşa gitmiş olma riskiyle karşı karşıyadır. Bu türden zihnî sâikler müşteriyi, ya hiç limon almamaya ya da çok düşük fiyat talep edilen limonları satın almaya sevk eder. Bu tavır ise idealize tipin ya hiç limon almayacağını ya da fiyatı çok düşük, boşa gidecekse de hiç değilse daha az bir para boşa gitsin diye, çok düşük kaliteli limonları satın alacağını imâ eder.

Pazarda limon talep edenlerin tamamı veya en azından ekseriyeti ideal tiplermemize uygun ise ne olur? Bu durumda herkes ya da çoğunluk çok düşük fiyatlı limonları talep edecek ve çok düşük kaliteli olan bu limonların fiyatları yükselecek, orta kalitede limonların fiyatlarına

(*) Nitekim Akerloff (1970)'te limon problemi yaklaşımı "ikinci el otomobil piyasası"na ve ayrıca "sigortacılık piyasasına", "kredi piyasasına" da uygulanmıştır.

hemen hemen eşitlenecektir. Limon satın alacaklar çok yüksek fiyatlı limonları satın almamakta, çok yüksek kaliteli limonlara çok yüksek fiyat teklif etmemekte ve en fazla orta kalitede limon fiyatı teklif etmekte olduklarından, diğer taraftan da çok yüksek kaliteli limonların sahipleri talep ettikleri çok yüksek fiyat seviyesinden daha aşağı fiyattan limonlarını arz etmeye râzı olmadıklarındandır ki önemli bazı sonuçlar ortaya çıkar: İlk olarak çok yüksek kaliteli limonların piyasa fiyatı, çok yüksek seviyede sabit ve arz fiyatına eşit kalır, düşmez. Talep sahiplerinin teklif edecekleri fiyat, arz fiyatına eşit olamayacağından dolayı, çok yüksek kaliteli limonlar alınıp satılmaz, mübadeleye konu olmazlar ve piyasayı terk ederler. Bu, piyasada sadece çok düşük kaliteli limonların alınıp satılması, mübadele edilir olması yani pazarı istilâ etmesi anlamına gelir. İkinci olarak çok düşük kaliteli limonların çok düşük olan fiyatları başlangıç seviyesinden yükselir ve orta kalitede limon fiyatında dengeye gelir. Bu, çok düşük kaliteli limonların başlangıç fiyatlarının yükselmesi, çok yüksek kaliteli limonların denge fiyat seviyelerine (arz fiyatlarına) yaklaşması yani çok yüksek kaliteli limonların denge (arz) fiyatı ile çok düşük kaliteli limonların denge fiyatı arasındaki mesafenin^(*) (“*the spread*”) daralması demektir. Piyasayı istilâ eden limonlar hem çok düşük kalitelidirler, fakat hem de denge fiyatları itibarıyla orta kalitede limon fiyatına sahiptirler. Yani piyasayı istilâ eden limonların denge fiyatları, kalite derecelerinin gerekli kıldığı fiyatın^(**) çok üzerindedir. Böyle limonları arz edenler limonlarının denge fiyatının, kalitesinin gerektirdiği fiyat seviyesinden çok yüksek olduğunu da bilmektedirler; tabiatıyla limonlarını denge fiyatından satmaları için çok sebep var, aksi yönde davranmaları için ise hiçbir sebep yoktur.

Şimdi de çok düşük kaliteli limonları arz edenlerin, çok yüksek kaliteli limonları arz edenlerin limonlarının arz fiyatını asla düşürmeyecekleri şeklindeki tavır kalıplarını; limon talep edenlerin hiç değilse ekseriyetinin ideal tipimiz gibi düşünüp davranacağını, tam olarak bildiğini varsayalım. Bu durumda, çok düşük kaliteli limonları arz edenler, piyasa talebinin çok düşük veya orta fiyattan limonlara yöneleceğini düşünecekler; çok düşük kaliteli limonlarına daha başlangıçta, kalitelerinin gerektirdiğinden çok yüksek yani orta kalitede limonlarınkine yakın veya eşit bir fiyat tesbit edeceklerdir. Sonuç fakat bu defa daha kısa zamanda, yine aynı olacaktır: Çok düşük kaliteli, fakat orta kalitede limon fiyatına sahip limonlar pazarı istilâ edecek, çok yüksek kaliteli limonların denge (arz) fiyatları sabit kalacak; çok yüksek kaliteli limonların denge fiyatı ile çok düşük kaliteli limonların denge fiyatı arasındaki mesafe, kaliteleri arasındaki farklılık nazara alındığında gerekenden çok daha küçük olacaktır.

Çok düşük kaliteli limonların fiyatları ile çok yüksek kaliteli limonların fiyatları arasındaki mesafe, ne kadar küçülmüş ya da kaliteleri arasındaki farklılığın gerektirdiğinden ne derecede daha az ise, “limon problemi” piyasada o ölçüde şiddetlidir. Şu halde sözkonusu

(*) açıklığın

(**) çok düşük kaliteli limon fiyatının

mesafedeki daralma, “limon problemi”nin ne derecede var olduğunun bir kriteriyumu ve göstergesi mahiyetindedir.

B. FİNANSAL PİYASALAR İTİBARIYLA KLASİK “LİMON PROBLEMİ”

“Limon problemi”nin özü; “müşterinin limonların ne kadar kaliteli olduklarından haberdar olmaması ve bu sebeple limonlara kalitelerinin gerektirdiği fiyat seviyesini teklif edememesi”dir.

Nitekim müşteri, çok yüksek kaliteli olduklarından haberdar olmadığından çok yüksek kaliteli limonlara kalitelerinin gerektirdiği, arz sahiplerinin istediği çok yüksek bir fiyat teklif etmemekte; kalitelerinin gerektirdiğinden daha düşük, orta kalitede limonlarınkine yakın ya da eşit bir fiyat teklif etmektedir. Çok yüksek kaliteli limonların sahipleri ise limonlarının kalitelerinin gerektirdiği çok yüksek bir arz fiyatı istemekte, müşteri tarafından teklif edilen daha düşük fiyattan limonlarını arza razı olmamaktadırlar. Müşteri yine çok düşük kaliteli olduklarından haberdar olmayıp orta kaliteli olduklarını zannettiği için, çok düşük kaliteli limonlara son tahlilde böyle limonların kalitelerinin gerektirdiğinden daha yüksek, orta kalitede limonlarınkine yakın veya eşit bir fiyat teklif etmektedir. Çok düşük kaliteli limonların sahipleri ise limonlarının çok düşük kaliteli olduğundan ve müşterinin teklif ettiği fiyat orta kaliteli limon fiyatına eş ya da yakın yani limonlarının kalitesinin gerektirdiğinden çok yüksek bir fiyat olduğundan dolayı, limonlarını müşteri tarafından teklif edilen fiyattan satmaya elbette yönelmektedirler.

“Limon problemi”, aktörlerin piyasa hakkında mükemmel ve tam bilgiye değil; eksik ve tam doğru olmayan bilgiye sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.

“Limon problemi”, finansal piyasalara da uygulanabilir.^(*) Şimdi “limon problemi”nin finansal piyasalar bakımından geçerli olup olmadığı ele alınacaktır.

Finansal kâğıt satın alacak müşteri, karşı karşıya olduğu bir kâğıdın kalitesini bilemez. Tabiatı gereği finansal kâğıdın ne derecede kaliteli olduğu kolayca anlaşılabilir. Finansal kâğıt maddî, fizikî, somut bir değer değil temsilî, itibarî bir değerdir. Bu karakteri maddî, fizikî bir varlığın kalitesini kavramaya kıyasla finansal kâğıdın kalite derecesini kavramayı zorlaştıran önemli bir husustur. Finansal kâğıt, son tahlilde, onu tedavüle ihraç edenin yani borçlunun itibarını temsil eder. Bir tahvilin kredibilite ve kalitesini, bu tahvili ihraç eden şirketin-sujenin itibarı tayin eder. Şu halde bir finansal kâğıdın kaliteli olup olmadığını veya kalite derecesini doğru surette tesbit etmek için, bu kâğıdı ihraç eden suje hakkında tam ve doğru bilgiye sahip olmak gerekir. Bu ise kolay da pek mümkün de değildir.

^(*) Örneğin Akerloff (1970) te bu yaklaşım kredi piyasalarına ve sigortacılık alanına da uygulanmıştır.

Bir finansal kâğıdın kaliteli olması, bu kâğıtta muayyen olan yani faiz ve ana para ödemelerine dair taahhütleri, kâğıtları ihraç edenin^(*) yerine getirebilme kabiliyetinin ve bu istikametteki niyetinin -borcun vadesi boyunca- yüksek olmasıdır. Bir kâğıdın kaliteli olması, sözkonusu kabiliyet ve niyetin sadece muayyen bir anda değil, şu anda da gelecekte de yani borç, vadesi dolup itfa edilinceye kadar yüksek olmasını gerektirir. Şu halde bir finansal kâğıdın kaliteli olması, borçlunun şu anda ve gelecekte borçlarını ödeyebilme gücünün ve niyetinin yüksek olmasını imâ etmektedir.

Bu durumda bir kâğıdın kaliteli olması, onu ihraç edenle ilgili olarak esasen 2 unsura bağlıdır. Bu unsurlardan ilki borçlunun borcunu ödemeye hem şimdi hem de gelecekte niyetli olması suretinde ifade edilebilir. İkincisi, borçlunun hem şu andaki ve gelecekteki malî yapısının sağlam olması hem de şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin -yeterince- verimli fakat az riskli olması şeklinde ifade edilebilir.

Finansal kâğıt satın almayı düşünen bir kişinin, kâğıdı tedavüle ihraç edenin yani ödünç talep edenin şu anda ve gelecekte malî yapısının ne derecede sağlam olacağı, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin ne derecede verimli olduğu ve ne kadar risk taşıdığı, yönetici kadrosu itibarıyla borçlarını ödemeye ne derecede niyetli olduğunu tam, doğru şekilde bilemez. Bu, sözkonusu kişinin, bir finansal kâğıdın kalitesi hususunda tam ve doğru, mükemmel bilgiye sahip olamayacağını ortaya koyar. Hatta finansal kâğıt ihraç ederek ödünç talep eden bir şirketin şimdiki ve gelecekteki malî yapısı, yatırım projelerinin verimliliği ve riskliliği gibi hususlarda yeteri kadar tam, doğru bilgi ve habere sahip olmak, bu türden bilgileri toplayabilmek; örneğin ikinci el bir otomobilin kalitesi hakkında tam ve doğru bilgiye sahip olmaya, bu türden bilgileri elde etmeye nisbeten hem çok daha zordur, hem de daha maliyetlidir. O halde bir finansal kâğıdın kalitesini tesbit edebilmek, bir evin, otomobilin, bilgisayarın vb. kalitesini tesbit etmeye göre çok daha zor ve çok daha pahalıdır.

Bir müşteri finansal kâğıt satın alacak olsun. Finansal piyasada kalite itibarıyla sadece 2 sınıf finansal kâğıt mevcut olduğu varsayalım. Bu iki sınıftan birisi -çok- yüksek kaliteli kâğıtlar, diğeri de -çok- düşük kaliteli kâğıtlardan ibaret olsun.

Kâğıtların kalitelerindeki farklılık, başlangıç arz fiyatlarına da yansiyacaktır. -Çok- yüksek kaliteli kâğıtlara, arz edenler -çok- yüksek bir fiyat istemekte; -çok- düşük kaliteli kâğıtları arz edenler de kâğıtlarına başlangıçta -çok- düşük bir fiyat istemektedirler.

Kâğıtların üzerinde faiz getirisi muharrer ve nominal olarak sabittir. -Çok- yüksek kaliteli ve -çok- düşük kaliteli kâğıtların ihtivâ ettiği faiz tutarı, nominal kıymet olarak kâğıtların üzerlerinde muharrer ve sabittir. Her iki sınıf kâğıtlar için üzerlerinde yazılı nominal faiz meblâğı eşit olsun. Kâğıtlar vadeleri itibarıyla de birbirleriyle aynı kabul edilsin.

Kâğıtları arz edenler yani ödünç talep edenler, ellerindeki kâğıtlarının ne derecede kaliteli olduğundan -tam olarak- haberdardır. Yüksek kaliteli kâğıtların sahipleri, kâğıtlarının

^(*) borçlunun

yüksek kaliteli olduğu ve -çok- düşük kaliteli kâğıtların sahipleri, kâğıtlarının -çok- düşük kaliteli olduğu hakkında tam bilgi sahibidirler.

-Çok- yüksek kaliteli kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyat, -çok- yüksek bir fiyat seviyesidir. -Çok- düşük kaliteli kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyat, -çok- düşük bir fiyat seviyesidir. “Kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyat” kavramı ile kaliteleri itibarıyla kâğıtların hak ettikleri fiyat, sahip oldukları -gerçek- değer ifade edilmektedir.

Kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyatların farklı olması, aynı zamanda kaliteleri itibarıyla ihtiva etmesi gereken faiz hadlerinin de farklı olacağını imâ eder.

Finansal kâğıt satın alacak müşterimiz, piyasada arz edilmiş kâğıtların ne derecede kaliteli olduklarından haberdar değildir ve kâğıtların ne derecede kaliteli olduğunu tesbit edip kavrama kabiliyetine de sahip değildir.

Müşterimiz, kâğıtlara kalitelerinden haberdar olmadığı için kalitelerinin gerektirdiği fiyatı teklif edemeyecektir. Müşteri, kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyatı bilmemektedir. Bu kişi, -çok- yüksek kaliteli olan ve çok yüksek bir arz fiyatına sahip bulunan -çok- yüksek kaliteli kâğıtların kalitelerinin, arz fiyatlarının çok yüksek oluşunun imâ ettiği kadar yüksek olduğunu düşünmemekte, daha düşük olduğunu tahmin etmektedir. Sözkonusu kişi kısaca, çok yüksek kaliteli ve arz fiyatları çok yüksek kâğıtların, orta veya ortanın biraz üzerinde bir kaliteye sahip olduğunu, dolayısıyla kalitelerinin gerektirdiği fiyatın, çok yüksek arz fiyatının altında olduğunu düşünür. Sonuçta müşteri, çok yüksek kaliteli kâğıtlara, kalitelerinin gerektirdiği çok yüksek arz fiyatından bir hayli düşük yani ortalama veya ortalamanın biraz üzerinde kalitedeki kâğıtlarinkine eşit ya da yaklaşık bir fiyat teklif eder.

Aynı kişi, -çok- düşük kaliteli olan ve başlangıçta çok düşük arz fiyatına sahip bulunan kâğıtların kalitelerinin, çok düşük -başlangıç- arz fiyatının imâ ettiği derecede düşük olabileceğini tahmin edemez; sözkonusu kâğıtların ortalama kalitede veya ortalamadan biraz düşük kalitede olduğunu düşünür. Bu kişiye göre, çok düşük kaliteli kâğıtların başlangıçtaki çok düşük arz fiyatı, yani kâğıtların sahiplerince istenen fiyat, kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyattan bir hayli düşüktür. Bu durumda müşteri, çok düşük kaliteli kâğıtları çok düşük arz fiyatları üzerinden satın almaya, yani kâğıtlara sahiplerince istenen fiyatı vermeye çoktan hazırdır. Dahası müşteri, çok düşük kaliteli kâğıtlara, eğer kâğıtların sahipleri orta kalitede veya ortalamadan biraz düşük kalitede kâğıtlarinkine yakın, yani başlangıç arz fiyatından^(*) epeyce yüksek bir fiyat isterlerse, bu fiyatı teklif etmeye de razı olacak durumdadır.

-Çok- yüksek kaliteli kâğıtların sahipleri, kâğıtlarına müşterimiz tarafından teklif edilen fiyatı, kâğıtlarının gerektirdiği fiyattan çok düşük bulacaklar ve müşteri tarafından teklif edilen fiyattan kâğıtlarını satmaya razı olmayacaklardır.

(*) kalitelerinin icap ettirdiği fiyattan

Diğer taraftan -çok- düşük kaliteli kâğıtların sahipleri ise, müşteri tarafından kâğıtlarına teklif edilen fiyatı, kâğıtlarının kalitesinin gerektirdiği fiyata eşit veya ondan daha yüksek bulacaklar ve kâğıtlarını müşteri tarafından teklif edilen fiyattan -ki bu, kağıdın başlangıçtaki arz fiyatına eşit veya ondan daha yüksektir- satmaya elbette razı olacaklardır.

Piyasada finansal kâğıt satın almak isteyenlerin hepsinin veya çoğunun, tipolojisini oluşturduğumuz müşterimiz gibi oldukları kabul edilsin.

İkinci olarak çok düşük kaliteli kâğıtları arz edenlerin, önce; finansal kâğıt talep eden müşterilerin,^(*) kâğıtların kalitelerinden haberdar olmadıkları ve kâğıtların kalitelerinin gerektirdiği fiyatı teklif edemeyecekleri, çok yüksek kaliteli kâğıtlara orta veya ortanın biraz üzerinde kalitedeki kâğıtlarinkine yakın yani kalitelerinin gerektirdiği fiyattan oldukça düşük bir fiyat teklif edecekleri, çok düşük kaliteli kâğıtlara ise kalitelerinin gerektirdiği fiyata eş veya ondan daha yüksek fiyat teklif etmeye hazır oldukları; çok yüksek kaliteli kâğıtların sahiplerinin müşterilerce teklif edilen fiyatı kâğıtların kalitelerinin gerektirdiğinden çok düşük bularak kâğıtlarını satmaya asla razı olmayacakları yani arz fiyatını asla düşürmeyecekleri suretinde vukû bulacak hususları bilmediklerini varsayalım. Sözkonusu hususları sonra da, çok düşük kaliteli kâğıtların sahiplerinin tam olarak bilmekte olduklarını kabul edelim.

Bu durumda, finansal piyasalarla ilgili olarak son derece önemli, karakteristik sonuçlar ortaya çıkacaktır. Şimdi bunları^(**) sıralamaya çalışalım.

Birinci olarak, -çok- yüksek kaliteli kâğıtlar ya mübadeleye hiç konu olmayıp piyasadan tamamen çekilirler, ya da piyasada çok az mübadele edilirler. Diğer taraftan piyasada sadece veya önemli ölçüde -çok- düşük kaliteli kâğıtlar mübadele edilecek, yani piyasa -çok- düşük kaliteli kâğıtların istilâsına uğrayacaktır. Bir bakıma -çok- düşük kaliteli kâğıtlar -çok- yüksek kaliteli kâğıtları piyasadan kovacaklardır.^(***)

İkinci olarak -çok- yüksek kaliteli kâğıtların denge fiyatı, arz edenlerin arz fiyatını düşürmeye razı olmamaları sebebiyle, aşağı düşmeyecek, kalitelerinin gerektirdiği fiyat seviyesinde sabit kalacaktır. Müşterilerce teklif edilen fiyat, denge fiyatının daima ya da çoğunlukla bir hayli altında olacaktır. Çok yüksek kaliteli kâğıtlarda denge fiyatında talep açığı (arz fazlası); müşterilerce teklif edilen fiyat seviyesinde ise talep fazlası (arz açığı) mevcut olacaktır.

Üçüncü olarak müşterilerin hepsi veya ekseriyeti -çok- düşük kaliteli kâğıtları satın almaya yönelecekler, yani piyasa talebi neredeyse tamamen çok düşük kaliteli kâğıtlara kayacaktır. Bu, -çok- düşük kaliteli kâğıtların başlangıçta, sahiplerinin müşteriler ile -çok- yüksek kaliteli kâğıtları arz edenlerin gelecekteki davranışları hakkında bilgi sahibi olmadıkları varsayımı altında, kalitelerinin gerektirdiği fiyata eşit olarak tesbit edilen arz fiyatının

(*) ödünç arz edenlerin

(**) Bu, finansal aktif piyasalarında Gresham kanununun işleyeceğini ifade eder.

(***) Bir diğer ifadeyle finansal aktif piyasalarında Gresham Kanunu işleyecektir.

yükselmeye ve son tahlilde orta veya ortanın biraz altında kaliteye sahip kâğıtların fiyatlarına yakın ya da eşit seviyede dengeye gelmesine yol açacaktır.

-Çok- düşük kaliteli kâğıtların denge fiyatlarında yükselme meydana gelmesi, -çok- yüksek kaliteli kâğıtların denge fiyatları sabit kalmış olduğundan, zaman içerisinde -çok- düşük kaliteli kâğıtların fiyatları ile -çok- yüksek kaliteli kâğıtların fiyatları arasındaki mesafeyi^(*) başlangıç seviyesine göre daraltarak küçültecektir.²⁹⁵

-Çok- düşük kaliteli kâğıtların sahipleri, müşterilerin ve çok yüksek kaliteli kâğıtları arz edenlerin gelecekteki davranışları, dolayısıyla son tahlilde piyasa talebinin tamamen ya da büyük bir oranda -çok- düşük kaliteli kâğıtlara yöneleceği hakkında tam bilgi ve -mükemmel- tahmine sahip kabul edilirler ise, kâğıtlarına daha başlangıçta kalitelerinin gerektirdiği fiyattan daha yüksek, orta kaliteli kâğıtlarınkine eşit veya yakın bir arz fiyatı tesbit edeceklerdir.

Son olarak -çok- düşük kaliteli kâğıtlar, hem de kalitelerinin gerektirdiği fiyatın oldukça üzerinde bir fiyattan mübadele edilecektir.^(**)

C. “ASİMETRİK BİLGİ” YAKLAŞIMINA GÖRE FİNANSAL KRİZ

1. FİNANSAL SEKTÖRDE “ASİMETRİK BİLGİ”

Asimetrik bilgi, kısaca ve genel olarak bir mübadelede mübadele edilen mal hakkında mübadelenin her iki tarafının aynı seviyede, aynı kalitede, aynı doğrulukta ve eşit miktarda bilgiye sahip olmamasıdır.²⁹⁶ Asimetrik bilgi kavramı mübadelenin iki tarafından birisinin diğer tarafa nisbeten mübadele konusu hakkında, özellikle mübadele malının şimdiki ve gelecekteki durumuyla ilgili olarak, daha fazla miktarda, daha doğru ve daha kaliteli bilgiye sahip bulunmasını ifade eder.

Finansal alanda mübadele edilen mal, “ödünçler” veya ödünçleri temsil eden “kâğıtlar”dır. Burada sözkonusu “ödünçler”, finansal fonlar mahiyetindedir. Ödünçler, mübadele edildiklerinde muayyen bir süre için, arz edenden talep eden tarafa geçmektedir. Bu muayyen süre dolduğunda ödünç, geri ödenecek, mübadelede arz eden tarafa iade edilecektir. Ödücün fiyatı, alan kişinin ödücün muayyen bir süre elinde tutmasının, yani ödücün muayyen bir müddetliğine el değiştirmesinin karşılığı olan bir bedeldir. Ödücün mübadelesi, bu karakteri dolayısıyla mesela otomobil alım-satımından farklıdır. Otomobilin mübadelesinde mülkiyet karşı tarafa mutlak olarak ve ebediyen intikal etmekte iken; ödücün mübadelesinde mülkiyet diğer tarafa mutlak surette değil, sadece muayyen bir müddet için geçmektedir. Bu sebeple, otomobili satan taraf açısından mübadele sonrasında otomobilin ne olacağı hiç önemli olmayıp

(*) “*the spread between the prices on high quality assets and low quality assets*”

²⁹⁵ Mishkin (1994), s. 10.

(**) Piyasaya daha sonraları giren bir müşteri, isterse fiyatların kâğıtların kalitelerini tam olarak temsil etmekte olduğu fikrinde bir tip olsun, -çok- düşük kaliteli kâğıtları, fiyatları orta kaliteli kâğıtlarınkine yakın düzeyde dengeye gelmiş olduğundan, orta kaliteli kâğıtlar sanacaktır.

²⁹⁶ Mishkin (1999, 2003), s. 1-2 ve s. 187, 279.

ilgiye değer değildir. Fakat ödünç arz eden taraf bakımından ise mübadele sonrasında ödünçün durumu, âkıbeti son derece önemli olup bilgi sahibi olmasını gerektirir niteliktedir. Ödünç sahibi, hiçbir zaman ödünçün mübadeleden sonraki durumuna, âkıbetine, ödünçün esas mâliki halâ kendisi olduğundan, asla kayıtsız kalamaz.

Finansal alanda asimetrik bilgi, ödünç veren tarafın mübadelede ödünç hakkında, özellikle ödünçün âkıbetiyle ilgili olarak ödünç alan tarafa nisbeten aynı doğrulukta ve aynı kalitede, eşit miktarda bilgiye sahip olmamasını ifade eder. Ödünç hakkında; tarafların sahip olduğu bilgiler, doğrulukları, kaliteleri ve miktar itibarıyla eşit (simetrik) değil; farklı (asimetrik)tir. Alacağı ödünçün özellikle gelecekteki durumuyla ilgili olarak ödünç talep eden taraf, ödünçü arz eden tarafa kıyasla daha doğru, daha kaliteli ve daha çok miktarda^(*) bilgiye sahiptir.

Ekonomide finansal sektör, finansal piyasalar^(**) ile bankacılık sektöründen^(***) meydana gelir.

Finansal alanda asimetrik bilgi konusu önce finansal piyasalarda asimetrik bilgi, sonra da bankacılık sektöründe asimetrik bilgi şeklinde ele alınabilir.

a. Finansal Piyasalarda Asimetrik Bilgi

Finansal piyasalarda mübadele edilen mal, finansal kâğıtlardır. Ancak bu kâğıtlar, finansal fon şeklindeki ödünçleri temsil etmektedir. Bu sebeptendir ki, finansal piyasalarda mübadeleye konu olan mal, son tahlilde, finansal fon suretinde olan ödünçlerdir. Finansal kâğıtlara, finansal aktif, tahvil vb. isimler de verilir. Finansal kâğıtlar, finansal fon şeklindeki ödünçleri temsil eden, -genellikle- vadeli senetlerdir. Bu senetle bu kâğıtları tedavüle ihraç edenler bakımından bir borç senedi, piyasadan satın alıp ellerinde tutanlar yani hâmilleri bakımından ise bir alacak senedi mahiyetindedir. Senedin tutarı yani kâğıdın temsil ettiği finansal fon ise sabit olup kâğıdın üzerinde yazılı (nominal) değere eşittir. Kâğıdın, nominal (itibari) değeri ile carî (fiilî;) değeri kavramları^(****) birbirlerinden farklı kavramlardır.

Mübadelede finansal kâğıdı tedavüle ihraç eden taraf, finansal fon suretindeki ödünçleri talep eden; kâğıdı talep eden taraf ise finansal fon suretinde ödünç arz eden statüsündedir. Tedavüle ihraç edilmiş kâğıdın satın alınmasıyla mübadele fiilen gerçekleşmiş olur. Kâğıdın satın alınması, kâğıdı satın alan tarafın -karşı tarafa- ödünçünü satması, kâğıdı satan tarafın ise finansal fon şeklinde ödünç satın almasını ifade eder.

Bir finansal kâğıdın kalitesinin yüksek olması, kâğıdı tedavüle ihraç edenin kâğıdın hâmiline karşı, borcun geri ödenmesi dahil taahhüt etmiş olduğu tüm mükellefiyetleri

(*) daha mükemmel

(**) dolaylı ödünç piyasaları

(***) doğrudan ödünç piyasaları

(****) Finansal kâğıdın nominal değeri; üzerinde yazılı ve mutlak değer cinsinden olan parasal meblâğ yani itibari değerdir. Kâğıdın carî değeri; kâğıdın piyasadaki mübadele fiyatı yani kâğıdın fiilî (piyasa) değeridir.

zamanında yerine getirme ihtimalinin yüksek olmasını imâ eder. Bir diğer açıdan kâğıdın kalitesinin yüksek olması, kâğıdı tedavüle ihraç etmekle borcun geri ödenmesi, faiz ödemeleri dahil hâmile karşı tüm taahhütlerini kâğıdı ihraç eden tarafın yerine getirmeme ihtimalinin düşük olmasıdır. Bu durumda kalitesi yüksek kâğıt, risklilik derecesi düşük olan, demektir. Kalitesinin yüksek yani riskinin düşük olması, ödücün geri dönme ihtimalinin yüksek; geri dönmeme ihtimalinin (riskinin) düşük olmasına işaret eder. Şu halde kâğıdın kalitesi (risk derecesi), ödücün mübadeleden sonraki durumu yani âkıbetiyle alâkalıdır.

Finansal kâğıt hakkında finansal kağıdı ihraç eden taraf ile satın alan tarafın bilgileri aynı miktarda, aynı doğruluk ve kalitede değildir. Tarafların finansal kâğıt hakkındaki bilgileri miktar, doğruluk, kuşatıcılık, sağlamlık ve güvenilirlikleri (kaliteleri) itibarıyla eşit değildir. Finansal kâğıt hakkında tarafların sahip olduğu bilgilerin miktar, doğruluk, güvenilirlik, sağlamlık ve kalite yönünden aynı olmaması; tarafların finansal kâğıt hakkındaki bilgilerinin simetrik değil “asimetrik olması” diye ifade edilebilir.

Bir finansal kâğıt hakkında, kâğıdı tedavüle ihraç eden (ödücü alan) taraf, kâğıdı talep eden ve satın alan (ödücü veren) tarafa kıyasla daha fazla ve daha kuşatıcı bilgiye sahiptir. Kâğıdı ihraç eden tarafın kâğıt hakkında sahip olduğu bilgiler diğer tarafinkine kıyasla daha doğru, daha sağlam ve daha güvenilirdir. Finansal kâğıt hakkında ihraç eden tarafın bilgileri talep eden ve satın alan tarafın bilgilerine nisbeten kısaca daha kaliteli ve daha mükemmeldir.

Finansal kâğıt hakkında kâğıdı ihraç eden tarafın bilgilerinin satın alan tarafinkine kıyasla daha mükemmel ve daha kaliteli olmasının son derece önemli muhtelif sebepleri mevcuttur.

Bir finansal kâğıdın kalitesi^(*); kâğıdı ihraç eden tarafın şimdiki ve gelecekteki malî yapısının sağlamlığına, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin -beklenen- kârlılık haddine ve risk derecesine, idarî kadronun kâğıtla ilgili taahhütlerine sadakatının, onları ifâ etme niyetinin kuvvetliliğine dayanır. İhraç eden tarafın şimdiki ve gelecekteki malî yapısı ne kadar sağlam, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin verimlilik haddi ne kadar yüksek ve risklilik dereceleri ne kadar düşük^(**), yöneticilerin taahhütlerine sadakatleri ve borçlarını ödeme niyetleri ne kadar kuvvetli olur ise, kâğıdın kalitesi o nisbette yüksektir.

Finansal kâğıdı ihraç eden taraf nazarından, şimdiki ve gelecekteki malî yapısı, şimdi ve gelecekteki yatırım projeleriyle ilgili kararlar, bizzat kendisinin almış olduğu kararlardır. İhraç eden taraf açısından şu anki ve gelecekteki malî yapısı, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin kârlılığı ve riskliliği, yöneticilerin borçlarına sadakatleri, hem bunları inşâ eden kararlar hem de bunların sonuçlarına dair beklenti, değerlendirme ve bilgiler bakımından,

(*) ki bu aynı zamanda bir finansal yatırımın; verilen bir finansal ödücün riskliliği demektir,

(**) yani yatırım projelerinin kâr haddi/risklilik derecesi oranı ne kadar büyük

içseldir. Aynı hususlar finansal kâğıdı talep edip satın alan taraf yani finansal yatırımcı bakımından ise dışsaldır.

Finansal kâğıdı ihraç eden, kendisinin şu anki ve gelecekteki malî yapısını, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin kârlılık ve risklilik derecelerini, bunlarla ilgili kararlar, değerlendirmeler, beklentiler kendisi açısından içsel olduğundan, finansal kâğıdı talep edip satın alan tarafa nazaran daha iyi, daha doğru; daha mükemmel şekilde bilir, değerlendirir ve tahmin eder. Kâğıdı ihraç eden, diğer tarafa^(*) göre, kendisinin şimdiki ve gelecekteki malî yapısının nasıl şekilleneceği, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin kârlılık ve risklilik derecesinin ne olacağı; borçlarını ödeyebilme imkân ve kabiliyetinin şu anda ne düzeyde olduğu ve gelecekte ne düzeyde olacağı hakkında elbette daha etraflı ve fazla miktarda, daha doğru, daha sağlam ve güvenilir, kısaca daha kaliteli ve daha mükemmel bilgilere^(**) sahiptir. Finansal piyasalarda ödünç arz (finansal kâğıt talep) eden taraf ile ödünç talep (kâğıt ihraç) eden tarafların finansal kâğıdın kalitesi^(***) hakkındaki bilgileri, kuşatıcılık, doğruluk ve güvenilirlik, sağlamlık; kalite ve mükemmellik bakımından “simetrik” (eşit) değil, ödünç veren aleyhine “asimetrik”tir.

Finansal kâğıdı ihraç eden taraf, satın alan tarafa kıyasla, yönetici kadrosunun borçlara sadakatının ve taahhütleri yerine getirme niyetinin ne kadar kuvvetli olacağı hakkında da daha fazla miktarda, daha doğru, daha sağlam ve daha güvenilir; daha kaliteli ve daha mükemmel bilgiye sahiptir. Dolayısıyla bu bakımdan da finansal kâğıdı (finansal fonu) mübadele eden taraflar arasında, kâğıt talep edenler aleyhine (ihraç edenler lehine), asimetrik bilgiye sahip olma durumu mevcuttur.

b. Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi

Ekonomide finansal sistemin aslî misyonu, finansal kaynakları en etkin surette yatırımlara tahsis etmektir.²⁹⁷ Finansal kaynaklar -öncelikle- en verimli yatırım projelerinin finansmanına aktarılır ise finansal kaynakların ekonomide etkin kullanımı gerçekleşmiş olur. Finansal sistem ekonomide finansal kaynaklar ile reel sektör yatırımları^(****) arasında irtibatı sağlayan köprü durumundadır.

Bankacılık sistemi finansal sistemin kalbi mevkiindedir. Bu sebeple finansal sistemin etkin çalışması, aslî misyonunu yerine getirebilmesi açısından bankacılık sistemi, hayatî bir öneme sahiptir.

Bankacılık sektörünün, finansal kaynakların en verimli surette yatırımlara dönüştürülmesine aracılık etme rolünün başlıca 2 cephesi vardır. Bu, bankacılık faaliyet alanının

(*) hatta hariçte kalan tüm sujelere

(**) Burada bilgi kavramı; bilgi, değerlendirme, haber ve beklentilerden teşekkül etmektedir.

(***) Ki bu, ödünç alan tarafın şu anda ve gelecekte borçlarını ödeyebilme imkân ve kabiliyeti yani borcun geri dönme ihtimali ya da geri dönmeme riski demektir.

²⁹⁷ Mishkin (1999), s. 1-2.

(****) yani finansal ekonomi ile reel ekonomi arasında

başlıca 2 kısımdan ibaret olduğuna işaret eder: Finansal fonları bankacılık sistemine çekmek (mevduat toplamak)^(*) ve bankacılık sistemine intikal eden finansal kaynakları -reel sektörde- yatırımlara aktarmak.^(**)

Bankacılıkta hem mevduat toplama hem de kredi verme alanında ödünç mübadelesinin tarafları arasında asimetrik bilgiye sahip olma durumu mevcuttur.

(1) Mevduat Toplama Alanında Asimetrik Bilgi

Bankalar ödünçleri muayyen bir müddetliğine satın alır, sonra topladıkları ödünçleri kredi piyasasında yine muayyen bir müddet için kredi olarak satarlar.

Banka sistemi mevduat toplar iken ödünç sahibi olan ve ödünç arz eden taraf; mevduat sahibi (mûdî)dir. Mevduatların kaynağını hanehalklarının ve firmaların tasarrufları oluşturur. Mevduat topluyor iken banka -ya da diğer finansal kurumlar- ise ödünç talep edip alan, borçlanan taraftır. Mevduatlar, mûdiler için bir alacak olup blançolarında aktifte yer alırken bankalar için ise bir borç olup pasifte yer alır.^(***)

Mevduat toplama alanında mübadele edilen mal (finansal ödünç) hakkında sahip oldukları bilgilerin miktarı, doğruluk, güvenilirlik ve sağlamlığı; kalitesi ve mükemmelliği açısından mûdi ile banka arasında asimetri mevcuttur. Mübadele edilen ödünçün mübadeleden sonraki âkıbeti, mevduatın geri dönmeme bakımından içerdiği risk hakkında, mûdiye nazaran banka daha kuşatıcı, daha fazla miktarda, daha doğru, sağlam ve güvenilir, daha kaliteli ve mükemmel bilgiye sahiptir.

Ödünçün âkıbeti, geri dönmeme riski bakımından mûdi ile bankanın simetrik değil, asimetrik bilgiye sahip olmalarının muhtelif sebepleri mevcuttur.

Mevduatın (ödünçün) âkıbeti, vadesinde geri ödenme ihtimali, bir diğer ifadeyle borcun -vadesinde- borçlu (banka) tarafından geri ödenmeme riski; öncelikle borçlunun (banka), şu anda ve gelecekte, borçlarını ödeyebilme gücüne, son tahlilde bankanın şu andaki ve gelecekteki malî yapısına dayanır. Bankanın şu anki ve gelecekteki malî yapısı, blançosu açısından açmış olduğu kredilerinin içerdiği risk derecesi özel bir öneme sahiptir.

Ödünçün âkıbeti, ikinci olarak banka yöneticilerinin şu anda ve gelecekte borçlarına sadakat gösterme ve onları ödeme niyetlerine bağlıdır.

Banka, kendisinin borçlarını ödeyebilme kabiliyetinin şu anda ve gelecekte ne seviyede olacağını, mûdiye nazaran daha doğru surette bilir. Çünkü banka, kendisinin şu anki malî yapısının ve blançosunun nasıl olduğu, kredilerinin ne derecede risk taşıdığı ve aktif yapısının ne derecede iyi olduğu; gelecekte malî yapısının ve blançosunun nasıl şekilleneceği, açacağı kredilerinin ne kadar risk ihtiva edeceği ve aktif kalitesinin hangi seviyede olacağı hakkında,

(*) Bu, bir diğer ifadeyle tasarrufları mevduata dönüştürmek demektir.

(**) Toplanan mevduatları reel sektörde yatırımlarını finanse etmeleri için yatırımcılara kredi olarak vermek.

(***) Aktif, banka için bir alacak hakkını, pasif ise banka için bir taahhüdü ve borcu ifade eder.

mûdiye kıyasla, daha fazla, daha doğru, sağlam ve güvenilir verilere, dolayısıyla da daha doğru, daha fazla miktarda, daha muteber ve sağlam; yani daha kaliteli ve mükemmel bilgilere sahiptir.

İkinci olarak mûdi, banka yönetiminin şu anda ve gelecekte borçlarına sadakat gösterip göstermeyeceğini, onları ödeme niyeti taşıyıp taşımayacağını; iyi niyetle mi kötü niyetle mi hareket edeceğini asla bilemez. Fakat banka, kendi yönetiminin şu anda ve gelecekte borçlarına sadık kalıp taahhütlerini yerine getirmeye niyetli olup olmayacaklarını elbette bilir. Banka yönetimi, mûdilere kıyasla ödünçleri geri ödemek noktasında şu anda veya gelecekte iyi niyet ya da kötü niyet mi göstereceği hakkında daha tam, kaliteli ve mükemmel bilgi ve tahminlere sahiptir. Gerçekten meselâ bir bankanın içinin boşaltılacağını, yöneticiler elbette ki çok önceden bilmekte, planlamakta ve uygulamaktadırlar. Fakat mûdiler ve sözkonusu bankaya mevduat yatırmayı düşünenler^(*) ise bankanın içinin boşaltılacağından haberdar olamazlar. Ancak boşaltma olayı vukû bulduktan sonra bankanın içinin boşaltıldığı öğrenilebilir. Bu durumda ise mûdilerin yapabileceği bir şey kalmamıştır.

Mûdiler ile banka arasında ödünçün âkıbeti konusunda sahip olunan bilgiler bakımından asimetrikliğin mevcut olmasının bazı sebepleri bankacılık sistemiyle ilgilidir. Sözkonusu asimetrikliğin bankacılık sistemiyle ilgili sebeplerinin başında devlet tarafından bankalardaki mevduatlara tanınan “mevduat garantisi” gelir. Mevduat garantisi sistemi, mûdilerin; bankanın borçlarını ödeyebilme kabiliyetinin şu anda ve gelecekte nasıl olduğuna karşı kayıtsız kalmalarına; bankaların şu anki ve gelecekteki malî yapısını, blançolarını, aktif kalitesini vs. izleme ve gerektiğinde mevduatlarını çekmeye ihtiyaç hissetmemelerine yol açmaktadır. Mevduatlara devlet garantisi sistemi, bankalarla ilgili olarak piyasanın disipline edici gücünün işleyememesi ve bankaları aktif kalitelerini kötüleştirmekten, yüksek kârlı fakat aşırı riskli yatırım projelerinin finansmanı için kredi vermekten men edememesinin en önemli sebeplerinden birisidir.

Sözkonusu asimetrikliğin bankacılık sistemiyle ilgili sebepleri arasında ikinci olarak bankalarla ilgili bilgilerin “şeffaf” olmaması gelir. Bankaların malî yapıları, blançolarıyla ilgili bilgiler şeffaflıktan ne derece uzak ise, sözkonusu asimetriklik o nisbette artar. Kaldı ki, veriler şeffaf olsa bile, bu verilerin analizleri uzmanlık gerektiren, son derece sofistike bir konudur.

Bankalar ile mûdilerin bankanın borçlarını ödeyebilme kabiliyetinin şimdiki ve gelecekteki durumu hakkında asimetrik bilgiye sahip olmalarının bankacılık sistemiyle ilgili sebeplerinden üçüncüsü, bankacılık sisteminin güvenilir, bağımsız, etkin bir murakabe ve düzenleme sistemine sahip olmamasıdır. Bankacılık sistemini etkin surette düzenleyen ve murakabe eden bağımsız, güvenilir bir merciin varlığı, bankaların borçlarını ödeyebilme kabiliyetleri hakkında bankalar ile mûdilerin bilgileri arasındaki asimetrikliği azaltır. Bu

^(*) potansiyel mûdiler

çerçevede, finansal kuruluşlarla^(*) ilgili bağımsız, güvenilir “kredi derecelendirme” kuruluşlarının varlığı ve rollerini yerine getirmeleri de, müdilerin bankaların malî durumlarının sağlam olup olmadığı hakkında daha tam ve doğru, daha mükemmel ve kaliteli bilgilere sahip olmasına imkân verir; tarafların bilgileri arasındaki asimetrikliği önemli ölçüde azaltır.

Müdilerin bankanın malî yapısı, bilançosu vs. hakkındaki bilgileriyle bankanın sahip olduğu bilgiler arasındaki asimetrikliği artıran bir diğer sebep, bilgi toplama konusunda ortaya çıkan “bedavacılık problemi”dir (“free rider problem”).²⁹⁸ Müdiler, bankalar hakkında bilgi toplamak maliyetli olduğundan fakat bu bilgiler kendilerine bir getiri temin etmeyeceğinden, bankalarla ilgili veri ve bilgi toplamaya istekli olmazlar. Bilgi toplama konusunda her müdi münferit surette hareket eder. Toplanan bilgilerin getirisi direkt olarak bilgiyi toplayana yönelik değil, diğer müdilere ve sisteme yönelik olup genel ve müşterek şekildedir. Bilgi toplamanın zaman ve finansman maliyeti bireysel, özel ve direkt; fakat getirisi ise genel, dolaylı ve müştereken kullanılabilir olduğu takdirde, hiçbir fert sözkonusu bireysel, özel ve direkt maliyete katlanmak isteyip bilgi toplamaya yönelmez; her fert hiçbir özel, direkt ve bireysel maliyete katlanmadan bilgi elde etmek yolunu yani bedava surette bilgiye ulaşma yolunu tercih eder. Bu ise bankalarla ilgili olarak müdilerin sahip olduğu bilgilerin, havada uçan haberlerin son derece kalitesiz olmasına sebebiyet verir.

(2) Kredi Cephesinde ya da Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi

Bankalar topladıkları mevduatları kredi piyasasında kredi olarak arz ederler.^(**) Mevduat piyasasında borçlu statüsünde bulunmalarına mukabil bankalar, kredi piyasasında kreditor yani finansal ödünçün sahibi ve arz edicisi mevkiindedirler. Kredi piyasasında borçlu mevkiinde ise kredi talep eden ve alan suje^(***) bulunur. Kredi almak yoluyla temin ettiği finansal fonu bir şirket ya da firma yatırımlarının finansmanında kullanabileceği gibi carî harcamalarının finansmanında da kullanabilir.

Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar kredi piyasasında arz ettikleri finansal ödünçün asıl sahibi değildirler. Kredi piyasasında arz edilen finansal fonların asıl sahibi gerçekte, krediyi arz eden finansal kuruluşun müdileri yani finansal kuruluştaki mevduatların sahipleridir. Finansal kuruluş ise kredi piyasasında arz edilen finansal ödünçün gerçek sahibi olmaktan ziyade,

^(*) özellikle bankalarla

²⁹⁸ Mishkin (1994), s. 5-6.

^(**) Mankiw (1986)'da borçlanan lehine asimetrik bilgi problemlerinin varlığı altında kredi piyasasında kaynak tahsisi konu alınmıştır. Bu çalışmada varılan iki sonuç vurgulanabilir: İlk olarak ödünç faiz oranları artışı kredi piyasasını çöküşe götürmektedir. Kriz esnasında daraltıcı para politikasının doğruluğu ve dolayısıyla faiz oranlarının yükselişinin etkileri konusunda, asimetrik bilgi problemlerinin varlığı altında bu açıdan da değerlendirilmelidir. Çünkü asimetrik bilgi problemleri varken yüksek ödünç faizi teklif etmeye ancak “ahlaki tehlike” problemine sahip olanlar yönelir. Bu, asimetrik bilgi problemleri varken ödünç faiz oranları arttığında ekonomide ve reel sektörde yatırım “kalitesinin düşeceğini” ifade eder. İkinci olarak kredi faiz oranları artışı ödünç sahiplerince kredi riskliliğinde artışa bağlanmakta, bu ise riskten kaçınan fon sahiplerini faiz oranları yükseldiğinde ödünç arzını daraltmaya götürmektedir. (s. 456-7)

^(***) Kredi piyasasında kredi talep eden; özel sektörden bir firma, bir kamu kuruluşu ya da hazine olabilir.

finansal aracı statüsündedir. Finansal kuruluşlar, müddiler ile kredi talep edenler arasında, hanehalklarının ve firmaların elindeki tasarrufların önce mevduata sonra da krediye dönüştürerek reel sektöre intikal edip özellikle verimli yatırımların finansmanında kullanılmasına aracılık etmektedir.

Ödücün mübadele edilmesinden sonraki âkıbeti; geri dönüp dönmeyeceği, geri ödenmemek itibarıyla sahip olduğu risk hakkında ödünç sahibi ve arz eden taraf ile ödünç talep eden ve alan taraf kredi piyasasında da asimetrik bilgiye sahiptirler. Daha açık bir ifadeyle ödünç ile ilgili olarak asimetrik bilgiye sahip olma durumu, kredi piyasasında, finansal kuruluş ile kredi kullanan firma veya şirket arasında da mevcuttur.²⁹⁹ Asimetriklik yine borçlanan taraf lehinedir. Şu farkla ki, mevduat piyasasında sahip olunan bilgilerde asimetriklik banka lehine (çünkü banka borçlanan taraf mevkiinde) iken, kredi piyasasında ise bu defa banka aleyhinedir. Çünkü banka bu defa borçlanan değil ödünç veren mevkiindedir.

Finansal kuruluşların geri ödenmeyen kredilerine “geri dönmeyen krediler^(*)” denir. Geri dönmeyen krediler ile geri dönmeme ihtimali yüksek yani geri ödenmek itibarıyla aşırı derecede riskli kredilerin toplam krediler ve aktifler içerisindeki payı arttıkça finansal kuruluşun aktif kalitesi düşer.

Kredinin geri ödenme ihtimali ya da geri dönmemek itibarıyla hâiz olduğu risk seviyesi başlıca iki unsura bağlıdır: Bu unsurlardan ilki kredi alan şirket veya firmanın borçlarını ödeyebilme gücünün şu anki ve gelecekteki durumudur. Şirketin veya firmanın borçlarını ödeyebilme kabiliyeti ise şu anki ve gelecekteki malî yapısına, şimdiki ve gelecekteki blançosuna, şimdiki ve gelecekteki yatırım projelerinin kârlılık seviyesine ve risklilik derecesine dayanır. İkincisi şirket veya firma yöneticilerinin borçlarına sadakat gösterip şimdi ve gelecekte iyi niyetle hareket etmeleri, borçlarını ödemeye niyetli olmalarıdır.

Kredinin âkıbeti hakkında kredi veren (kreditör) taraf ile kredi alan (borçlu) tarafın asimetrik bilgiye sahip olmalarının muhtelif sebepleri vardır. Her şeyden önce ödünç veren, borçlunun borçlarını ödeyebilme kabiliyetinin şimdiki ve gelecekteki durumu hakkında, borçlu firma veya şirketin bizzat kendisi kadar tam, doğru, mükemmel ve kaliteli bilgiye sahip olamaz. Çünkü borçlu şirket veya firma, kredi veren tarafa nisbeten, şimdiki ve gelecekteki malî yapısını, blançosunu, şu anki ve gelecekteki yatırım projelerinin beklenen kârlılık hadlerini ve risklilik derecelerini daha iyi, daha doğru şekilde bilir; bunlar hakkında daha güvenilir ve sağlam, daha doğru, kısaca daha kaliteli ve mükemmel veri, bilgi ve değerlendirmelere sahiptir.

Ancak banka kredi vereceği şirketten malî yapısı, yatırımlarının kârlılık ve risklilik dereceleri, blançosu hakkında muntazam şekilde veri ve bilgi sunmasını kredi verirken şart koşabilir. Kredi talep eden firma veya şirketi, kendisinin ekonomik-malî durumu hakkında

²⁹⁹ Mishkin (2003), s. 187.

(*) “Non-Performing Loans” (NPL)

düzenli ve güvenilir bilgiler sunmaya banka; önceki kredileri geri isteme veya yeni kredi vermeme yani kredi vermeyi kesme tehdidinde bulunarak zorlayabilir.³⁰⁰ Bankaların, kredi piyasasında kredi talep eden firma ve şirketleri yani reel sektörü izleme imkânına sahip olmasının bankacılık sistemi açısından iki önemli sonucu vardır: Bunlardan birincisi kredi piyasasında kredinin âkıbeti konusunda kredi veren tarafın elinde kaliteli ve mükemmel bilgilerin önemli ölçüde artmasıdır ki bu, tarafların aynı konuda sahip oldukları bilgilerin asimetrikliklerinin önemli nisbette azalması anlamına gelir. İkincisi bankacılık sistemine, reel sektördeki firmaları malî yapıları, bilançoları, yatırımlarının kârlılık ve risklilikleri yönlerinden sürekli olarak izlemek ve akabinde kredi verilebilir (iyi) olanlarla kredi verilemez (kötü) olanları ayırtmak misyonunun verilmesidir. Bu, bankacılık sistemine intikal eden finansal fonların öncelikle en verimli ve en az riskli yatırım projelerinin finanse edilmesine kanalize edilmesi; mevcut yatırım projesi gerektiği kadar kârlı ve az riskli değil ise finansal fon temininin durdurulması sorumluluğunun bankalar üzerinde olduğu anlamına gelir. Varsayalım ki reel sektörde hiçbir yatırım projesi yeterince kârlı değil ve gerektiğinden daha fazla riskli, bu durumda reel sektörde yatırımlara finansal kaynak aktarımının tamamen kesilmesi görevi de bankalara aittir. Şu halde, reel sektöre sadece finansal kaynakları etkin kullanmakta olduğu müddetçe finansal fon temin edilmesinden, daha genel olarak ekonomide finansal kaynakların etkin kullanılmasından, esasen bankacılık sistemi sorumludur.^(*) Bu münasebetledir ki bankacılık sistemi finansal sistemin kalbidir.^(**)

Kredinin âkıbeti hakkında banka ve borçlu şirket ya da firmanın asimetrik bilgiye sahip olmalarının sebeplerinden ikincisi, bankanın borçlu şirket ya da firma yönetiminin şu anda ve gelecekte borçlarına ne ölçüde sadakat göstereceğini ve onları ödemeye ne derecede niyetli olacağını tam olarak bilememesidir. Borçlu şirket ya da firma, yöneticilerinin borçlarına sadık kalıp kalmayacağı, ödemeye niyetli olup olmadığı, gelecekte ödememeye meyil gösterip göstermeyeceği konusunda, ödünç veren tarafa kıyasla elbette çok daha muteber, daha mükemmel ve kaliteli bilgilere sahiptir.

Kredinin âkıbeti hakkında banka (finansal kuruluş) ile borçlu tarafın bilgilerinin asimetrikliğini artıran üçüncü sebep, bankaların reel sektörü sürekli izleyip kredi talep eden firmalar, şirketler hakkında muntazam ve periyodik bilgiler toplama arzularını azaltan “bedavacılık problemi”dir (“free rider problem”). Firmalar, şirketler hakkında düzenli, sistematik, muteber ve kaliteli bilgi toplamanın maliyeti direkt, özel; buna mukabil getirisi ise dolaylı, genel ve müşterek olduğu takdirde bilgi toplama alanında “bedavacılık problemi” ortaya çıkmaktadır.

³⁰⁰ Mishkin (1991), s. 6-7.

^(*) Bankacılık sisteminin bu sorumluluğunu yerine getirebilmesi, diğer taraftan finansal alanda bankacılık sektörünün payının en yüksek olmasını gerektirir.

^(**) Bu sebepledir ki “finansal kriz”in merkezinde “bankacılık sektörü” yatar.

Ancak banka müşterileri hakkında topladıkları bilgileri sır olarak tutabilir veya fiyatlandırarak diğer bankalara satabilir. Bu durumda reel sektörü izlemenin, firmalar hakkında bilgi toplamanın getirisi de bireysel, özel ve doğrudan hale gelmiş olur. Bu, bilgi toplamak itibarıyla bedavacılık probleminin bankacılık sisteminde önemli ölçüde azalmasına yol açar. Fakat bankacılık sektöründe bilgi toplama itibarıyla bedavacılık problemi yine de tamamen ortadan kalkmaz. Çünkü bilgi toplamanın getirisi hemen, derhal gerçekleşmez, bu da bedavacılık probleminin bir düzeyde de olsa varlığını devam ettirmesine sebep olur.

Söz konusu asimetrikliği arttıran dördüncü sebep, ödünç verme konusunda ortaya çıkan “asil-vekil problemi”dir (“principal-agent problem”).³⁰¹ Bankaların kredi piyasasında kredi olarak verdikleri ödünçlerin asıl sahipleri, bankalar değil, müdilerdir. Banka, bir bakıma müdilerin vekili (agent); yani ödünçün asaleten değil yalnızca vekâleten sahibidir. Asil ile vekilin menfaatleri hem kavramsal-teorik olarak hem de realite itibarıyla -her zaman- aynı değildir. Asil ile vekilin menfaatleri farklılaştığında vekil (banka yönetimi ve sahipleri), asilin menfaatine göre değil ona aykırı olmak pahasına kendilerinin özel menfaatlerini gerçekleştirmek istikametinde hareket ederler. Vekil, getirisi yüksek ise aşırı riskli krediler vermekten kaçınmayabilir. Aşırı risk almaktan kaçınmadığı takdirde vekil, kredinin risklilik derecesini bilme ihtiyacı duymayabilir. Dolayısıyla böyle bir durumda kredinin sahip olduğu risk derecesini tam doğru olarak öğrenmek üzere borçlu hakkında yatırımlarının riskliliği yönünden bilgi toplamaya çok fazla önem vermeyebilir.

Beşinci sebep, bankacılık sistemine dair hukukî düzenlemelerle ilgilidir. Çıkarları çatışması durumunda vekilin kendi çıkarı lehine fakat asilin çıkarı aleyhine hareket etmesine mâni hukukî düzenlemeler yok veya yeteri kadar caydırıcı değil ise bu, vekili kredilerin riskliliğini araştırmak noktasında itinalı olmamaya sevk edebilir. Yöneticilerin sadece cezaî sorumluluklarının bulunmasını veya iflası halinde bankanın borçlarından banka sahiplerinin “tüm varlıklarıyla” değil de bankaya ait olan mal varlıkları yani “kısmen mal varlıkları ile” sorumlu olmalarını^(*) kararlaştıran hukukî düzenlemelerin carîliği, asil-vekil problemini arttırır.

Kredinin âkıbeti hakkında tarafların bilgileri arasındaki asimetriklik, ödünç eğer teminat, kefâlet veya ipotek mukabili verilmiş (collateral) ise azalır. Teminatlı, ipotekli veya kefaletli surette verilmesi, kredinin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde düşürür. Çünkü böyle bir durumda; birincisi borçlunun kaybedeceği şeyler kısmen artmıştır, dolayısıyla borçlunun ahlakî tehlike eğilimi zayıflar. İkinci olarak, karşılıklar nakde dönüştürülerek kredinin hiç değilse bir kısmı geri tahsil edilebilir.

Ödünçün âkıbeti hakkında ödünç sahibinin bilgisini arttırmak üzere, finansal sektör için olduğu gibi, reel sektörü sürekli olarak izlemek; reel sektördeki firmaların ve şirketlerin malî

³⁰¹ Mishkin (2003), s. 193.

(*) “malvarlığı bakımından borçlunun kısmen sorumluluğu” prensibini

durumlarını yakından ve sistematik şekilde murakabe etmek; kredibilitelerini çeşitli kriteriyumlar geliştirip bunlar temelinde değerlendirip derecelendirmek maksadıyla bağımsız, muteber “finansal ya da kredibilite derecelendirme kuruluşları” meydana getirilebilir. Yine aynı maksatla reel sektördeki firmalar hakkında bilgi toplayan ve onları fiyat mukabili piyasaya arz eden “bilgi bankaları” (arşivleri) kurulabilir. Fakat bu teklif, gerçekleştirilme imkânına sahip olup olmadığı, bilgi bankalarının piyasa kanunlarıyla işleyip işlemeyeceği ve son olarak kamu sektörüne mi özel sektöre mi dahil olacağı noktalarından tartışılmaya son derece muhtaçtır.

(3) Ödünç Hakkında Mûdiler ile Kredi Piyasasından Ödünç Alanlar Arasında Asimetrik Bilgi

Ödünç piyasalarıyla ilgili olarak âsil-vekil problemi konusunda da ifade edildiği gibi finansal kuruluşların kredi piyasasında arz ettikleri kredilerin asıl sahibi, mûdilerdir. Diğer taraftan mûdilerin bankadaki mevduatlarının âkıbeti son tahlilde kredi piyasasından ödünç alan borçlulara bağlıdır. Finansal kuruluşlar, eğer aktiflerinde yer alan kredileri zamanında geri dönmez ise mûdilerine karşı taahhütlerini yerine getiremezler. Şu halde bankaların aracılık ettiği ödünç fonlarla ilgili olarak ödünçün esas sahibi ve arz edicisi mûdiler; esas talep edeni ve borçlusu ise kredi piyasasından kredi alanlardır.

Banka sisteminin aracılık ettiği ödünçlerle ilgili olarak ödünçün asıl sahibi ve nihaî borçlu tarafı bu şekilde tanımlandıktan sonra ödünçün âkıbeti konusunda mûdi ile nihaî borçlunun sahip oldukları bilgilerinin asimetrikliklerinin daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Mûdiler ile nihaî borçluların bilgileri arasındaki asimetriklik derecesinin yüksek olduğu şeklindeki bu tesbit, kıyaslama ödünçün âkıbeti hakkında ister mûdi ile bankanın bilgileri arasındaki asimetriklikle isterse banka ile kredi alanların bilgileri arasındaki asimetriklikle yapılsın, yine de geçerlidir.

(4) Ödünç Hakkında Uluslararası Ödünç Sahipleri ile Ulusal Finansal Aracı Kuruluşlar Arasında Asimetrik Bilgi

Ödünçün âkıbeti konusunda asimetrik bilgiye sahip olma durumu, uluslararası ödünç sahipleri ile ulusal finansal aracı kuruluşlar arasında da mevcuttur.

Uluslar arası finansal fon sahipleri, ulusal aracı finansal kuruluşun malî durumunu sürekli olarak ve yakından izleme, aracı kuruluş görünüşte faaliyet halinde olduğu müddetçe borçlarını ödeyebilme kabiliyetini kaybetmiş olsa bile ödünç vermeyi kesme gereğini görmemektedirler. Bunun sebebi, gelişmekte olan ekonomilerde banka sistemi aracılığıyla alınan yabancı ödünçler için, o ülke hükûmetinin ya da IMF gibi malî açıdan kuvvetli uluslar arası finansal kuruluşların teminat (garanti) ve kefalet vermeleri (bail out sistemi)dir. Yabancı ödünç sahipleri, devlet garantisi veya uluslar arası finansal kuruluşların kefaleti dolayısıyla,

ulusal aracı finansal kuruluşlar aşırı risk üstlenmiş ve aktif kalitesi çok kötü halde olsa ve bu durumu bilseler bile ulusal aracı kuruluşa borç vermeyi durdurmamaktadırlar.

Yabancılardan alınan borçlara devlet hükümet garantisi veya IMF gibi uluslar arası finansal kuruluşlar tarafından kefalet verilmesi (bail out sisteminin varlığı), finansal sistemin kırılabilirliği bakımından iki önemli sonuca yol açmaktadır. Bunlardan birincisi yabancı ödünç sahiplerinin ve ulusal aracı finansal kuruluşların ödünçün âkıbetine dair bilgileri arasında asimetrikliği arttırmasıdır. İkincisi ise ulusal finansal aracı kuruluşlarla ilgili olarak piyasa disiplininin işleyememesi, piyasanın bu kuruluşları disipline edememesidir. Piyasa disiplini çalışmadığı için de ulusal finansal aracı kuruluşlar, aşırı riskli yatırım projelerine kredi vermeye devam edebilmekte, aktif kalitelerini iyileştirmeye ihtiyaç duymamaktadırlar.

2. “KREDİ DERECELENDİRME” TEORİSİ

“Kredi derecelendirme” (“credit rationing”); verilecek kredilerin, talep edene göre, kredi verecek kişi tarafından, risklilik veya geri dönme ihtimalinin seviyesi yönünden “derecelendirme”ye ya da “iyi-kötü kredi” suretinde bir tasnife tabi tutulması şeklinde tanımlanabilir.

“Kredi derecelendirme” teorisine göre faiz haddinde bir artış, kredi arzında, tabî (mâkul) bir faiz haddinden sonra artışa değil, aksine azalışa sebep olur. Bunun sebebi yüksek faiz vermeye ancak ahlakî tehlike eğilimi içerisinde olanların razı olacakları, tabiatıyla da tabî faiz haddinin üzerinde faiz hadlerinden verilecek kredilerin^(*) ödünç sahipleri (finansal aktif talep edenler) tarafından, -çok- riskli, geri dönme ihtimali çok düşük, kötü kredi suretinde algılanmasıdır.³⁰²

Tabî faiz haddinin üzerinde bir faiz haddi ödemeyi taahhüt eden finansal aktifler de; finansal aktif talep edenler tarafından, tabî faiz haddinden daha yüksek bir faiz haddi teklif etmekte oluşları sebebiyle, “yüksek (iyi)” kaliteli değil, “düşük (kötü)” kaliteli finansal aktifler olarak değerlendirilir.

Finansal yatırımcı, riskten kaçınan ise ödünçünü, teklif ettikleri faiz haddi tabî faiz haddinin üzerinde olan finansal aktiflere yatırmayıp onları talep etmeyecektir. Çünkü onların düşük kaliteli (kötü) kâğıtlar olduğunu, verilecek ödünçün riskli olduğunu düşünmektedir. Bu tip finansal yatırımcılar, tabî faiz haddinde veya ondan daha düşük faiz haddi teklif eden finansal aktifleri talep edip tasarruflarını böyle finansal aktiflere yatıracaklardır.

Bunların anlamı şudur: Faiz haddi, tabî faiz haddinin üzerinde artarken tasarruf sahipleri, ödünç arzını arttırmayıp aksine azaltmaktadırlar. Faiz haddi, tabî faiz haddinin

(*) Ki bunlar tabî (makul, normal) faiz haddinden daha yüksek faiz taahhüt eden finansal aktifleri satın almak için kullanılacak ödünçler demektir.

³⁰² Stiglitz ve Weiss (1981), Mishkin (1991, 1996), s. 3-4 ve s. 3.

üzerinde iken düşme kaydeder ise, tasarruf sahipleri ödünç arzını azaltmamakta, aksine arttırmaktadırlar.³⁰³

Faiz haddi, tabî faiz haddinin altında iken tasarruf arzı ile faiz haddi arasında pozitif bir ilişki vardır: Faiz haddinde artış, tasarruf arzında da artışa sebep olur.

3. “ASİMETRİK BİLGİ” YAKLAŞIMINA GÖRE “FİNANSAL KRİZ”İN TANIMI

Asimetrik bilgi yaklaşımı finansal krizi tanımlarken asimetrik bilgi (ahlakî tehlike ve ters seçim) problemlerinin varlığını hareket noktası alır. Bu yaklaşıma göre finansal krizde; finansal alanda asimetrik bilgi (ahlaki tehlike ve ters seçim) problemlerinin varlığı o kadar çok şiddetlenmesidir ki bu, finansal sistemin temel misyonunu yerine getirmesini yani finansal kaynakları tahsis ederken “etkin işlemesi”ni önler.

a. Finansal Kriz Tanımının Unsurları: Asimetrik Bilgi Problemleri

Literatürde asimetrik bilgi problemleri çerçevesinde 2 ana kategoriden söz edilmektedir. Bunlar ahlakî tehlike ve ters seçim problemleridir.

(1) “Ahlakî Tehlike” Problemi

“Ahlakî tehlike problemi”, en veciz şekilde, ödünç alan kişinin (borçlunun) aşırı risk alma temayülü içerisinde olması ve ödünçü aşırı riskli yatırım projelerine kanalize etmesidir.³⁰⁴ Ödünç alan, ödünç yoluyla aldığı fonun asıl sahibi değil vekâleten sahibi statüsündedir. Ödünç alan, ödünç yoluyla aldığı fonu, aşırı riskli projelere yatırdığı takdirde, ödünçün asıl sahibi noktai nazarından istenmeyen sonuçlar doğurma ihtimali yüksek bir harekete girişmiş olur.

Yatırımın başarısız olması halinde, ödünç alan (vekil) aldığı ödünçü, asıl malikine geri ödemeyecektir. Dolayısıyla ödünçün kullanıldığı yatırım projesinin riski, vekil değil; asil üzerindedir.

Fakat eğer yatırım başarılı olursa bundan nisbeten en fazla kazanç temin edecek olan, bu defa “asil” değil, aksine “vekil”dir.

Bu durumda eğer ödünç yoluyla alınan fon vekil tarafından en riskli yatırım projelerinin finansmanında kullanılmış ise; yatırımın başarılı olması halinde getirinin büyük kısmı “vekil”e gideceğinden, başarısız olması halinde ise riskin (zararın) en büyük kısmı “asil” üzerinde kalacağından dolaydır ki; ödünçle ilgili olarak “asil” için (getiri/risk) oranı çok düşük, vekil için

³⁰³ Mishkin (1991, 2000a), s. 3-4 ve s. 3.

³⁰⁴ Mishkin (1991,1994), s. 4 ve s. 4-5. Ahlakî tehlike problemi ödünç verme işlemi gerçekleşikten sonra vuku bulur. Ters seçim problemi ise ödünç verme işlemi öncesinde veya gerçekleşirken meydana gelir. [Mishkin (2003, s. 187, 192-3]. “Ahlaki tehlike” literatürde finansal krizleri açıklamak üzere “ayrı, bağımsız bir yaklaşım” olarak da yer almaktadır. Böyle yaklaşımlar, özellikle ilkinde olmak üzere finansal ve reel sektörde ahlaki tehlike problemlerinin varlığını ve şiddetlenmesini finansal krize dair açıklamalarının “merkezine” yerleştirirler. Bununla

(getiri/risk) oranı ise çok yüksektir. Bir diğer ifadeyle ödünç aşırı riskli yatırımların finansmanında kullanıldığı takdirde (risk/getiri) derecesi “asil” için çok yüksek, fakat “vekil” için ise çok düşüktür.

Bu, ödünçün asıl sahibi bakımından, ödünçünü kaybetme ihtimalinin çok yüksek, kaybetmediği durumda da kazanacağı getirinin çok düşük olması anlamına gelir. Yani ödünç sahibi bakımından bir kumar demektir.³⁰⁵ Hem de öyle bir kumar ki, birincisi kaybetme ihtimali çok yüksek, ikincisi kaybeder ise çok şey kaybedecek, üçüncüsü iyi ihtimal gerçekleşse yani kumar oyununu kazansa dahi, rakibi ortaya fazla bir şey koymamış olduğundan dolayı, fazla bir kazanç elde edemeyecektir. Böyle bir kumarı kim oynamak ister?

Asıl sahibi, ödünç alan kişinin (“vekil”in) ödünç aşırı riskli yatırımlara plase ettiğini bilemez. Çünkü ödünç alan (“vekil”), ödünç yatırıma plase eden kişidir. Bu sebeple hem yatırımın getirisi, kârlılığı hususunda, hem de tabiatıyla “ödünç”ün âkıbeti (geri dönüp dönmeyeceği) hususunda, ödünçün asıl sahibi (“asil”) ile ödünç alan kişinin (“vekil”in) sahip oldukları bilgiler ihata edicilik, genişlik, doğruluk ve kalite itibarıyla kesinlikle aynı değildir. Tabiatıyla yatırımın risklilik derecesi yani kumarın sonucu ve ödünçün âkıbeti hususunda “asil” ile “vekil”in bilgileri; seviyesi, doğruluk derecesi, kapsayıcılığı, kalitesi cihetinden “simetrik” değil, aksine “asimetrik”tir. Fonu bizzat kullanan ve hangi yatırım projesinde kullanacağını tercih eden, yatırımı fiilen gerçekleştiren statüsünde olduğu için, yatırımın sonucu ve ödünçün âkıbeti hususunda “vekil”, “asil”e kıyasla, hem daha çok bilgiye sahiptir, hem bilgileri daha kuşatıcıdır, hem de bilgileri daha doğru ve daha kalitelidir. Bu sebeple “vekil”, “asil”e kıyasla, yatırımın sonucu (riskliliği) ve ödünçün âkıbeti hususundan haberdar ve bilgi sahibi olmak, en isabetli tahminde bulunmak bakımından son derece daha avantajlıdır.

Vekil, ödünçü, aşırı riskli yatırım projelerine plase etmekle asili bir bakıma, -hem de asilin, kendisinin böyle bir kumara girdiğinden haberi, bilgisi yokken- yukarıda tasvir edilen kumara sokmaktadır. Ayrıca asil vekile kendisini böyle bir kumara sokma vekâleti vermiş de değildir. Yatırımın başarısız olması durumunda vekil asile ödünçü vermemeyi daha henüz yatırım gerçekleşmemişken düşünmekte; ödünçü böyle bir durumda vermemeye niyet etmiş görünmektedir. Vekilin davranışını “ahlakî” değil, “gayrı ahlakî” yapan; yani “ahlakî tehlike”ye yol açan; bu durumu “ahlak dışı” olarak nitelendirmeye gerekçe oluşturan, bu noktayla ilgili özelliklerdir.

Asil, vekilin, kendisini hem de hiç haberi yokken yukarıda tasvir edilen mahiyette bir kumara soktuğunu haber alır veya tahmin eder ise ne olur?

İlk olarak o vekile yeni ödünç verme faaliyetini hemen durdurur.

beraber böyle yaklaşımlar da gerçekte “ters seçim” problemlerini zımnen içerip ima etmekte, ancak açıkça ifade etmemektedirler.

³⁰⁵ Krugman (1998b).

İkincisi, eğer diğer ödünç talep edenlerin yani vekâlet isteyenlerin iyi niyetli olduklarını, “ahlakî tehlike” temayülü taşımadıklarını; kendisini, hiç haberi yokken yukardaki gibi bir kumara sokmayacaklarını bilmiyor; bundan emin olamıyor ise asil onlara da ödünç (vekâlet) vermeyi keser.

Bir diğer ifadeyle asil, ödünç talep edenlerden “ahlakî tehlike” temayülü içerisinde olanları ve olmayanları; yani iyileri (iyi niyetlileri) ve kötülerini (kötü niyetlileri) ayırdedemeyecek, bilemeyecek durumda ise; onların hepsinin kötü (niyetli) olduğunu düşünerek ya da en kötü ihtimali düşünüp ondan kaçınmak üzere onların hepsinin kötü (niyetli) olduğunu kabul ederek, hiçbirisine, dolayısıyla iyi niyetli olanlara (ahlakî tehlike temayülü taşımayanlara) da, ödünç vermeyi keser.^(*)

“Ahlakî tehlike” problemi kaynağı bakımından bir “asimetrik bilgi problemi” mahiyetindedir. Çünkü “ahlakî tehlike” problemi temelinde “tam bilmemek-haberdar olmamak” yatmaktadır. “Tam bilmemek-haberdar olmamak” panik başlamazdan önce, ona ödünç verilmeye devam edilip edilmemesi hareket noktası alındığında “borçlu lehine”, fakat panik başladıktan sonra ise aksine “borçlu aleyhine” sonuçlar üretmektedir.

(2) “Ters Seçim” Problemi

“Ters seçim” (“adverse selection”) problemi, kısaca ödünçün, ödünç sahibi açısından arzu edilmeyen-kötü (ters) sonuçlar doğuracak yatırım projelerine gitmesi diye tanımlanabilir.³⁰⁶ “Ters seçim”, bir diğer açıdan, ödünç sahibinin ödünçünü kime vereceğini seçerken, kendisi açısından arzu edilmeyen (ters-kötü) sonuçlar meydana getirmesi en muhtemel kişiyi seçmesidir.³⁰⁷

“Ters seçim”, ödünç sahibi ödünçünü vermek üzere, ödünç talep edenler içerisinde eğer ödünçü aşırı riskli yatırımlarda kullanmaya ve yatırımın başarısız olması halinde de ödünçü, sahibine geri ödememeye niyetli kişileri seçmiş ise gerçekleşmiş olur. Daha teknik bir ifadeyle, ödünç sahibi ödünçünü verirken ödünç talep edenler içerisinde “ahlakî tehlike” eğilimi içerisinde olanları seçmiş ise kendisi (özellikle ödünçünün geri dönmesi) bakımından hiç arzulanmayan, ters bir seçim yapmış demektir.³⁰⁸

“Ters seçim” probleminin mevcudiyeti, finansal piyasalarda ödünç sahibinin ödünçünü vereceği kişiyi seçerken, kendisi (ödünçü) açısından ters (kötü) ve arzu edilmeyen sonuçlar üretmesi en kuvvetle muhtemel kişiyi seçme ihtimalinin “0”dan büyük olmasıyla başlar. Eğer,

(*) Bu nokta özellikle bankacılık paniklerini olmak üzere “kendiliğinden vaki”(self-fulfilling) finansal krizleri izah edebilmek bakımından oldukça önemlidir.

³⁰⁶ Mishkin (1991,1996), s. 2 ve s. 2, Mishkin (2003), s. 187.

³⁰⁷ Mishkin (1991,1996), s. 2 ve s. 2, Mishkin (2003), s. 187.

³⁰⁸ Mishkin (2003), s. 187. Ters seçim probleminde problemin aktörü, ödünç vericidir. Bu problem ödünç verme işlemi gerçekleşirken veya gerçekleşme öncesinde ödünç sahibi ödünçünü kime vereceği hususunda karar verip tercihte bulunurken vuku bulur ve sözkonusu ödünç sahibinin, “tam haberdar olmaması” sebebiyle “yanlış seçimde bulunmasını” ifade eder.

ödünç sahibinin ödünçünü verirken, ödünç bakımından “ters”-“kötü” ve “arzuya şayan olmayan” sonuçlar üretmesi en muhtemel kişiyi seçme ihtimali “0” seviyesinde ise, “ters seçim” problemi hiç yok demektir. (a hali)

Ödünç sahibinin ödünçünü talep edenlerden kime vereceğini seçerken, kendisi (ödünç) açısından “kötü”-“ters” ve “arzulanmayan” sonuçlar üretmesi en muhtemel kişiyi seçme ihtimali yükseldikçe; “ters seçim” problemi de artar.³⁰⁹

Ödünç sahibinin ödünçünü talep edenlerden kime vereceğini seçerken kendisi (ödünç) açısından “kötü”-“ters” ve “arzulanmayan” sonuçlar üretmesi en muhtemel kişiyi seçmesi %100 muhtemel yani kesin olduğunda, “ters seçim” problemi en yüksek seviyededir. Böyle bir durumda herkes için ve her ödünç verilmesinde ödünç sahibi (ödünç) açısından “arzulanmayan”, “ters”-“kötü” sonuçlar ortaya çıkması ihtimali %100’dür. Bir diğer ifadeyle ödünçün geri dönme ihtimali %0’dır. (b hali) Bu, ödünç talep eden her kişinin muhakkak “ahlakî tehlike” eğilimi içerisinde olması anlamına gelir.

“Ters seçim” probleminin artması yani “ters seçim” yapılması ihtimalinin yükselmesi, verilen ödünç daha riskli hale getirir ve ödünçün geri dönme ihtimalini düşürür. “Ters seçim” yapılması ihtimalinin yüksek olması durumunda verilen kredi “kötü kredi” ya da “yüksek riskli kredi” niteliğini alır.

Finansal fonların etkin kullanımı itibarıyla “ters seçim”, son tahlilde ödünç olarak verilen fonun düşük riskli (iyi) yatırım projelerine değil aksine yüksek riskli (kötü) yatırım projelerine plase edilmesi demektir. Bu, finansal piyasaların etkin çalışmaması ve finansal kaynakları, reel sektöre kanalize ederken en verimli ve riski en düşük yatırım projelerinden itibaren daha az verimli ve daha az riskli yatırım projelerine doğru tahsis etmek fonksiyonunu yerine getirememesi anlamına gelir.

Finansal piyasaların tam etkin çalışması durumunda, ilk olarak finansal kaynaklar reel sektörde en verimli ve en az riskli yatırımlara kanalize edilmiş olur. İkinci olarak finansal piyasalar tam etkin çalışıyorlarken, eğer reel sektörde verimliliği pozitif ve risk derecesi %100’ün altında olan hiçbir yatırım projesi kalmamış ise, finansal kesimden reel kesime “finansal fon” aktarılması faaliyeti, finansal sistem tarafından otomatik olarak kesilir.

Finansal sistemin, reel sektöre, verimliliği pozitif ve riskliliği %100’ün altında hiçbir yatırım projesi artık kalmamış olmasına rağmen, finansal kaynak aktarmaya devam etmesi acaba ne anlama gelmektedir? Bu, reel sektörde yatırımın getirisinin yatırımın maliyetinden (borçlanma faizinden) daha düşük olması demektir. Böyle bir durumda ekonomide “ekonomik büyüme” seviyesi “borç artış” oranının altında kalacaktır. Yani bir taraftan ilave yatırımların verimliliği ile ilave borçların faiz hadleri arasındaki fark negatife dönüşüp gittikçe ikincisi lehine açılacaktır. Diğer taraftan da makroekonomik anlamda “dış borç artış oranı/ekonomik

büyüme” nisbeti gittikçe yükselecektir. Bu, bize “borç şişkinleşmesi”nin (“lending boom”) anahtar unsurunu verir.

Ekonomide “ters seçim” ihtimalinin %0 olması (a hali) ve %100 olması (b hali) iki uç durumdur. Realitede “ters seçim” ihtimali bu iki uç durum arasında bir seviyede yer alır.

“Ters seçim”in gerçekleşmesi yani “ters seçim” probleminin varlık kazanabilmesi, kaynağı itibarıyla bir “asimetrik bilgi problemi” mahiyetindedir.

“Ters seçim” problemlerinin varlığına ve şiddetlenmesine etki eden unsurlar şöyle sıralanabilir:

1) “Ahlakî tehlike” problemlerinin varlığı ve şiddetlenmesi

“Ahlakî tehlike” problemi artınca bu “ters seçim” problemini de artırır. Çünkü “ters seçim” ya da yapılan muayyen bir seçimin asil açısından ters -sonuçlar doğuracak- olması ihtimali; “ahlakî tehlike” arttığında daha da yükselir. “Ahlakî tehlike” probleminin atması yapılan seçimin asil açısından ters (kötü) sonuçlar doğurmasını daha muhtemel hale getirir.

“Ahlaki tehlike” probleminin “ters seçim” problemini, ne nisbette tayin etmekte olduğunu ifade etmek üzere şöyle bir varsayım kurulması faydalı olur: Gerçekçi olmasa da finansal kesimde “ahlakî tehlike” problemin hiç mevcut olmadığı varsayılınsın. Bu durumda “ters seçim” problemi de hiç mevcut olmayacak veya çok az var olabilecektir.

“Ters seçim” probleminin varlığı önemli ölçüde “ahlakî tehlike” probleminin varlığı tarafından belirlenmektedir.³¹⁰ Fakat, işaret edilmelidir ki, ilk olarak “ters seçim” problemi “ahlakî tehlike” probleminin -tümünden değil- sadece kısmî bir fonksiyonudur. İkinci olarak “ters seçim” probleminin “ahlakî tehlike” problemine bağımlılığı derecesinde olmasa da aynı zamanda “ahlakî tehlike” problemi de -kısmen- “ters seçim” problemine bağlıdır. Dolayısıyla “ters seçim” ile “ahlakî tehlike”den her birisi hem diğerine tesir eder hem de ondan etkilenir. Kısaca “ters seçim” ve “ahlakî tehlike” arasında tek taraflı değil karşılıklı bir illiyet münasebeti bulunmaktadır.

2) Borçlanmada maddî teminat (karşılık) değerinde artış

“Teminat-ipotek” (“collateral”) unsuru hem “ahlakî tehlike” hem de “ters seçim” problemini azaltmaktadır. Dolayısıyla maddi teminatların değerinde düşme hem ahlaki tehlike ve hem de ters seçim problemini artırmaktadır.

3) Firmanın halihazır net piyasa değerinde artış

Firmanın Halihazır Net Piyasa Değerinde artış^(*) hem “ahlakî tehlike” hem de “ters seçim” problemini azaltmaktadır. Çünkü firmanın net değerinde artış maddi teminatlarının değerinde de artışa götürür. Maddi teminat değerinde artış ise, eğer borcunu ödemezse firma

³⁰⁹ Mishkin (2003), s. 187.

³¹⁰ Ahlakî tehlike problemleri arttıkça buna göre ters seçim problemleri de artar.

(*) Aktif fiyatlarında yükselme, firmaların ve hanehalklarının gelecek dönem nakit akımlarında artış ve faiz hadlerinde düşmeden kaynaklanabilir.

sahibinin kaybedeceği yani alacaklı tarafından konulabilecek ekonomik varlıkların artması demektir. Kaybedeceği ekonomik değerin artması, borçlunun ahlaki tehlike eğilimini zayıflatır.

4) Fiyatlar genel düzeyinde artış

Fiyatlar genel düzeyinde artış “ahlakî tehlike” ve “ters seçim” problemini azaltır. Çünkü bu durum deflasyondan çıkış anlamına gelir. Dolayısıyla hem firmanın gelecek dönem nakit akımını artırır ve hem de firma blançosunda “iyileşme” meydana getirir. Firma blançosunda iyileşme, firmanın net değerinin artmasını ima eder. Ayrıca fiyatlar genel seviyesinde artış ve sonuçta firma blançosunun iyileşmesi; firmanın ödünç sahiplerinin yeniden güvenini kazanmasına yardım eder ki bu da onun daha düşük maliyetli ve uzun vadeli finansal ödünç bulma imkanını artırır. Bu çerçevede firmanın maddi teminatlarının değeri de paralel şekilde artacaktır. Bunlar hem ahlaki tehlike problemini ve hem de -özellikle ahlaki tehlike probleminin azalması üzerinden- ters seçim problemini azaltacaktır.

5) Hanehalklarının ve firmaların gelecek dönem nakit akımlarında azalma

Gelecek döneme dair firmaların ve hanehalklarının nakit akımlarında azalma “ahlakî tehlike” ve “ters seçim” problemlerini artırır. Çünkü gelecek dönem nakit akımında azalma firmanın hem net değerini hem de maddî teminatlarının değerini kuvvetli şekilde düşürür.

b. Finansal Krizin Tanımlanması

“Asimetrik bilgi” teorisi finansal krizin mahiyeti hususunda bize aşağıdaki tanımları temin eder:

“Finansal kriz, “ters seçim” ve “ahlakî tehlike” problemlerinin daha da kötüleştiği, finansal piyasalarda lineer olmayan bir karışıklıktır ki; bunun sonucu olarak finansal piyasalar fonları en düşük verimlilikte yatırım fırsatlarına sahip kişilerden en fazla verimlilikte yatırım fırsatlarına sahip kişilere etkin surette kanalize etmeye muktedir olamaz”.³¹¹

Bu münasebetle finansal kriz, finansal piyasaların etkin surette işlemeye muktedir olamamasına yol açar. Ki, finansal piyasaların etkin surette işleyememesi de ekonomik faaliyette keskin bir daralmaya götürür.

Finansal krize asimetrik bilgi yaklaşımının getirdiği tanım incelenir ise şu sonuçlara varılabilir:

“Finansal kriz” finansal piyasalarda bir “karışıklık”tır. “Finansal kriz”, bir diğer açıdan finansal piyasalarda “ters seçim” ve “ahlakî tehlike” problemlerinin şiddetlenmesi ve bunun sonucunda finansal piyasaların fonları yatırımlara etkin surette kanalize edememesidir. Finansal kriz ekonomide şiddetli bir daralmaya neden olur.

³¹¹ Mishkin (1991,1994,1996,1999,200b), s. 7, 9, 17, 2-3, 3. “A financial crisis is a nonlinear disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that financial markets are unable to efficiently channel funds to those who have the most productive investment opportunities –from ones who have less productive investment opportunities/projects-”

Mishkin (1994)'e göre Asimetrik bilgi yaklaşımından hareketle gerçek finansal kriz ile “sahte (pseudo)-finansal kriz”) arasında bir ayırım yapabilmek mümkündür.³¹² Finansal piyasalardaki her dengesizlik, asimetrik bilgi yaklaşımına göre, mutlaka bir “finansal kriz” mahiyetinde olmak zorunda değildir. Bu çerçevede asimetrik bilgi yaklaşımına göre örneğin yalnız başına bir likidite veya döviz krizi de gerçek bir finansal kriz mahiyetinde değildir.^(*)

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal piyasalardaki bir dengesizliğin gerçek bir finansal kriz mi yoksa bir sahte (pseudo)-finansal kriz mi olduğunu tesbit etmek için “asimetrik bilgi” problemlerinin var olup şiddetlenip şiddetlenmediğini, daha açık surette “ahlakî tehlike” ve “ters seçim” problemlerinin artıp artmadığını kriteriyum alabiliriz.³¹³ Eğer finansal piyasalardaki bir dengesizlik esnasında ahlakî tehlike ve ters seçim problemleri artarak daha da kötüleşmiş ise gerçek bir finansal krizden söz edilebilir. Aksine, bir finansal dengesizlik esnasında, finansal piyasalarda asimetrik bilgi (ahlakî tehlike ve ters seçim) problemlerinin artıp daha da kötüleştiği gözlenmiyor ise, finansal krizden değil, bir sahte (pseudo)-finansal krizden söz edilebilir. Bu perspektiften bakıldığında örneğin 1992 Avrupa EMS krizi gerçek bir finansal kriz değil, bir pseudo-f finansal krizdir.³¹⁴

c. Aktif piyasalarında asimetrik bilgi problemleri şiddetlendiğinde düşük ve yüksek kaliteli kâğıtların faiz oranları arasındaki mesafenin (farkın) küçülmesi meselesi

Bono piyasalarında asimetrik bilgi problemleri şiddetlendiğinde düşük kaliteli kâğıtların fiyatı artarak orta kaliteli kâğıtlarınkine eşitlenir. Yüksek kaliteli kâğıtların fiyatları ise değişmez (artmaz). Düşük kaliteli kâğıtların fiyatları, sonuçta yüksek kaliteli kâğıtların fiyatlarına yaklaşır. Çünkü bir taraftan düşük kaliteli kâğıtların fiyatları artmakta, ancak diğer taraftan yüksek kaliteli kâğıtların fiyatları ise artmayıp aynı kalmaktadır. Bu, düşük ve yüksek kaliteli kâğıtların fiyatları arasındaki mesafenin küçülmesini ifade eder.

Asimetrik bilgi problemleri şiddetlendiğinde düşük ve yüksek kaliteli kâğıtların fiyatları arasındaki farkın küçülmesi kaliteleri farklı iki tür kâğıdın faiz oranları arasındaki farkı da etkiler. Çünkü iyi kâğıtların faiz oranları başlangıç ve daha düşük seviyesinde sabit kalırken kötü kâğıtların faiz oranları ise düşerek orta kaliteli kâğıtların faiz oranları seviyesine eşitlenmektedir. Sonuçta iyi ve kötü (yüksek ve düşük kaliteli) kâğıtların fiyatları arasındaki fark küçüldüğünde iki tip kâğıdın faiz oranları arasındaki fark mutlak değerce küçülür ancak değer itibarıyla ise büyür.

³¹² Mishkin (1994), s.18-20.

^(*) Asimetrik bilgi yaklaşımının bu hususta Schwartz (1986) ile temel olarak aynı görüşe sahip olduğu görülmektedir. Fakat asimetrik bilgi yaklaşımı sözkonusu ayırmada Schwartz (1986)'dakinden farklı bir gerekçeye dayanmaktadır.

³¹³ Mishkin (1994), s. 18.

³¹⁴ Mishkin (1994), s. 19-20.

Şu halde bono piyasalarında asimetrik bilgi problemleri şiddetlendiğinde düşük ve yüksek kaliteli bonoların faiz oranları arasındaki mesafenin mutlak değerce küçüldüğü, fakat değer itibarıyla ise büyüdüğü ifade edilebilir. Asimetrik bilgi yaklaşımı literatüründe aktif piyasalarında iyi ve kötü kâğıtların faiz oranları arasındaki mesafede mutlak değerce küçülme ve değer itibarıyla artma meydana gelmesi asimetrik bilgi problemlerinin ne derecede şiddetli olduğu hususunda kuvvetli bir kriteriyum olarak görülmektedir.^(*)

Önce asimetrik bilgi probleminin mevcut olmadığını varsayalım:

Ödünç sahibi bu durumda yüksek kaliteli bononun, yüksek kaliteli olduğundan; düşük kaliteli bononun düşük kaliteli olduğundan haberdar haldedir. Bu sebeple ancak yüksek kaliteli bonoya yüksek fiyat teklif edecek (düşük faiz oranına razı olacak) iken düşük kaliteli bonoya düşük fiyat teklif edecek (daha yüksek faiz oranına razı olacak)tır. Bu münasebetle ödünç sahibi hem yüksek hem de düşük kaliteli bonolar için sadece ortalama kalitede bir bono fiyatı teklif etmeyecek ve ortalama bir faiz haddi talep etmeyecek; yüksek ve düşük kaliteli bonolar arasında onlara fiyat teklif ederken tam bir ayrıma gidecektir. Bu durumda yüksek kaliteli bonolar da piyasada satılacaktır, zira yüksek kaliteli bonoların arz edicileri ödünç sahiplerince teklif edilen fiyatı düşük bulmayıp kâğıtlarını o fiyattan satmaya razı olacaktır.

Şimdi asimetrik bilgi problemlerinin mevcut olduğunu varsayalım:

Bu durumda ödünç verici yüksek kaliteli bononun, yüksek kaliteli olduğundan; düşük kaliteli bononun da gerçekte düşük kaliteli olduğundan haberdar değildir. Düşük kaliteli bononun da yüksek kaliteli bononun da orta kalitede olduğunu düşünmektedir. Ödünç verici yüksek kaliteli bononun gerçektekinden daha az kaliteli olduğunu; düşük kaliteli bononun ise gerçektekinden daha fazla kaliteli olduğunu zannetmekte; kalite dereceleri itibarıyla yüksek ve düşük kaliteli bonolar arasında ayırım yapamamaktadır. Böyle olunca yüksek kaliteli bonoya da ortalama kaliteli bono fiyatı ve faiz haddi teklif etmektedir. Buna göre ödünç sahibi yüksek kaliteli bonoya gerçek değerinin altında bir fiyat ve gerçek faiz haddinin üzerinde bir faiz haddi teklif etmiş olmaktadır. Ödünç sahibi düşük kaliteli bonoya ise orta kalitede bono fiyatı ve faiz

^(*) Yüksek kaliteli bonolar A, düşük kaliteli bonolar B olsun.

		<u>1. (başlangıç durumu):</u>			
		<u>A</u>	<u>B</u>	ΔP	
P	→	10 YTL	2 YTL		→ $P_A - P_B = 8 \text{ YTL}$
\dot{I}	→	1/10	1/2		Δi → $\dot{I}_A - \dot{I}_B = (1/10) -$
					$(1/2) = -0,4$

		<u>2. durumu:</u>			
		<u>A</u>	<u>B</u>	ΔP	
P	→	10 YTL	5 YTL		→ $P_A - P_B = 5 \text{ YTL}$
\dot{I}	→	1/10	1/5		Δi → $\dot{I}_A - \dot{I}_B = (1/10) -$
					$(1/5) = -0,1$

Şu halde; (a) ΔP düşmektedir

(b) Δi mutlak değerce düşmektedir (0,4 ten 0,1 e iner),

(c) Δi değerce artmakta (büyümekte)dir (- 0,4 ten artarak - 0,1 e yükselir).

haddi yani bononun gerçek değerinin üzerinde bir fiyat ve gerçek faiz haddinin altında bir faiz haddi teklif etmektedir.

Ödünç talep eden taraf^(*) bonosunun kalitesinden tam olarak haberdardır. Yüksek kaliteli bono ihraç edicileri de düşük kaliteli bono ihraç edicileri de orta kaliteli bono ihraç edicileri de kendi kâğıtlarının kalitesini tam olarak bilmektedirler. Bu yüzden düşük kaliteli bono sahipleri ödünç vericinin teklif ettiği ve ortalama kalitede kâğıtlarınkine eş fiyatın, kendi kâğıtlarının kalitelerinin gerektirdiği fiyatın üzerinde olduğunu bilirler ve kâğıtlarını teklif edilen fiyattan satmaya çoktan razı olurlar. Düşük kaliteli kâğıtların sahipleri ödünç sahibinin talep ettiği ve ortalama kalitedeki kâğıtlarınkine eşit faiz haddinin, kendi kâğıtlarının kalitelerinin gerektirdiği faiz haddinden daha düşük olduğunu bilirler. Yüksek kaliteli bono sahipleri, ödünç sahiplerinin teklif ettiği ve ortalama kalitedeki kâğıtlarınkine eşit fiyatı, kendi kâğıtlarının kalitelerinin gerektirdiği fiyatın çok altında bulurlar. Yüksek kaliteli bono arz edicileri ödünç sahibince talep edilen faiz haddini, kendi kâğıtlarının kalitelerinin gerektirdiği faiz haddinin çok üzerinde bulurlar. Bu münasebetle ödünç sahiplerince teklif edilen fiyattan kâğıtlarını satmaya düşük kaliteli kâğıtların sahipleri çoktan razı, ortalama kalitede bono sahipleri de hazırdırlar, ancak yüksek kaliteli bonoların sahipleri ise, fiyatı çok düşük bulduklarından asla razı değildirler. Sonuçta düşük kaliteli ve orta kaliteli bonolar satılır, yüksek kaliteli bonolar ise piyasada satılmaz. Bu, düşük ve orta kaliteli kâğıtların istilâ etmesine ve yüksek kaliteli kâğıtları piyasadan kovmasına götürür.

Şu halde asimetrik bilgi probleminin mevcut olmadığı dönem ile mevcut olduğu dönem mukayese edilir ise bono fiyatları ve faiz oranları itibarıyla şu sonuçlara ulaşılır:

(a) Yüksek kaliteli bononun fiyatı (P^H), birinci dönemden ikinci döneme intikal edildiğinde düşmüş, orta kaliteli bononun fiyatına (P^M) eşitlenmiştir. Bu, birinci dönemden ikinciye geçişle yüksek kaliteli bononun piyasa faiz haddinin (I^H) yükselip orta kalitede bono faiz haddine (I^M) eşitlenmesini imâ eder.

(b) Düşük kaliteli bononun piyasa fiyatı (P^L), birinci dönemden ikinci döneme intikal edildiğinden, yükseklipe orta kalitede bono fiyatına (P^M) eşitlenmiştir. Bu, düşük kaliteli bononun piyasa faiz haddinin (I^L), birinci dönemden ikinci döneme intikal edildiğinde, düştüğünü ve orta kaliteli bononun faiz haddine (I^M) eşitlendiğini imâ eder.

(*) bono ihraç edicisi; borçlu

4. ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMINA GÖRE FİNANSAL KRİZE GÖTÜREN FAKTÖRLER

Asimetrik bilgi yaklaşımı finansal krize götüren faktörler (unsurlar) konusunda asimetrik bilgi problemlerini şiddetlendiren sebeplere yer vermektedir. Bu yaklaşıma göre asimetrik bilgi problemlerini artıran ve gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde finansal krize götüren veya onun şiddetini artıran 7 ana faktör vardır:³¹⁵ (a) Faiz oranlarında artış,^(a) (b) Belirsizlikte artış,^(b) (c) Borsa çöküşü,^(c) (d) Bankacılık panikleri,^(d) (e) Toplam fiyat seviyesinde (fiyatlar genel düzeyinde) beklenmedik düşüş (deflasyon),^(e) (f) Finansal ve finans dışı firma blançolarında kötüleşme (aktif piyasaları çöküşünün blanço etkisi),^(f) (g) Beklenmedik büyük bir depresiasyon veya devalüasyon (gelişmekte olan ekonomilerde).

a. Faiz oranlarında artış

Faiz oranlarında artış gerçekleştiğinde kredi derecelendirme teorisi gereğince kredi arzı, aksine, daralır. Bu, reel sektörde üretim ve yatırımları olumsuz etkiler. Kaliteli kimi yatırım projeleri finansman sıkıntısı sebebiyle gerçekleştirilemez.

Faiz oranları arttığında reel sektörde kaliteli yatırımlar tasfiyeye uğrar, kalitesiz yatırımlar sektörü istilâ eder. Bu, yatırımların ortalama kalitesini düşürür. Reel sektörde ortalama yatırım kalitesinin düşmesi; ilk olarak reel sektöre verilen kredilerin riskliliğini artırır kalitesini düşürür. Bu, bankaların aktif kalitesinin kötüleşmesini imâ eder. İkinci olarak, gerçekleşen yatırımlar itibarıyla başarısızlığa düşen firmalar ve yatırım projeleri artar. Gerçekleşen ortalama yatırım verimliliği düşer. Bu, reel sektör firmalarının vadesi gelen kredi borçlarını geri ödeyememesine, yani bankalar bakımından geri dönmeyen kredilerde (NPL) artışa götürür. Bu ise bankaya nakit girişinde beklenmedik düşmeyi, likitidite sıkıntısında artışı ve blanço kötüleşmesini imâ eder.

Faiz oranlarında artış banka blançolarının hali hazır^(*) net değerini düşürür; rezerv ve sermaye yapılarını zayıflatır. Çünkü örneğin bono fiyatlarında düşüş bankaların ellerindeki bonoların da değerini düşürecek ve rezervlerinin piyasa değerinde azalma meydana getirecektir.

³¹⁵ Mishkin (1991,1994,1996), s. 7-10, s. 9-14, s. 18-24. Asimetrik bilgi yaklaşımı literatüründe asimetrik bilgi problemlerini şiddetlendiren ve finansal krize götüren faktörler konusunda içerik yukardakiyle aynı olmakla beraber maddelendirme itibarıyla farklılık görülebilmekte ve 4 ya da 5 maddeye yer verilmektedir. Bu çerçevede Mishkin ve Hahm (2000) ve Mishkin ve Hall (2000)'de finansal krize götüren unsurlar olarak 5 sebep sayılmıştır: (a) Faiz oranlarında artış, (b) Finansal sektör firma blançolarında kötüleşme, [(i) Deflasyon, (ii) depresiasyon veya devalüasyon, (iii) gelecek dönem nakit akımlarında düşme, (iv) bankaların geri dönmeyen kredilerinde (NPL) artış, (v) aktif kalitesinde düşme, ..vb.], (c) Belirsizlikte artış, (d) Finans dışı firma blançolarında kötüleşme, (e) Bankacılık panikleri. (s. 2-6 ve s. 3-8)

^(a) Mishkin (1991,1994,1996,2003), Mishkin ve Hahm (2000), Mishkin ve Hall (2000).

^(b) Mishkin (1991,1994,1996,2003), Mishkin ve Hahm (2000), Mishkin ve Hall (2000).

^(c) Borsada düşme [Mishkin (1991,1994,1996,2003)] Bono piyasalarında düşme [Mishkin (1996)].

^(d) Mishkin (1991,1994,1996).

^(e) Mishkin (1991,1994).

^(f) Banka blançolarında kötüleşme [Mishkin ve Hahm (2000), Mishkin ve Hall (2000), Mishkin (2003)], reel sektör firma blançolarında kötüleşme [Mishkin ve Hahm (2000), Mishkin ve Hall (2000)].

^(*) şimdiki; iskonto edilmiş

Bu, bankalara duyulan genel güveni sarsar. Bu ise hem bankacılık sisteminden mevduat kaçışına hem de daha güvenli görülen yabancı bankalara mevduat transferi ve yabancı mudilerin ödünçlerini çekmeleri şeklinde ülkeden uluslar arası finansal sermaye çıkışına götürür. Bu da para çöküşü-Ödemeler Blançosu problemlerini artırır. Para çöküşü (devalüasyon, depresiasyon) bankaların döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırarak tekrar banka blançolarını kötüleştirir.

Faiz oranlarında artış^(*) hanehalklarının elindeki bonoların değerini, dolayısıyla da onların finansal servetlerini azaltır. Finansal servet bileşeni üzerinden servetlerinin değerinde ortaya çıkan azalma hanehalklarını tüketim harcamalarını kısımaya götürür. Bu, özel tüketim harcamalarında (C) düşme meydana getirir. Sonuçta reel sektörde talep daralır, firmaların gelecekte beklenen gelir ve nakit akımlarında düşme meydana gelir. Bu durum ilk olarak blançoları kötüleştirir, firmaların net piyasa (şimdiki) değerini düşürür. Firma net değerinde düşme reel sektörde ahlakî tehlike problemlerini artırır. İkinci olarak firmanın likidite sıkıntısına şiddetlendirir, vadesi gelen kredi borçlarını geri ödeyememesine yani bankaların geri dönmeyen kredilerinde artışa götürür ve banka blançolarını kötüleştirir.

Firmanın net değerinde düşme ayrıca maddî teminatların değerinde azalmaya da yol açar ve reel sektörde bu kanaldan da ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerini artırır.

b. Belirsizlikte artış

Asimetrik bilgi teorisi perspektifinden “belirsizlik” kavramı esas olarak borçlunun borcunu vadesinde geri ödeyip ödeyemeyeceğine yani sahibine ödünçün vadesinde geri dönüp dömmeyeceğine ilişkindir. Bununla beraber “belirsizlik” kavramı, asimetrik bilgi teorisi penceresinden, açıkça ifade edilmiş ve direkt surette olmasa da ekonomik-politik belirsizliği ve kaosu da içermektedir.

Finansal piyasalarda belirsizlikte dramatik artış ödünç sahiplerinin iyi (kaliteli) kredi taleplerini ve borçluları kötü (kalitesiz) kredi taleplerinden ve borçlulardan ayırt edebilmelerini zorlaştırır. İyi ve kötü kredi talepleri (ödünç talep eden borçlular) arasında ayırım yapamamaları riskten kaçınan tipteki ödünç sahiplerini ilk olarak ödünç arzını tümünden kesmeye götürür. İkinci olarak normalde mali yapıları kuvvetli ve sahipleri borçlarına sadık firmalar ile kötü borçlulardan da önceden vermiş oldukları ödünçleri tahsil etmek üzere harekete geçerler. Bu çerçevede ödünç sahipleri eski ödünçlerini tümünden geri çekmeye, ellerindeki tahvilleri kaliteli de olsalar elden çıkarmaya yönelirler. Bu, iyi borçluların da likidite sıkıntısına düşmesini, kaliteli yatırımların da akâmete uğrmasını imâ eder. Bu çerçevede likidite sıkıntısı sağlam firmaları da başarısızlığa düşürecektir.

^(*) tahvil piyasasında fiyatlarda düşme

Belirsizlikte artış, ödünç arzının tümünden kesilmesi üzerinden, şu halde yatırım ve üretimde daralmaya ve ekonomik faaliyet hacminde düşmeye götürecektir.

Belirsizlikte artış, finansal sektörde ödünç arzında büyük bir daralmaya götürür. Bankacılık alanında sağlam bankalara yönelik ödünç arzı durur ve böyle bankalardan da mevduat kaçıışı, dolayısıyla bankacılık sisteminin toplam mevduatlarında azalma meydana gelir. Kredi piyasasında sağlam reel sektör firmalarına yönelik kredi arzı da tümünden kesilir. Bono ve hisse senedi piyasalarında hâmilleri kaliteli^(*) kâğıtları da hızla elden çıkarırlar, dolayısıyla kaliteli kâğıtların fiyatlarında da büyük bir düşüş görülür.

Belirsizlikte artış bu durumda finansal sisteme ve reel sektöre yönelik genel güven kaybı meydana getirmektedir.

Şu halde belirsizlikte artış, ödünç arzının tümünden kesilmesi üzerinden, yatırım ve üretimde daralmaya, ekonomik faaliyet hacminde büyük bir düşmeye götürecektir.

Finansal sektörde belirsizlikte artış örneğin finansal veya reel sektörde çok büyük bir firmanın başarısızlığa düşmesinden, firma başarısızlıkları dalgasından, hisse senedi veya tahvil piyasası çöküşlerinden, politik kaostan ileri gelebilir.

c. Borsada ve bono piyasasında çöküş

Aktif piyasalarında çöküş borsada ve bono piyasalarında sert fiyat düşüşü şeklinde iki kategoride ele alınabilir.

(i) Borsada düşme

Borsada fiyatların düşmesi kâğıtları tedavül halindeki firmaların net piyasa değerini düşürür ve öz sermaye yapılarını zayıflatır. Firmaların likidite sıkıntılarını artırır. Bu durum, hem ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini artırır, hem de firma yatırımlarında daralmaya götürür.

Borsada fiyat düşmesi ikinci olarak hanehalklarının ellerindeki hisse senetlerinin piyasa değerinde, dolayısıyla da onların toplam servetlerinin değerinde azalma meydana getirir. Bu, hanehalklarını tüketim harcamalarını kısımaya ve özel tüketimde (C) düşmeye götürür. Firmaların hem fiilî hem de beklenen gelir ve gelecek dönem nakit akımları azalır, blançoları ve likidite durumları kötüleşir. Firmalar yatırımlarını kısarlar.

Borsa çöküşü ve firmaların net piyasa değerinde düşme üçüncü olarak maddî teminatların net piyasa değerinde düşme meydana getirir. Firmaların maddî teminatlarında azalma bir taraftan ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini artırır, diğer taraftan da bankaları reel sektör firmalarına kredi arzını daraltmaya götürür. Bu, reel sektörde likidite sıkıntısını artırır, üretim ve yatırımlarda daralmayı şiddetlendirir. Reel sektörde durgunluk artar, toplam ekonomik faaliyet hacmi düşer.

^(*) malî yapıları sağlam firmalara ait

Dördüncü olarak borsa çöküşü reel sektör firma bilançolarında ve likidite durumlarında kötüleşme üzerinden firmaların vadesi gelen kredi borçlarını ödeyememelerine yani bankaların geri dönmeyen kredilerinde artışa, nakit girişinde beklenmedik düşmeye ve sonuçta banka bilançolarında kötüleşmeye götürür.

Beşinci olarak borsa çöküşü muhtelif kanallardan bono piyasalarında da çöküşü tetikler. Bono piyasalarında düşme bankaların rezerv yapılarını ve likidite durumlarını kötüleştirir. Çünkü örneğin gerek reel sektörden gerekse finansal sektörden kimi firmaların hem hisse senedi hem de bono piyasasında kâğıtları tedavül etmektedir. Böyle firmaların hisse senetlerinin değerinde düşme tahvillerinin değerinde de düşmeye götürür. Bunun tersi de doğrudur.

(ii) Bono piyasalarında düşme

Bono piyasalarında fiyat düşüşü hazine tahvilleri dahil bankaların rezerv olarak tuttıkları bonoların değerini de düşürür. Bu, finansal firmaların rezerv ve likidite durumlarını kötüleştirir. Likidite problemlerinde artış bankaları önceki kredilerini erkenden geri çağırmaya götürebilir. Bu, reel sektörde başlanmış yatırım projelerinin akîm kalmasına, yatırım ve üretimde daralmaya yol açar. Likidite problemlerinde artış bankaları ayrıca kredi piyasalarında ödünç arzını daraltmaya götürür. Bu da yine reel sektörde likidite sıkıntısına, üretim ve yatırımda daralmaya yol açar.

Bono piyasalarında fiyat düşüşü ikinci olarak bankalara yönelik güven kaybına ve tüm bankacılık sistemine duyulan genel güvenin sarsıntıya uğramasına götürür. Çünkü, bono fiyatlarında düşüş bankaların sermaye ve likidite durumlarını kötüleştirmekte, bilançolarının net piyasa değerini azaltmaktadır. Bankacılık sistemine duyulan genel güvende sarsıntı hem sistemden mevduata çıkışına hem de ülkeden uluslar arası finansal sermaye kaçışına götürebilir. Bu, bir taraftan bankaların likidite sıkıntılarını artırır, diğer taraftan da döviz kuru üzerinde yukarı yönlü baskıyı kuvvetlendirerek para çöküşü-BOP problemlerini artırır.

Bono piyasasında çöküş üçüncü olarak bono piyasalarından ödünç fonların kaçmasına ve ülke dışına yönelmesine götürebilir. Bono piyasasına duyulan genel güven sarsıldığında sağlam tahviller de elden çıkarılır. Tahvil sahipleri fonlarını piyasadan çekerek ödünçlerini daha güvenilir gördükleri yabancı bankalara ve uluslar arası finansal piyasalara transfer edebilirler. Bu, ülkeden finansal sermaye çıkışını ve döviz kuru üzerindeki baskıyı artırır.

d. Bankacılık panikleri

Münferit bankacılık paniği sözkonusu bankaya yönelik güven kaybından, tüm bankacılık sistemine yönelik bankacılık paniği ise bankacılık sistemine duyulan genel güvenin kaybolmasından ileri gelir. Genel bankacılık paniğinde müdiler sağlam bankalara yönelik olarak da güvenlerini kaybetmiş ve ödünçlerini bir an önce kurtarabilmek üzere tehacüme geçmiş durumdadırlar. Normalde sağlam olan bankaların müdileri de ödünçlerini kendi bankalarının da ödeyemebileceğinden şüpheye düşmüş ve fonlarının âkıbetinden endişeye kapılmışlardır. Genel

bankacılık paniğinde bu münasebetle müdilerin tehaccümü gerçekte de sağlam olmayan (kötü) bankalara münhasır ve birkaç banka ile sınırlı değildir. Tehacüm genel bankacılık paniğinde sağlam bankalara da geçmiş ve münferit kalmayıp yaygınlaşmış, tüm bankacılık sistemine yönelik bir karakter kazanmıştır. Bu tür panikte tehacüm yalnızca kötü firmaları değil, sağlam firmaları da başarısızlığa götürür, yani finansal firma başarısızlıkları malî yapısı normalde de sağlam olmayıp kötü yönetilen bankaların başarısızlığa düşmesiyle sınırlı değildir. Sadece münferit kimi bankalardan, malî yapısı sağlam olmayan finansal firmalardan değil, malî yapısı sağlam olan bankalar da dahil tüm bankacılık sisteminden mevduatlar kaçmakta ve sonuçta tüm bankacılık sistemindeki toplam mevduatlarda büyük bir azalma meydana gelmektedir.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre paniğin münferit, birkaç bankayla sınırlı, malî yapısı gerçekte de kötü bankalarla sınırlı kalmayıp sağlam bankalara da geçmesi, yaygınlaşması ve tüm bankacılık sistemine yönelik hale gelmesinin temelinde asimetrik bilgi problemlerinin varlığı yatar.³¹⁶ Çünkü sağlam bankaların müdilerinin de ödünçlerinin âkıbetinden endişeye kapılıp fonlarını kurtarmak üzere bankalarına üşüşmeleri kendi bankalarının gerçekte sağlam olduğunu bilmemelerinden^(*) kaynaklanır. Sağlam bankaların müdilerinin de paniğe kapılıp tehacüme geçmeleri genel bir ifadeyle müdilerin malî yapısı sağlam olan bankalarla sağlam olmayan bankalar arasında ayırım yapamamalarından ileri gelir. Müdilerin sağlam bankaları sağlam olmayanlardan ayırt edemeyişinin temelinde ise finansal sektörde “belirsizlikte artış” yer alır. Belirsizlikte artış bankacılık sistemine duyulan genel güvende büyük bir tahribata götürmektedir. Münferiden bazı bankalara yönelik değil de tüm bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybı ise paniğin münferit, sağlam olmayanlarla sınırlı kalmayıp sağlam olanlara da geçmesine ve tüm bankacılık sistemine yönelmesine, dolayısıyla da sadece sağlam olmayanları değil, malî yapısı sağlam olanları da başarısızlığa sürüklemesine yol açar.

Bankacılık paniğinin vukû bulması ve tüm bankacılık sistemine yönelik hale gelmesi bir taraftan “belirsizlikte artış”tan, tüm bankacılık sistemine duyulan genel güvenin kaybolmasından ileri gelir. Fakat diğer taraftan da bankacılık paniği, belirsizliği ve bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybını artırır.^(**) Bankacılık paniği, finansal firma başarısızlıkları ile belirsizlikte artış ve tüm bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybı arasında kuvvetli bir geribesleme etkisi vardır.

Bankacılık paniğinin sonuçları şu şekilde sıralanabilir:

Bankacılık paniği ilk olarak bankalardan mevduatların kaçmasına götürür. Mevduatlar yalnızca kötü bankalardan değil aynı zamanda sağlam bankalardan ve tüm bankacılık

³¹⁶ Mishkin (1994), s. 12.

^(*) sağlam olduğundan emin ve haberdar olmamalarından

^(**) Bu çerçevede isterse “kötü”lerle ilgili olsun banka başarısızlıkları ile belirsizlikte artış, bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybı ve paniğin yaygınlaşip şiddetlenmesi arasında da karşılıklı etkileşim ve kuvvetli bir geribesleme mekanizması vardır.

sisteminden çıkar. Genel bankacılık paniğinde bankacılık sisteminin toplam mevduatlarında büyük bir azalma meydana gelir. Çünkü bir bankadan çıkan mevduat sistem içinde bir diğer bankaya transfer edilmemekte, sistem içinde kalmayıp dışına çıkmaktadır. Münferit bir bankadan mevduatların kaçması müdilerin sözkonusu bankaya, tüm bankacılık sisteminden çıkması ise tüm sisteme yönelik genel güven kaybından ileri gelir.

Bankacılık paniğinde ikinci olarak bankaların malî yapıları zayıflar ve blançoları kötüleşir. Sağlam bankalar da dahil müdilerin tüm bankacılık sistemine ve finansal sisteme duydukları genel güven büyük bir sarsıntıya uğrar. Başta yabancılar olmak üzere müdiler malî yapısı, likidite ve rezerv durumu zayıflayıp blançosu kötüleşen bankaları ve genel olarak tüm bankacılık sistemini daha riskli algılar. Bankalara, genel olarak bankacılık sistemine ve finansal sisteme yönelik risk algılamaları kötüleşen müdiler, mevduatlarını çekip daha az riskli (daha güvenilir) gördükleri yabancı bankalara ve finansal sistemlere aktarırlar. Bu münasebetle genel bankacılık paniği meydana geldiğinde bankacılık sisteminden çıkan ödünçler, en azından kısmen müdilerce daha güvenilir görülen yabancı bankalara ve finansal sistemlere transfer edilir yani ülke dışına çıkar. Bu, bankacılık paniğinin ülkeden uluslar arası finansal sermaye çıkışını tetikleyeceğini ve döviz kuru üzerinde yukarı yönlü kuvvetli bir baskı meydana getireceğini imâ eder. (*)

Üçüncü olarak bankacılık paniği finansal ve reel sektörde yaygın firma başarısızlıklarına götürür. Finansal firma başarısızlıkları dalgası bankacılık sektöründe ve tüm finansal sistemde “belirsizlik”te büyük bir artışa ve genel güven kaybına götürür.

Bankacılık paniği dördüncü olarak finansal sektörde ödünç arzında büyük bir daralmaya götürür. Ödünç faiz oranlarında çok büyük bir artış meydana gelir. Reel sektöre ödünç arzında ortaya çıkan büyük daralma reel sektörde şiddetli bir daralmaya, üretim ve yatırımda büyük bir düşmeye götürür. Çünkü bir taraftan paniğe maruz kalan ve likidite sıkıntısına düşen bankalar likidite sıkıntısını aşmak için önceki kredilerini erkenden geri çağırırlar. Bu, reel sektörde likidite sıkıntısını artırır, üretim ve yatırımlara sekte vurur, başlamış yatırımları akamete uğratar. Diğer taraftan bazı bankaların paniğe maruz kaldığını gören bankalar, sağlam, paniğe henüz uğramamış ya da hiç uğramayacak olanlar da dahil, kendilerinin de paniğe maruz kalabileceklerini düşünürler. Bu yüzden bankalar rezerv yapılarını sağlamlaştırmaya yönelirler ve reel sektöre ödünç arzını durdururlar. Bu, malî yapısı sağlam ve yatırım projeleri kaliteli firmalardan gelen kredi taleplerinin de bankalarca reddedileceğini imâ eder. Bu durum reel sektörde sağlam firmaları bile likidite sıkıntısına düşürecektir.

(*) Döviz kurunda artış, tekrar döviz cinsinden borçlu bankaların malî yapılarını ve likidite durumlarını zayıflatarak blançolarını kötüleştirir yani tekrar bankalara ve tüm bankacılık sistemine yönelik risk algılamalarını kötüleştirerek genel güven kaybını artırır. Bankacılık sektörünün malî yapısının zayıflaması, aktif piyasası çöküşü ile döviz kuru üzerinde baskı ve kur artışı arasında kuvvetli bir geribesleme mekanizması vardır.

Bankacılık paniği meydana geldiğinde ayrıca borsa ve bono piyasası çöküşlerinden, asimetrik bilgi problemlerinde artıştan kaynaklanarak likidite sıkıntısının şiddetlendiği, üretim ve yatırımlarda daralmanın arttığı görülür. Çünkü bono ve hisse senedi piyasası çöküşü reel sektör firmalarının bu piyasalardan finansman temin etme imkânlarını ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca faiz oranları artışı reel sektörde ahlakî tehlike problemlerini artırır. Faiz oranlarında artış, asimetrik bilgi problemlerinin şiddetlenmesine götürür ve bu yönde düşünen bankaların kredi arzını tümünden kesmelerine, iyi (kaliteli) kredi taleplerini de geri çevirmelerine yol açar. Reel sektörde likidite sıkıntısının şiddetlenmesi ve blançoların kötüleşmesi, yaygın firma başarısızlıklarına götürür. Bir diğer ifadeyle bankacılık paniği meydana geldiğinde hem finansal hem de reel sektörde kuvvetli firma başarısızlıkları dalgaları ortaya çıkar.

Bankacılık paniği dördüncü olarak bono ve hisse senedi piyasalarında fiyat çöküşlerine götürür.

Paniğe maruz kalan ve likidite sıkıntısına düşen bankalar likidite sıkıntılarını aşabilmek için, rezerv olarak tuttıkları hazine bonoları da dahil, ellerindeki bonoları hızla bono piyasasına arz ederler. Bankaların ellerindeki finansal kâğıtları hızla elden çıkarmaları bir dampinge dönüşür ve fiyat çöküşüne götürür. Bono piyasalarında fiyat çöküşü bankanın rezerv yapısını ve likidite durumunu daha da zayıflatır. Çünkü bir taraftan ilk olarak veri miktarda bir mevduat ödemesini finanse edebilmesi için bankanın gittikçe daha fazla miktarda bonoyu elden çıkarıp nakde çevirmesi gerekecektir. İkinci olarak bono fiyatlarında düşüş bankanın elinde geriye kalan bonoların piyasa değerini, dolayısıyla bankanın rezerv ve özsermayesinin piyasa değerini de düşürür. Diğer taraftan ilk olarak malî yapısı, likidite ve rezerv durumunun zayıflaması, blançosunun kötüleşmesi sözkonusu bankayı müddilerinin daha riskli algılamasına, o bankaya yönelik güven kaybına götürür. Bu, sözkonusu bankadan ve bankacılık sisteminden mevduat çıkışında artışa yol açar. İkinci olarak aktif piyasası çöküşü, bankaların malî yapılarını kötüleştirme ve mevduat kaçışını artırma üzerinden, döviz kuru üzerinde yukarı yönlü baskıyı artırır. İster döviz kuru üzerindeki baskının ve buna paralel olarak faiz oranlarının isterse döviz kurunun artması olsun bu durum bankacılık sektörünün malî yapısını daha da zayıflatır. Kur artışı döviz cinsinden borçlu bankanın blançosunu ve likidite durumunu kötüleştirir. Bu, tekrar bankanın daha fazla bonoyu elden çıkarmasını gerektirir ve bankaların bono dampinglerini kuvvetlendirerek tekrar bono piyasası çöküşünü şiddetlendirir. Burada aktif piyasası çöküşü ile döviz kuru artışı arasında bankacılık sektörünün malî yapısının zayıflaması üzerinden kuvvetli bir geribesleme mekanizması oluşur.

Likidite sıkıntılarını aşmak için bankalar ellerindeki hisse senetlerini de hisse senedi piyasasına dampinge yönelebilirler ve bu da borsada fiyat düşmesine götürebilir.

Finansal ve reel sektörde firma başarısızlıkları, hem finansal hem de reel sektörde asimetrik bilgi problemlerinin artması gerek bono gerekse hisse senedi piyasalarında genel

güven kaybına ve belirsizlikte artışa götürür. Çünkü en azından başarısızlığa düşen finansal ve finans dışı firmaların bono ve hisse senedi piyasalarında tedavül eden kâğıtları önemli ölçüde değer kaybedecektir. Genel güven kaybı ve belirsizlikte artış, asimetric bilgi problemlerinin şiddetlenme meydana geldiğinde kâğıt hâmillerini ellerindeki kâğıtlar kaliteli (iyi) olsa bile onları elden çıkarırlar. Bu, bono ve hisse senedi piyasalarında genel fiyat düşüşlerine götürebilir.

Bankacılık paniğinde beşinci olarak finansal ve reel sektörde faiz oranları arttığı ve bankacılık sektörü çöküp misyonunu yerine getiremediği için asimetric bilgi problemleri artar. Çünkü reel sektör firmalarını murakabe etmek ve sağlam olanlarla olmayanları ayırt etmek yani asimetric bilgi problemlerini azaltmak temelde bankacılık sistemine ait bir görevdir. Çöktüğü için bankacılık sistemi bu görevini yerine getiremez.

e. Toplam fiyatlar düzeyinde beklenmedik bir düşme (deflasyon)

Fiyatlar genel seviyesinde beklenmedik bir düşme ve deflasyon reel sektör firmalarının satış gelirlerinde ve nakit akımlarında hem carî hem de gelecek dönem itibarıyla düşme meydana getirir. Hem carî hem de gelecekte beklenen satış geliri ve nakit akımında azalma firmanın likidite durumunu ve blançosunu kötüleştirir. Firmanın net piyasa değerinde ve maddî teminatlarında düşme meydana gelir. Bu durum reel sektörde ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini artırır.

Firmanın likidite durumunda kötüleşme bir taraftan gelecek dönem yatırım ve üretimini kısımasına diğer taraftan da vadesi gelen kredi borçlarını geri ödeyememesine yani bankaların geri dönmeyen kredilerinde (NPL) artışa götürür.

Firmanın maddî teminatlarında düşme bankaların bu firmaya kredi arzını daraltmasına, dolayısıyla firmanın likidite sıkıntısında şiddetlenmeye götürür.

f. Finansal ve reel sektör firma blançolarında kötüleşme

Bu konuda firma blançolarında kötüleşme iki kategori halinde ele alınabilir.

(i) Finansal firma blançolarında kötüleşme

Banka blançolarında kötüleşme finansal krizin meydana gelmesi hususunda asimetric bilgi yaklaşımına göre anahtar unsur olup kritik rol oynar.

Banka blançosu kötüleştiği ve malî yapısı^(*) zayıfladığında başlıca şu sonuçlar ortaya çıkar:

İlk olarak bankaya yönelik risk algılaması kötüleşir, belirsizlik ve mudilerin güven kaybı artar. Bu, bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybını artırır. Mevduatlarının âkîbetinden mûdilerin duyduğu endişe artar ve bankacılık paniği şiddetlenir. Mûdilerinin güven kaybına uğrayan münferit bankadan ve bankacılık sisteminden mevduatların çıkışı artar. Bu durum, bir bankayı ve tüm sektörü likidite sıkıntısına düşürür. Kredi arzını bankalar daraltırlar ve kredi faiz

^(*) özsermaye, rezerv ve likidite durumu

oranları artar. Bu da hem direkt olarak finansal ve reel sektörde daralmaya, hem de ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerinde artışa götürür.

İkinci olarak blançosu kötüleşen ve malî yapısı zayıflayan bir banka, paniğe maruz kalmasa bile, malî yapısını sağlamlaştırmak zorundadır. Bu yüzden sözkonusu banka kredi arzını daraltır. Bu, kredi faiz oranlarında artışa götürür. Kredi faiz oranlarında artış hem direkt surette hem de asimetrik bilgi problemlerinin şiddetlenmesi üzerinden olmak üzere reel sektörde üretim ve yatırımlarda daralmaya, ekonomik faaliyet hacminde düşmeye götürür.

Üçüncü olarak banka blançosunda kötüleşme sözkonusu bankanın bankalararası piyasada da itibar kaybetmesine götürür. Bu, blançosu kötüleşen bankanın bankalararası piyasadaki borçlanma imkânını azaltır. Bu durumda sözkonusu banka bir likidite sıkıntısına uğradığında onu aşabilmesi zorlaşacaktır.

Banka blançosunda kötüleşme dördüncü olarak, en azından sözkonusu bankanın ihraç etmiş olduğu tedavül halindeki kâğıtların değerlerinde düşme üzerinden bono ve hisse senedi piyasalarında fiyat düşüşüne götürür. Eğer önemli sayıda bankanın blançosu kötüleşmişse, hepsinin ihraç etmiş olduğu kâğıtlar değer kaybedebileceğinden, bu durumda bono ve hisse senedi piyasalarında sert ve genel fiyat düşüşleri meydana gelebilir.

Ayrıca blançosu kötüleşen ve malî durumu zayıflayan bir banka, bir likidite sıkıntısıyla karşılaştığında onu aşmak için elinde rezerv olarak tuttuğu hazine tahvillerini bono piyasalarında hızla elden çıkarmaya (zararına tümünden satışa) yönelebilir. Önemli sayıda banka blançosu kötüleştiğinde ve şiddetli bir likidite sıkıntısı ile karşılaştığında bankalar bono dampingine yönelebilirler. Bu, bono piyasalarında genel ve şiddetli fiyat düşüşlerine yani çöküşe götürebilir. Bu durumda bono piyasasında belirsizlik ve genel güven kaybı artar.

Beşinci olarak banka blançosunda kötüleşme ve malî durumunda zayıflama sözkonusu bankayı reel sektörden önceki kredilerini erkenden geri çağırmaya götürebilir. Bu, reel sektörde üretim ve yatırımda daralmaya yol açar.

Altıncı olarak banka blançolarında kötüleşme banka başarısızlıklarına götürebilir. Banka başarısızlıkları belirsizlikte, gerek bankacılık sistemine gerekse tüm finansal sisteme duyulan genel güven kaybında artışa götürür. Bu, gerek finansal gerekse reel sektörde asimetrik bilgi problemlerini şiddetlendirir.

Yedinci olarak banka blançolarının kötüleşmesi ve bankacılık sisteminin genel güven kaybı ülkeden uluslararası finansal sermaye çıkışını artırır. Dolayısıyla döviz kuru üzerindeki yukarı yönlü baskı kuvvetlenir.

Sekizinci olarak banka blançolarının kötüleşmesi ve malî yapısının zayıflaması bankacılık sektörünün reel sektörü murakabe ve asimetrik bilgi problemlerini azaltma misyonunu yerine getirme imkânını azaltır. Bu, asimetrik bilgi problemlerinde artışa götürür.

Bankacılık sektörünün daralması ve finansal sektörde bankacılık sektörünün payında düşme yine finansal ve reel sektörde asimetrik bilgi problemlerini artırır.

Son olarak banka blançolarının kötüleşmesi ve malî durumlarının zayıflaması reel sektör firma blançolarını direkt veya dolaylı şekilde kötüleştirir.

Banka blançolarının kötüleşmesi ve malî durumlarının zayıflaması başlıca şu sebeplere bağlanabilir:

Bankacılık sektöründe genel güven kaybı, belirsizlikte artış dolaylı şekilde (mevduat çıkışını artırma üzerinden) bankaların blanço ve malî durumlarını etkiler. Bir bankadan mevduat kaçıışı blançosunu kötüleştirir.

İkinci olarak döviz cinsinden borçlu bankalar bakımından beklenmedik depresiasyon veya devalüasyon, döviz cinsinden borçların ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artıracığından, sözkonusu bankanın blançosunu kötüleştirir.

Üçüncü olarak faiz oranlarında artış bankaların blançolarını ve malî yapılarını kötüleştirir.

Dördüncü olarak bono ve hisse senedi piyasalarında fiyat düşüşleri banka blançolarını kötüleştirir.

Beşinci olarak geri dönmeyen kredilerde artış ve nakit girişinde beklenmedik azalma bankanın blançosunu ve malî durumunu kötüleştirir.

Altıncı olarak reel sektörde yatırımların ortalama kalitesinin düşmesi, dolayısıyla bankanın kredilerinin riskliliğinin artması ve aktif kalitesinin düşmesi, blançosunu kötüleştirir.

Yine bankaların reel sektöre ödünç verirken aşırı risk üstlenmeleri, aşırı riskli yatırım projelerinin finanse edilmesinde kullanılmak üzere kredi vermeleri kredilerinin riskliliğini artırır, blançolarında aktif kalitesini düşürür. Bir diğer açıdan finansal sektörde ters seçim ve ahlakî tehlike problemlerinin artması aktif kalitelerini düşürerek banka blançolarını kötüleştirir.

(ii) Reel sektör firma blançolarında kötüleşme

Reel sektör firma blançolarında kötüleşme ilk olarak genel fiyatlarda düşmeden ve durgunluktan ileri gelebilir. Fiyatlarda düşme ve talepte daralma satış gelirlerinde ve nakit akımlarında azalmaya götürür.

Blanço kötüleşmesi ikinci olarak hisse senedi ve tahvil piyasalarında firmanın ihraç ettiği ve tedavül halindeki kâğıtların fiyatlarında düşmeden kaynaklanabilir.

Blanço kötüleşmesi üçüncü olarak finansal sektörde daralmadan ve kredi faiz oranlarında artıştan ileri gelebilir.

Blanço kötüleşmesi dördüncü olarak reel sektör firmalarının yatırım kalitesinin düşmesinden (riskliliğinin artmasından) ve ahlakî tehlike problemlerinden ileri gelebilir.

Reel sektör firma blançolarında kötüleşme beşinci olarak firmaların carî dönem üretim ve yatırımlarında daralmadan ileri gelebilir. Carî dönem yatırımlarında daralma gelecek dönem

üretiminde düşmeye, dolayısıyla gelecekte beklenen satış gelirlerinde ve nakit akımında azalmaya götürecektir.

Reel sektör firma bilançolarında kötüleşme son olarak, eğer firmalar döviz cinsinden önemli miktarda borca sahip olup fakat ihracatçı değil iseler, döviz kurunda beklenmedik bir artıştan ileri gelebilir.

Reel sektör firma bilançolarında ve likidite durumlarında kötüleşmenin sonuçları şöyle sıralanabilir:

Reel sektör firma bilançolarında kötüleşme ilk olarak firmaların net piyasa değerinde düşüşe ve malî durumlarında kötüleşmeye götürür. Bu, reel sektörde ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini şiddetlendirir. Maddî teminatların değerlerinde düşme bankaların firmalara ödünç arzını kesmesine yol açar. Ödünç arzının daralması reel sektörde likidite sıkıntısını artırır, üretim ve yatırımlarda daralmayı (durgunluğu) şiddetlendirir. Bu, gelecek dönemde beklenen satış gelirlerinde ve nakit akımında düşme meydana getirir ve durgunluğu tekrar şiddetlendirip derinleştirir.

Reel sektör firma bilançolarında ve malî durumlarında kötüleşme ikinci olarak firmaları vadesi gelen kredi borçlarını geri ödeyememeye, yani bankaların geri dönmeyen kredilerinde artışa ve nakit girişlerinde beklenmedik düşmeye götürür.

Reel sektörde firma bilançolarında kötüleşme ve başarısızlıklar üçüncü olarak bono ve hisse senedi piyasalarında bilançoları kötüleşen, başarısızlığa düşen firmaların kâğıtlarının değer kaybetmesine götürür. Bu, borsa ve bono piyasalarında en azından kısmî fiyat düşüşleri meydana geleceğini imâ eder.

g. Beklenmedik büyük bir depresiasyon veya devalüasyon (gelişmekte olan ekonomilerde)

Döviz kurunda beklenmedik artış finansal araçların döviz cinsinden borçlarının^(*) ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırır. Finansal araçların kredileri ise ulusal para cinsinden olup nominal olarak sabit kalmaktadır. Döviz kurunda artış finansal aracı firmaların likidite durumlarını ve bilançolarını kötüleştirir, malî yapılarını zayıflatır. Bu, döviz kuru artışının finansal firmaların net piyasa değerini düşüreceğini ifade eder. Finansal firmaların net piyasa (bilanço) değerinin düşmesi finansal sektörde ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini artırır.

Döviz kurunda beklenmedik artış ikinci olarak, finansal aracı firmaların likidite sıkıntısını artırma üzerinden, finansal firmaları reel sektöre kredi arzını daraltmaya, önceki kredilerini erkenden geri çağırma bu da reel sektör firmalarının likidite sıkıntısında şiddetlenmeye götürür. Bu durum reel sektörde üretim ve yatırımda azalmaya yol açar.

^(*) mevduatlarının

Döviz kurunda beklenmedik artış üçüncü olarak reel sektör firma blançolarında ve likidite durumlarında da kötüleşmeye götürür. İlk olarak finansal sektörün ödünç arzını daraltması reel sektör firmalarını olumsuz etkiler. İkincisi hammadde, enerji, yarı mamul ve fizikî sermaye malları temini bakımından ithalata bağımlılığı kuvvetli endüstrilerde darboğazlar ve üretim (arz) şokları meydana gelebilir. Çünkü döviz kuru artışı ithalatın finansmanını zorlaştırır. Üretim şokları üretim ve yatırımlarda daralmaya götürür. Üçüncüsü, ulusal para cinsinden hisse senedi ve tahvil hamillerinin ellerindeki kâğıtların reel değeri, hem döviz kuru artışı hem de ona uyarlanan yurtiçi faiz oranları artışı sebebiyle düşer. Bu, döviz kuru arttığında hanehalklarının finansal servetlerinin piyasa (şimdiki) değerinin düşmesini imâ eder. Bu durum ise hanehalklarını özel tüketim harcamalarını kısımaya yöneltecek, tüketimde (C) düşmeye, firmaların fiilî ve gelecek dönemde hem satış gelirlerinin hem de nakit akımlarının azalmasına götürecektir, firma blançolarının net şimdiki değerini düşürecektir.

5. ASİMETRİK BİLGİ YAKLAŞIMINA GÖRE FİNANSAL KRİZİN

SAFHALARI

Finansal krizin ve bankacılık krizinin Mishkin ve Hahm (2000), Mishkin ve Hall (2000)'e göre 3 safhası vardır:^(*) Başlangıç safha (para krizine doğru), ikinci safha (para krizi) üçüncü safha (para krizinden bankacılık krizine geçiş). Bu safhalar sırasıyla ele alınacaktır.

a. Başlangıç safha: Para krizine doğru

Başlangıç safha finansal krize götüren, kriz öncesi dönemdir. Bu aşama para krizine giden süreçtir.

Gelişmekte olan ekonomilerde (EM ülkelerinde) hikâye tipik olarak finansal liberalizasyon-eregülasyon tecrübesi^(**) ve ülkeye büyük miktarda uluslararası sermaye girişiyle başlamaktadır. Finansal liberalizasyon süreci ve ekonominin çok büyük miktarda uluslararası finansal sermaye çekmesiyle beraber ülke finansal sistemine giren fon miktarında çok büyük bir artış gerçekleşir. Finansal firmaları aşırı risk üstlenmekten alıkoyacak ve asimetrik bilgi problemlerini hem finansal hem de reel sektörde azaltacak şekilde “etkin bir finansal murakabe sistemi” yoktur. Finansal sektör köprü durumunda olmak üzere hem ülkeye kısa vadeli aşırı finansal ödünç girişi yani finansal sistemin döviz cinsinden aşırı borçlanması, hem aşırı kredi genişlemesi, hem de reel sektöre aşırı borç verme ve reel sektörde aşırı yatırım

^(*) İlk çalışmada finansal krizin başlık olarak 2 safhasına yer verilmiştir: Başlangıç safha (para krizine doğru) ve ikinci safha (para krizinden bankacılık krizine). Bununla beraber muhteva olarak burada da 3 aşama tasvir edilmiştir: Başlangıç safha (para krizine doğru yani kriz öncesi dönem; bir bakıma finansal sistemin kırılma ve uluslararası illikiditesinin artması), ikinci safha (para krizinin vuku bulması), üçüncü safha (para krizinin bankacılık krizine götürmesi). Buna göre finansal krizin safhaları muhteva olarak sözkonusu 2 çalışmada da aynı olup yalnızca başlıklar farklıdır.

^(**) Hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübesi çerçevesinde mevduat faiz oranı tavanlarının kaldırılması, mevduat toplama ve kredi vermeye dair miktar tahditlerinin kaldırılması, zayıf rezerv-likidite ve öz sermaye yeterlilik standartları, sektöre girişi ve çıkışın serbestleşmesi vurgulanabilir.

süreci görülmektedir. Süreç genel olarak finansal sistemi ve ülke ekonomisini finansal açıdan aşırı kırılganlaştırır ve finansal krizin vuku bulmasına, olumsuz etkilerine açık hale getirir.

Ülkeye giren uluslar arası sermaye akımında devâsa artışın temelinde Mishkin ve Hahm (2000)'e göre EM ülkelerinde hızlı finansal liberalizasyon ve deregülasyon sabit kur sisteminin varlığı, döviz cinsinden fonları ülkeye çekebilmek için yüksek getiri ödenmesi yani yüksek faiz politikası, döviz cinsinden fon girişini hızlandırmak ve sabit kurun sürdürülmesini kolaylaştırmak üzere hükümetin ülkeye firmaların fon getirmesini teşvik etmesi, hükümetin mevduat garantisi vermesi ve ülkenin dış borçlarına IMF nin kefil olması ya da uluslar arası ödünç sahiplerince böyle algılanması yatmaktadır. Uluslar arası sermaye girişinde devasâ artış, etkin bir finansal murakabe sisteminin yokluğu altında, bankacılık sektörüyle ilgili olarak hem borç şişkinleşmesinin (aşırı borçlanma)nın hem de ödünç (kredi) şişkinleşmesinin (aşırı ödünç vermenin), reel sektörle ilgili olarak firmaların hem aşırı borçlanmasının (borç şişkinleşmesi) hem de aşırı yatırım yapmasının (yatırım şişkinleşmesi) fitilini ateşler.³¹⁷

Finansal firmaların aşırı risk üstlenmeleri 4 ana sebebe bağlanabilir: İlk olarak gelişmekte olan ülkelerde hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübesinin özellikle başlangıcında risk yönetimi, risklilik değerlendirmesi, verilen ödünçlerin riskliliklerinin murakabe edilmesi vb. bakımından bankalar ve diğer finansal kuruluşlar yeterli bilgi ve tecrübe birikimine, donanımına, uzman kadroya sahip değildir. Risk yönetimiyle ilgili problem finansal sektöre aşırı fon girişinin gerçekleştiği ve borç şişkinleşmesi sürecinde hızlı kredi büyümesinin yaşandığı dönemlerde şiddetlenip daha da önem kazanır. Sisteme başdöndürücü hızda bir fon girişinin ve ödünç verilmesinin sözkonusu olduğu dönemlerde finansal sektörün gelişmelere hızla intibak etmesi hem daha önemli olur hem de daha da zorlaşır. İkinci olarak EM ülkelerinde özellikle hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübe edilirken finansal sistem eksik-zayıf düzenlenmiş olup etkin bir finansal murakabeden mahrumdur. Hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübe edilirken bir taraftan ekonomide çok geniş yani fırsat alanları ortaya çıkar, diğer taraftan da finansal ve reel sektör firmalarını aşırı risk üstlenmelerini sınırlayıp azaltabilecek derecede etkin finansal murakabe-düzenleme sistemi yoktur. Yeni ekonomik fırsat alanları aşırı kârlı olduğu gibi aynı zamanda aşırı risklidir. Üçüncü olarak hem açık veya örtük şekilde mevduat garantisi ve kefalet sisteminin hem de başarısızlığa düşen banka sahipleriyle ilgili olarak malvarlığı itibarıyla kısmî (sınırlı) sorumluluk prensibinin varlığı finansal firmaları aşırı risk almaya, gerek finansal gerekse reel sektörde ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerinde artışa götürür. Son olarak sabit kur sisteminin varlığı, ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesi aşırı kur riski üstlenmeyi cazip kılar. Bir diğer açıdan sabit kur sisteminin varlığı döviz cinsinden borçlanan kuruluşların, merkez bankası kur taahhüdüne güvenip inandıkları için, kendilerinin aşırı kur riski üstlenmiş olduklarını fark edememelerine

götürür.³¹⁸ Finansal firmaların aşırı riskli ödünçler vermeleri onların aktif kalitelerini düşürür. Hem mevduatları hem de kredileri bakımından aşırı risk üstlenmiş olmaları bankaların blançolarını kötüleştirir.

Başlangıç safhada finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli aşırı borçlanması, aşırı riskli ödünçler vermesi, finansal ve reel sektörde asimetrik bilgi problemlerinin artması finansal firma blançolarını mütemadiyen kötüleştirir ve finansal sektörün kırılabilirliğini artırır. Finansal sistemde borç şişkinleşmesi, aşırı ödünç verme, reel sektörde firmaların aşırı borçlanması ve aşırı yatırım [aşırı borçlanma-aşırı ödünç verme-aşırı yatırım] gerek finansal ve reel sektörü gerekse ülke ekonomisini bir finansal krizin^(*) meydana gelmesine ve olumsuz etkilerine son derece açık hale getirir.

Finansal ve reel sektörde blançoların kötüleşmesi, firmaların net piyasa değerinde düşme, maddî teminatlarda düşme ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerinde artışa götürür. Finansal ve reel sektörde firma başarısızlıkları, sermaye piyasasında düşme, politik-ekonomik belirsizlikte artış krizin fitilini ateşler.

Banka blançolarının mütemadiyen kötüleşmesi ve bankacılık sektörünün malî yapısının sürekli olarak zayıflaması ekonomiyi bir finansal krize götürmeye yeterlidir. Bankacılık sektörü problemlerinin artması ve bankaların malî yapılarının sürekli olarak zayıflaması durumunda, sabit kur sistemi altında, sabit kurun çöküşüne ve bir para krizine varılacağı ikinci nesil para krizi teorileri perspektifinden son derece açıktır. Bankacılık sektörü problemlerinin sabit kurun sürdürülmesini zorlaştıracığı ve sonunu getireceği asimetrik bilgi yaklaşımında da kabul görmüştür.

b. İkinci safha: Para krizi

İkinci safha para krizinin vukû bulmasıdır.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre ikinci safhada bir para krizine götüren unsur finansal ve reel sektör firma blançolarının kötüleşmesidir.³¹⁹

Faiz oranlarında artış finansal firmaların blançolarını kötüleştirmekte ve malî yapılarını zayıflatmaktadır. Faiz oranlarında artışa bu yüzden başta bankacılık sektörü olmak üzere finansal sektör negatif yönde son derece duyarlıdır. Faiz oranlarında sürekli artış bankacılık sektörü problemlerini artırmakta ve banka başarısızlıklarına yol açmaktadır. Eğer bankacılık sektörü zaten oldukça problemlili, bankaların malî yapıları zayıf ise faiz oranlarında artış bankacılık sektörünü çöküşe daha çabuk götürmektedir. Çünkü daha başlangıçta zayıf bir malî yapıya sahip ve son derece problemlili olduğunda bankacılık sektörünün, faiz oranları artışlarının negatif etkilerine tahammül kapasitesi az olmaktadır.

³¹⁷ Mishkin ve Hahm (2000), s. 7.

³¹⁸ Mishkin ve Hahm (2000), s. 6-7. Bu çalışmada ilk 2 sebebe yer verilmiştir.

^(*) para krizinin

³¹⁹ Mishkin ve Hall (2000), s. 12.

Faiz oranlarında artışın bankacılık sektörünün malî yapısını zayıflattığını ve problemleri artırdığını, eğer zaten zayıf bir bankacılık sektörü var ise banka başarısızlıklarına ve bankacılık sektörü çöküşüne götüreceğini gerek para otoritesi ve hükümet gerekse uluslar arası spekülâtorler bilirler. Bu münasebetle zayıf bir bankacılık sektörünün varlığı merkez bankasının kuru savunma gücünü son derece azaltır ve sahip olduğu uluslar arası rezervlerle sınırlandırır. Bir bakıma zayıf ve son derece problemlili bir bankacılık sektörünün varlığı sabit kuru spekülâtif saldırılara karşı savunmak hususunda merkez bankasının elini kolunu bağlar. Çünkü merkez bankası kuru savunmak maksadıyla faiz oranlarını artırma âletini kullanamayacaktır. Bu, spekülâtif baskılar süreklilik kazandığında merkez bankasının kuru sürdürme kararlılığının gittikçe zayıflayacağını, problemlili ve zayıf bir bankacılık sektörü var iken, sabit kur sisteminin sonunun (para çöküşünün) daha çabuk geleceğini imâ eder. Bir diğer açıdan, bankacılık sektörü zayıf ve problemlili iken para birimine karşı başlatılacak bir spekülâtif saldırının hem münferit kalmayıp saldırı dalgasına dönüşmesi hem de münferit kalmış olsa bile başarıya ulaşması ihtimalinin çok kuvvetli olduğunu imâ eder. Gerek başarıya ulaşma ihtimalinin ve gerekse birim spekülâtif kârın yüksek oluşu sabit kura karşı spekülâtif saldırıları tetikler. Bu durum ikinci nesil para krizi teorilerinde çok iyi bilinen bir husustur.

Gelişmeler realitede de yukarda geçtiği gibi cereyan eder. Bankacılık sektörünün problemlili oluşu sabit kura karşı spekülâtif saldırıları tetikler. Merkez bankası, uluslar arası rezervlerini kullanarak sabit kuru savunmaya çalışır ve faiz oranlarını fazla yükseltmez. Sabit kuru sürdürmesinin ve faiz oranlarını artırmasının banka başarısızlıklarına, bankacılık sektörü çöküşüne götüreceğinden endişe eder. Bu yüzden bankacılık sektörü problemlili iken faiz oranlarını artırmaz ve spekülâtif saldırılar karşısında sabit kuru sürdürmekten vazgeçer.^(*) Böylece para çöküşü (beklenmedik, büyük bir devalüasyon, depresiasyon) meydana gelir.^(**)

c. Üçüncü safha: Para krizinden bankacılık krizine

Üçüncü safha para krizinin bankacılık krizine götürmesi, bir bakıma finansal krizin derinleşmesi aşamasıdır. Beklenmedik, büyük bir döviz kuru artışı döviz cinsinden borçlu firmaların döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırır. Para çöküşü, döviz cinsinden borçlu firmaların blançolarını ve malî durumlarını kötüleştirir. Sabit kur sistemi altında döviz cinsinden kısa vadeli borçluluğun özellikle finansal sektörde çok yaygın olduğu gelişmekte olan ekonomilerde (bilhassa EM ülkelerinde) bir vâkiadır. Bu yüzden beklenmedik büyük bir depresiasyon-devalüasyonun gelişmekte olan ekonomilerde finansal sektör problemlilerini artırması, finansal firma çöküşlerine götürmesi son derece tabiidir.

(*) Faiz oranlarında artış bankacılık sektörü problemlilerini artırdığı gibi ekonomide önemli bir daralmaya ve işsizlik oranında artışa götürür. Sabit kuru sürdürmesi faiz oranlarında artışa götüreceyse, isterse müdahale uluslar arası rezervleri ile yapılsın, kuru sürdürmek açısından yeterli döviz rezervlerine (güce) sahip olsa bile, merkez bankası ve hükümet bir tercih olarak sabit kuru sürdürmekten vazgeçer.

(**) 1994-5 Meksika ve 1997/8 Asya krizinde de para çöküşünün vukû bulması, Mishkin ve Hall (2000)'e göre, bu tarzda olmuştur. (s. 13)

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre para krizi başlıca 3 mekanizma üzerinden bankacılık krizine götürür.³²⁰

İlk mekanizma devalüasyon veya depresiasyonun döviz cinsinden borçlu firma bilançolarını, döviz cinsinden borçlarının ulusal para cinsinden değerini ve reel yükünü artırarak, direkt surette kötüleştirir. Devalüasyon veya depresiasyon hanehalklarının ve reel sektör firmalarının, varsa, döviz cinsinden borçlarının ulusal para itibarıyla değerini ve reel yükünü artırır. Döviz kurunun yükseleceği beklentisi bu münasebetle döviz cinsinden borçlu müdileri paniğe düşürür ve mevduatlarını bir an önce bankalarından çekmeye götürür. Ayrıca âni ve büyük bir depresiasyon-devalüasyon gerçekleşmesi (sabit kur sisteminin çökmesi), döviz kuru sıçrayışlarının yani depresiasyon-devalüasyon dalgalarının müteakiben de meydana geleceği beklentisini kuvvetlendirir. Döviz cinsinden borçlu müdilerin paniğe kapılması ve mevduatlarını çekmesi bankaların likidite sıkıntılarını artırır.

Döviz kuru artışı, diğer taraftan, finansal ve reel sektör firma bilançolarının kötüleşmesi ve hem firmaların net değerinin hem de maddî teminatlarının azalması üzerinden olmak üzere, gerek finansal gerekse reel sektörde ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini artırır. Asimetrik bilgi problemlerinde artış yine finansal sektör problemlerini, daha önce görüldüğü üzere, artıracaktır.

İkinci mekanizma para çöküşünün götürdüğü faiz oranlarında çok büyük artışın, hanehalklarının ve reel sektör firmalarının faiz ödeme yüklerinin artışı üzerinden, onların bilançolarını ve nakit akımlarını azaltmasıdır. Hanehalklarının faiz yüklerinin artması tüketimlerini kısımaya götürür ki bu, firmaların satış gelirlerinde düşmeye, yine bilançolarında kötüleşmeye götürür. Firmaların bilançolarının kötüleşmesi, hem net piyasa değerlerinde hem de maddî teminatlarında azalmaya, dolayısıyla reel sektörde asimetrik bilgi problemlerinde artışa götürür. Döviz kuru artışı yurtiçi tahvil piyasalarında fiyat düşüşleri üzerinden de finansal sektör problemlerini artırır. Aktif piyasası çöküşü yine bankaların elindeki bonoların değerlerini düşürür, hanehalklarının finansal servetlerinin azalmasına ve tüketim harcamalarını kısımalarına, dolayısıyla firmaların satış gelirlerinin ve nakit akımlarının azalmasına götürür.

Hanehalklarının gelirlerinde, reel sektör firmalarının nakit akımlarında düşme ve bilançolarında kötüleşme bir taraftan yine firmaların net değerini, maddî teminatlarını düşürüp asimetrik bilgi problemlerini artırır. Bu, reel sektörde başarısız yatırımları artırarak yatırımların ortalama kalitesini düşürür, gerçekleşen ortalama verimliliği (kârlılığı) düşürür. Bu da tekrar reel sektör firmalarının bilançolarını ve likidite durumlarını kötüleştirir. Diğer taraftan hem firmaları üretim ve yatırımlarını azaltmaya götürür ve bu, firmanın şimdiki değerini daha da düşürür. Hem de firmaların ve hanehalklarının vadesi gelen kredi borçlarını geri ödeyememesine yani bankaların geri dönmeyen kredilerinde artışa, nakit girişlerinde beklenmedik azalışa yol açar.

³²⁰ Mishkin ve Hall (2000), s. 13, Mishkin ve Hahn (2000), s. 8-8.

Para çöküşünün ödünçlerin faiz oranlarında artışa ve vadesinde büyük bir kısalmaya götürmesi mekanizması para krizinden bankacılık krizine geçişte ve finansal krizin derinleşmesinde son derece önemlidir.

Para krizinden finansal krizlere doğru illiyet bağlantısını kuran üçüncü mekanizma gelişmekte olan ekonomilerde devalüasyon veya depresiasyonun hem carî (fiilî) hem de beklenen enflasyon oranını artırması, carî ve beklenen enflasyonda yükselişin ise ulusal para cinsinden ödünçlerin hem faiz oranlarını artırması hem de vadelerini kısaltmasıdır. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre sabit kurun çöküşünde carî ve beklenen enflasyon oranında artış gelişmekte olan ülkelerde başlıca 2 sebepten ileri gelir: İlk olarak döviz kuru artışı ithalat malları fiyatlarını artırır ve ithalat malları talebinin fiyat esnekliğinin katı olduğu ekonomilerde bu, fiyatlar genel seviyesinde artışa götürebilir. İkinci olarak gelişmekte olan ekonomilerde geçmiş dönem enflasyon seviyeleri yüksektir. Bir diğer ifadeyle geçmiş dönemlerde kronik yüksek enflasyon tecrübe edilmiştir ve bu, toplumun, piyasaların hafızasında yer etmiştir. Bu yüzden toplum, yüksek enflasyonun nüksedebileceğini düşünür. Geçmiş dönem enflasyon seviyesi hem carî dönem hem de gelecekte beklenen enflasyon seviyesini belirler. Sabit kur çöküşü vukû bulduğunda geçmiş dönemlerde kronik yüksek enflasyon tecrübe edilmiş olması beklenen enflasyon seviyesinin de yüksek olmasına götürür.

Carî ve beklenen enflasyon seviyesinden dramatik artış faiz oranlarında çok büyük bir artışa ve borçlanma vadesinde şiddetli bir kısalmaya götürür. Faiz oranlarında roket gibi fırlama ve vadelerde kısalma hem finansal ve reel sektör firma blançolarını kötüleştirir hem de gerek finansal gerekse reel sektörde asimetrik bilgi problemlerini çeşitli kanallardan şiddetlendirir.

Para çöküşünün bankacılık sektörü çöküşüne götürmesi hususunda bu 3 mekanizmaya^(*) dördüncü bir mekanizma ilave edilebilir. Dördüncü mekanizma para çöküşünün belirsizlikte artışa, firma başarısızlıklarına, aktif piyasalarında fiyat düşüşlerine, finansal sisteme yönelik genel güvende sarsıntıya götürmesi ve bunların finansal sektör üzerinde direkt ya da dolaylı şekilde önemli negatif etkiler doğurmasıdır.

Finansal krizin üçüncü safhasında para çöküşü ile bankacılık sektörü çöküşü arasında muhtelif kanallardan etkileşim ve kuvvetli geribesleme mekanizmaları işlemekte, para çöküşünü ve bankacılık çöküşünü gittikçe şiddetlendirip derileştirmektedir. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre bu geribesleme mekanizmalarının merkezinde finansal ve finans dışı firma blançolarının kötüleşmesi ve asimetrik bilgi problemlerinde, belirsizlikte, finansal sektöre duyulan genel güven kaybında artış yer alır. Firma blançolarının kötüleşmesi ve firmaların net piyasa değerinde, maddî teminatlarında düşme para çöküşü ile bankacılık sektörü çöküşü arasındaki geribesleme mekanizmalarında en önemli köprüler durumundadır.

^(*) Mishkin ve Hall (2000) ve Mishkin ve Hahm (2000)'de para krizinin bankacılık krizine götürmesi hususunda yalnızca ilk 3 mekanizmaya yer verilmiştir.

Devalüasyon-depresiasyon, beklenen enflasyon artışı, faiz oranlarında artış, bono ve hisse senedi piyasalarında düşme, belirsizlikte artış finansal ve reel sektör firma blançolarını kötüleştirir ve firmaların net değerini, maddî teminatlarını düşürür. Firmaların net değerinde ve maddî teminatlarında düşme asimetrik bilgi problemlerini artırır. Gerek asimetrik bilgi problemlerinde artış gerekse firmaların blançolarında ve mali durumlarında kötüleşme reel sektörde üretim ve yatırımda daralmaya, ekonomik faaliyet hacminde düşmeye götürür.

Reel sektörde yatırım ve üretimde düşme tekrar firma blançolarını kötüleştirir ve firmaların şimdiki net değerini düşürür, bu da tekrar asimetrik bilgi problemlerinde ve bankaların geri dönmeyen kredilerinde artışa götürür.

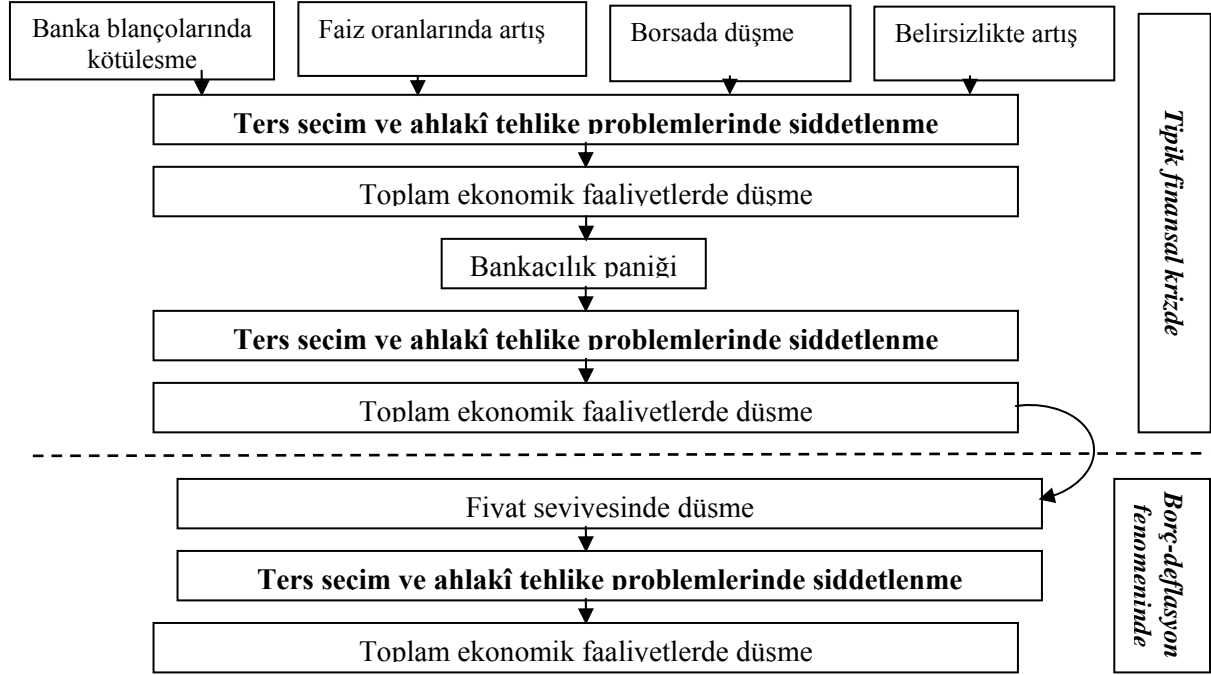
Reel sektörde yatırım ve üretimde daralma, ekonomide durgunluk firma başarısızlıklarına götürür. Reel sektör firma başarısızlıkları tekrar bankacılık sektörü problemlerini artırır ve finansal firma başarısızlıklarını tetikler. Finansal ve reel sektör firma başarısızlıkları gerek finansal gerekse reel sektörde belirsizlikte ve genel güven kaybında tekrar artışa, asimetrik bilgi problemlerinde tekrar şiddetlenmeye götürür. Finansal ve finans dışı firma başarısızlıkları, belirsizlikte ve genel güven kaybında artış ile birlikte aktif piyasalarında düşüşü şiddetlendirir. Bu, tekrar firma blançolarında kötüleşmeye, asimetrik bilgi problemlerinde artışa, reel sektör üretim ve yatırımlarında daralmaya, ekonomik faaliyet hacminde düşmeye götürür.

Diğer taraftan finansal sektörün çöküşü finansal sistemden ve ülkeden ödünç fon çıkışını yani ülkeden uluslar arası finansal sermaye kaçışını artırır. Ülkeden finansal sermaye çıkışı, döviz kuru artışını tekrar hızlandırır. Döviz kurunda yeni artış, döviz cinsinden borçlu finansal firmaların blançolarını ve malî durumlarını tekrar kötüleştirir. Bu, ülkeden sermaye çıkışını ve döviz kuru artışını tekrar şiddetlendirecektir.

Burada kısaca şu vurgulanabilir: Hem para krizi ve bankacılık krizi arasında hem de bir taraftan bankacılık krizinin şiddetlenmesi hususunda finansal ve reel sektör firma blançolarının kötüleşmeleri arasında diğer taraftan da firma blançolarında kötüleşme ile asimetrik bilgi problemleri, belirsizlik, genel güven kaybı artışı arasında kuvvetli, pek çok kanaldan işleyen illiyet zinciri, karşılıklı etkileşim ve geribesleme mekanizmaları vardır.

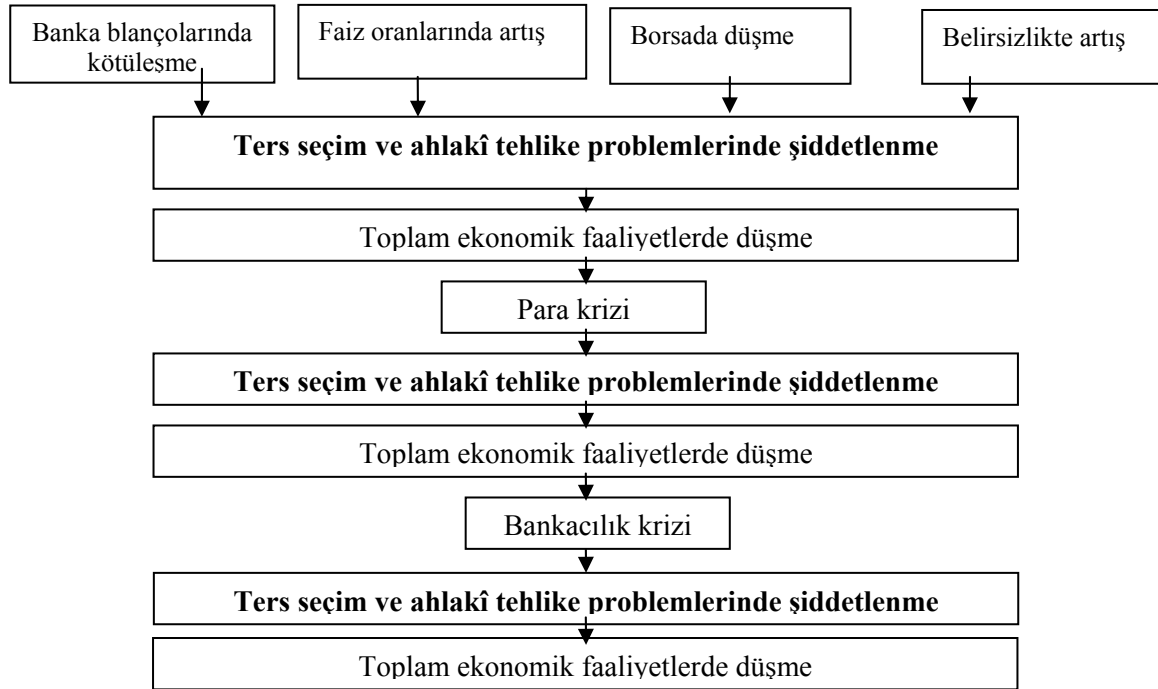
Asimetrik bilgi yaklaşımının konu aldığı, safhalarını sıralayarak tasvir ettiği finansal kriz, bir ikiz para ve bankacılık krizi fenomenidir ki bu fenomende para krizi bankacılık krizine tekaddüm etmektedir. Asimetrik bilgi yaklaşımının, 3 safha halinde vuku bulduğunu düşündüğü ve konu aldığı ikiz kriz fenomeninde para krizi bankacılık krizine götürmektedir. Bununla beraber asimetrik bilgi yaklaşımı konu aldığı finansal kriz fenomenine “ikiz kriz” adını koymamıştır.

Şema 3.11a: Asimetrik bilgi teorisine göre tipik finansal kriz fenomeninde olayların meydana geliş sırası (ABD'deki krizlerde)



Kaynak: (*) Mishkin (1991, 1996, 2003), s. 11 (şekil 1), s. 26 (şekil 1), s. 203 (şekil 3).

Şema 3.11b: Asimetrik bilgi teorisine göre tipik finansal kriz fenomeninde olayların meydana geliş sırası (Meksika 1994-5 ve 1997/8 Asya krizlerinde)



Kaynak (**): Mishkin (1996, 2003), s. 29 (şekil 2), s. 206 (şekil 4).

(*) Mishkin (1991, 1994, 1996)'daki şemalarda "Banka bilançolarının kötüleşmesi" yer almamakta, bu yalnızca Mishkin (2003)'te bulunmaktadır.

(**) Mishkin (1996)'da yer alan şema yalnızca Meksika 1994-5 kriz tecrübesine göre oluşturulmuştur. Ancak bu şema Mishkin (2003)'te hem Meksika 1994-5 ve hem de 1997/8 Asya krizi için verilen şema ile aynıdır.

Mishkin ve Hall (2000)'de Meksika 1994-5 ve 1997/8 Asya krizinin burada tasvir edildiği surette vuku bulduđu³²¹ ifade edilmektedir. Bu kriz tecrübelerinde önce para krizi meydana gelmiş, bu, bankacılık krizine götürmüş ve sonra da kriz derinleşmiştir. Mishkin ve Hall (2000)'de 1999 Brezilya krizinin ise Krugman (1979)'a uygun, standart bir para krizi olduğu kaydedilmektedir.^(*)

Mishkin tarafından ABD'de ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krizin vuku bulmasında asimetrik bilgi yaklaşımına göre olayların meydana geliş sırası şemalar halinde tasvir edilmiştir.³²² Bu şemalara yukarıda (s. 272) yer verilmiştir.

III. SS KRİZİ TEORİSİ

A. GENEL OLARAK SS KRİZİ

Sudden Stops (SS) teorisi finansal krizleri “uluslararası sermaye hareketleri” merkezinde izah etmektedir. SS teorisi finansal krizlerin temel sebebi olarak “uluslararası sermaye hareketlerini görmektedir. Finansal krizleri izah ederken diğer kriz teorileri uluslararası sermaye hareketlerine sebep değil krizin sonucu mahiyetinde yer vermektedir. SS teorisini krizi izah ederken uluslararası sermaye hareketlerine yer veren kriz teorilerinden ayırdeden karakteri; uluslararası sermaye hareketlerine diğer kriz teorileri krizin sonucu mahiyetinde fakat kendisi ise sebebi mahiyetinde yer vermesidir.

Literatürde “Sudden Stops” tabiri şu anlamlarda geçmektedir:

- o Ülkeye uluslararası sermaye girişinde âniden ve büyük miktarda (GDP ye oranı itibarıyla) düşme, daralma,³²³
- o Uluslararası sermaye girişinde âni ve büyük bir yavaşlama,³²⁴
- o Uluslararası sermaye girişinin âniden durması (kesilivermesi),³²⁵
- o Uluslararası sermaye girişinde âni, büyük bir düşme, ülkeden yabancı sermaye çıkışında âni, büyük miktarda artış³²⁶ veya her ikisinin beraber meydana gelişi,
- o Uluslararası net sermaye girişinde âni ve büyük bir düşme,³²⁷
- o Uluslararası özel sermaye girişinde âni, büyük bir düşme,³²⁸
- o Uluslararası sermaye girişinde âni, büyük düşme ve gidişatın tersine (azalma istikametine) dönmesi.

³²¹ Mishkin ve Hall (2000), s. 9-15.

^(*) Mishkin ve Hall (2000), s. 15.

³²² Mishkin (1991,1996,2003), s. 11-2 (şekil 1), s. 25-9 (şekil 1-2) ve s. 203-6 (şekil 3-4).

³²³ Calvo (2003), s. 1.

³²⁴ Calvo (1998), s. 37, 40.

³²⁵ Calvo (1998), s. 36.

³²⁶ Hutchison ve Noy (2004), s. 2.

³²⁷ Catão (2005), s. 5.

³²⁸ Mendoza (2001), s. 1.

Sudden Stops (SS) fenomeni uluslararası sermaye girişinde (KI da) ve eşanlı (simetrik) surette Cari Hesap Açığında (kısaca Cari Açıkta) (CAD de) âni, büyük bir daralma ve tersine dönüş (reversal) şeklinde tanımlanabilir.^(*)

SS krizinde KI da ve CAD de anî ve büyük daralma hadisesi sebep mahiyetindedir. Ülkeye uluslararası sermaye girişinde (KI da) ve Cari Açıkta (CAD de) âni, büyük daralmanın sonuçları mahiyetinde şunlar meydana gelir:

- (a) Ekonomide büyük, âni bir daralma, büyüme oranında sert bir düşüş, yani şiddetli ve derin bir durgunluk,
- (b) Aktif fiyatlarında^(**) çöküş,
- (c) ca. Ticaret edilemez (ticarete konu olmayan) malların fiyatlarının ticaret edilebilir (ticarete konu) malların fiyatlarına oranında büyük ve sert bir düşüş,
cb. Reel döviz kurunda çöküş.

Sudden Stops (SS) krizi ilki sebep, diğer 3 ü ise ilkinin sonucu mahiyetinde olan bu 4 özelliğin vukû bulmasıdır. Bir diğer ifadeyle Sudden Stops (SS) krizi Sudden Stops (SS) fenomeninin ve bu fenomenin sonucu mahiyetinde 3 özelliğin meydana gelmesidir.

Şu halde Sudden Stops krizi^(***) şu şekilde karakterize edilebilir.³²⁹

- (1a) Uluslararası net, özel sermaye girişinde (KI da) âni, büyük bir düşme ve tersine dönüş (reversal),
- (1b) Eş anlı ve simetrik olarak Cari Hesap Açığında (CAD) âni, büyük bir düşme ve tersine dönüş (reversal),
- (2) Ekonomide âni, büyük bir daralma; ekonomik büyüme oranında sert, şiddetli bir düşüş yani ekonomide şiddetli ve derin bir durgunluk,^(****)
- (3) Aktif fiyatlarında çöküş,
- (4) Ticarete konu olmayan mal fiyatlarının ticarete konu mal fiyatlarına oranında büyük bir düşüş ve reel döviz kurunda çöküş.³³⁰

^(*) Çalışmada “Sudden Stops” literatürdeki gibi SS şeklinde ve Cari Açık da bazen CAD şeklinde kısaltılarak kullanılacaktır.

^(**) bono ve hisse senedi piyasalarında

^(***) SS fenomeni KI da ve CAD de âni, büyük bir düşüş ve tersine dönme (reversal) dır. SS krizi ise bu fenomenle beraber diğer 3 sonucun da ortaya çıkmasıdır.

Bu 4 özellik aslında SS fenomenini değil SS krizini ifade etmektedir. Çünkü bu 4 özellikten son 3 ü bir krizi karakterize etmektedir yani bir kriz durumudur.

Eğer bu 4 özellik SS fenomeni olarak kabul edilirse, her SS fenomeninin bir krizi ifade ettiğini; yani her SS tecrübesiyle beraber mutlaka bir krizin tecrübe edildiğini kabul etmek gerekir.

Halbu ki literatürde amprik çalışmaların sonuçlarına göre SS ile finansal krizlerin her zaman değil, sadece bazen eşanlı olarak tecrübe edildiği son derece açıktır. Amprik çalışmalara göre bazen SS varken bir kriz yoktur, bazen hem SS hem de kriz birlikte tecrübe edilmiştir, bazen de kriz tecrübe edilmiştir fakat SS meydana gelmemiştir.

³²⁹ Mendoza (2001, 2006), s. 1 ve 1., Mendoza ve Smith (2002), s. 1.

^(****) Özel harcamalarda (C ve I da), kredi arzında, yurtiçi üretimde ve büyüme oranında sert düşüş.

³³⁰ Mendoza (2001), s. 1.

Sudden Stops (SS) hadisesi her zaman bir kriz vakasını ifade etmez. Bu fenomenin vukû bulması kimi zaman bir finansal kriz tecrübe edilmesine yol açmış, kimi zaman da bir kriz meydana gelmesine götürmemiştir. 1970 sonrasında ele alan amprik araştırmaların sonuçlarına göre, SS bazen yalnız başına bazen bir krizle beraber tecrübe edilmiş, kimi zaman da SS fenomeni mevcut olmaksızın finansal kriz meydana gelmiştir.³³¹

Sudden Stops (SS) krizi bir “dış şok”tur ve literatürde “dışsal” (exogenous) kabul edilmektedir.^(*) Bu şok, finansal karakterlidir çünkü esasen uluslararası finansal sermaye hareketlerinden³³² kaynaklanmaktadır.^(**) Sudden Stops (SS) krizini “uluslararası (dış) finansal şok” olarak kabul etmek mümkündür.^(***)

B. SS KRİZİNİN ANAHTAR UNSURLARI

Sudden Stops (SS) krizinin karakteristik özelliklerini biraz daha teferruatlı şekilde ele almakta fayda vardır.

1. Uluslararası Sermaye Girişinde (KI) ve Cari Açıkta (CAD) âni, büyük bir düşüş ve tersine dönme (reversal)³³³

Parasal olmayan bir ekonomide uluslararası sermaye girişinde (KI da) bir düşme meydana geldiğinde, Ödemeler Blançosunun dengede olduğu varsayımı altında, eş anlı ve simetrik olarak Cari Açıkta da (CAD de) aynı miktarda mutlaka bir düşme (veya Cari Fazlada artma) meydana gelecektir. Yine uluslararası sermaye girişinde (KI da) bir artış gerçekleştiğinde, Ödemeler Blançosu dengede iken, Cari Açıkta (CAD de) eş anlı olarak ve aynı büyüklükte mutlaka bir artış (Cari Fazlada azalış) gerçekleşecektir.

Çünkü parasal olmayan bir ekonomide Ödemeler Blançosu dengede iken;

$$PB= KI - CAD$$

$$PB= KI - CAD=0$$

$$KI= CAD$$

³³¹ Hutchison ve Noy (2004), s. 2, 15, 32, Tablo 1; Bordo (2006), s. 15, Tablo 1.

^(*) SS nin dışsal (exogenous) olması, temel sebeplerinin yabancı ülkelerde meydana gelen gelişmeler olduğunu yani krize maruz kalan ülke açısından veri alınması gerektiğini ifade eder.

SS dışsal olmakla beraber sözkonusu ülkedeki makroekonomik unsurlar, iktisat politikaları da önemlidir. Bunlar SS nin meydana gelmesi itibarıyla “zemini” oluşturur.

³³² Kaminsky KI da reversal ve SS fenomeninin dünya finansal sermaye piyasalarındaki olumsuz, şok gelişmelerden ve faiz oranları artışından ileri geldiğini ifade etmektedir. [Kaminsky (2003), s. 2].

^(**) Bununla beraber Calvo SS krizinin; bir ülkeye giren uluslararası sermayenin (KI nın) ekseriyeti finansal sermaye değil Doğrudan Yabancı Yatırım (FDI) şeklinde olsa bile vukû bulabileceğini ifade etmektedir. Calvo’ya göre Cari Açık tamamen veya en büyük miktarı itibarıyla Doğrudan Yabancı Yatırım (FDI) şeklindeki uluslararası sermaye ile finanse edilse bile SS krizi yine de meydana gelebilir. Yani SS krizinin vukû Cari Açığın ne surette (Finansal sermaye ile mi FDI ile mi) finanse edildiğinden prensip olarak bağımsızdır. Çünkü FDI daki düşmeden kaynaklansa bile CAD deki şok ve sert düşüş, reel sektörde üretim şoku üzerinden, bir krize yol açabilir. [Calvo (1998).]

^(***) Nitekim literatürde Sudden Stops (SS) tabiri yerine “dış şok” (external shock) [Bordo (2006), s. 25] ve “âni şok” (sudden shock) [Bordo (2006), s. 5] kullanıldığı da görülmektedir.

³³³ Parasal ve parasal olmayan ekonomide KI da ve CADde meydana gelen değişimler arasındaki münasebetin tasvir ve tahlili için bak., Calvo (1998), s. 37-8 ve 42-3.

yazılabilir. Bu eşitlik KI ile CAD nin eşitliğini ve her ikisindeki değişimin de hem aynı istikamette hem de eşit olduğunu ifade eder. Yani

$$\Delta KI = \Delta CAD$$
$$\Delta KI \uparrow \downarrow = \Delta CAD \uparrow \downarrow$$

sonucuna ulaşılır. Bu; KI da bir artışın mutlaka CAD de de aynı miktar bir artışa, KI da bir düşmenin de mutlaka CAD de de aynı miktar bir düşmeye eşlik edeceğini^(*) imâ eder. Parasal olmayan bir ekonomide Cari Açığın sadece ve tamamen Uluslararası Sermaye Girişi (KI) ile finanse edildiği kabul edilir.

Şu halde parasal olmayan bir ekonomide Uluslararası Sermaye Girişinde (KI da) örneğin şok bir düşüş vukû bulduğunda, simetrik, eş anlı olarak ve aynı büyüklükte CAD de de mutlaka bir düşüş vuku bulmaktadır.³³⁴

Parasal bir ekonomide durum, esas itibarıyla aynı olmakla beraber kısmen farklıdır. Ödemeler Blançosu dengede iken

$$KI = CAD + RA$$

sonucuna varılır.³³⁵ Burada RA uluslararası rezervleri temsil etmektedir. Uluslararası Sermaye Girişi ülkenin Cari Açık ve Uluslararası Rezervleri toplamına eşit olur. Bu, Uluslararası Sermaye Girişinin (KI nın) bir kısmının Cari Açığı finanse etmek için kullanıldığını; diğer kısmının da Uluslararası Rezervlere ilave edildiğini dolayısıyla da Uluslararası Rezervlerde (RA da) artışa yol açtığını ifade eder. Burada CAD=0 ise KI tamamen RA da artış tarafından, RA da artış yok iken de zorunlu olarak CAD de artış tarafından massedilecektir.

Benzer şekilde parasal ekonomide

$$KI = CAD + RA \text{ dan}$$

$$\Delta KI = \Delta CAD + \Delta RA$$

eşitliğine varılır. Bu eşitliğe göre KI da bir artış (azalış) meydana geldiğinde CAD de ve/veya RA da da eş anlı ve simetrik olarak artış (azalış) meydana gelecek, KI daki artış (azalış) miktarı CAD de ve RA da artış (azalış) miktarları toplamına eşit olacaktır.

Burada son derece önemli 2 sonuca ulaşılmaktadır:

İlk olarak KI daki bir artışın kısmen veya tamamen CAD de bir artışa yol açmak zorunda olmadığı, yani kısmen veya tamamen sadece RA yı değiştirebileceği görülmektedir. Aynı şekilde KI da bir düşme mutlaka kısmen veya tamamen CAD de de -aynı miktar- bir düşmeye yol açmak zorunda değildir. Çünkü bu kısmen veya tamamen sadece RA da bir düşme yoluyla massedilebilir. Kısaca KI daki değişim miktar ve yönü ile CAD deki eş anlı değişimin miktar ve yönü arasındaki direkt ve mecburî bağ parasal ekonomide kopmakta, mecburi olmaktan çıkmaktadır.

^(*) yol açacağını
³³⁴ Calvo (1998).

Bu; KI düştüğünde CAD nin aynı seviyesinin sürdürülebileceğini, bunun RA (uluslararası rezervler) ile finanse edilebileceğini, dolayısıyla RA kaybına yol açacağını ifade etmektedir.

İkinci olarak KI sabit iken CAD artabilir. Bu, RA da eş anlı ve aynı miktarda bir azalış sayesinde mümkün olabilir. KI sabit iken CAD de bir artış, Uluslararası Rezervlerde (RA da) aynı miktarda bir azalma pahasına gerçekleşebilir. Yine KI da artsa bile CAD daha fazla artar ise bu yine RA da bir miktar azalmaya yol açacaktır.

Bir ülkenin büyük miktarda Cari Açık vermesi ve Uluslararası Sermaye Girişinin (KI nın) Cari Açık seviyesinin önemli ölçüde altında kalması ancak geçici olarak veya kısa bir dönem için mümkündür, fakat uzun dönemde sürdürülebilir değildir. Çünkü Cari Açığı finanse etmek bakımından KI nın önemli ölçüde yetersiz kalması yani Cari Açığın önemli bir kısmının mütemediyen Uluslararası Rezervler (RA) ile finanse edilmesi; Uluslararası Rezervlerin (RA) mütemediyen ve hızla azalmasına, bir kereden sonra da kritik seviyenin altına düşmesine yol açar.

SS fenomeni ve SS krizi bakımından parasal ekonomide ilk sonuç daha önemli ve dikkate değerdir. İlk sonuç Uluslararası Sermaye Girişindeki (KI daki) her âni, büyük, şiddetli düşmenin ve tersine dönüşün (reversal) yani bir şokun realitede CAD de âni, büyük bir düşüşe ve tersine dönüşe (reversal a) yani Cari Açıkta da bir şoka yol açmak zorunda olmadığını ifade eder. Bu durumda KI da âni, büyük bir düşme (şok) vaki olduğunda Cari Açıkta da eş anlı olarak âni, büyük bir düşme (şok) meydana gelmek zorunda değildir.

Nitekim realitede de KI daki şok ile eş anlı olarak her zaman Cari Açıkta da şok bir düşüş meydana geldiği müşahade edilmemiştir. Bazen KI da âni, büyük bir düşüş meydana gelmiş ve eşanlı olarak CAD de de âni, büyük bir daralma tecrübe edilmiştir. Bazen de KI da âni, büyük bir düşüş vâki olmuş, fakat CAD de âni, aynı büyüklükte bir düşme meydana gelmemiştir. Bu durumda KI daki şok ve sert düşüş CAD ye bazı ülkelerde yansımamış; Cari Açığın aynı seviyesi Uluslararası Rezervler (RA) kullanılarak muhafaza edilmiştir.

Amprik araştırmaların sonuçlarına göre, KI da SS fenomeninin her zaman değil ancak bazen bir finansal krizle beraber meydana geldiği görülmektedir. Kimi zaman KI da SS fenomeni vâkidir fakat bir finansal kriz tecrübe edilmemiştir. Kimi zaman SS fenomeni ile beraber aynı zamanda bir finansal kriz (para krizi türü) de tecrübe edilmiştir. Kimi zaman ise KI da SS fenomeni vukû bulmadığı halde bir finansal kriz (para krizi) tecrübe edilmiştir.³³⁶

Calvo SS konusundaki öncü çalışmasında³³⁷ sermaye malları (hammadde, yarı mamul dahil) ithalatında âni ve büyük bir daralmadan kaynaklanmak üzere, Cari Açıkta âni ve şiddetli bir düşüşün ekonomide bir finansal krizin (para krizinin) meydana gelmesine yol açabileceğini

³³⁵ Calvo (1998).

³³⁶ Hutchison ve Noy (2004), s. 2, 15, 31, Tablo 1, Bordo (2006), s. 15, Tablo 1.

³³⁷ Calvo (1998).

ifade etmektedir. Çünkü CAD de bu mahiyette âni, şiddetli bir düşüş ithal sermaye mallarına (hammadde, yarımamul dahil) bağlı sektörlerde darboğazlara yol açacak, ortalama ve marjinal fiziki verimliliğin düşmesine yani “üretim şokları”na sebep olabilecektir. Bu, toplam üretimde âni, büyük bir düşüşe, ekonomik büyüme oranında büyük bir düşmeye, yaygın firma iflaslarına yol açabilir. Firma iflasları genel olarak reel sektör firmalarının kredibilitelerini kredi piyasalarında zayıflatır. Bu, bankaların kredi verirken daha temkinli davranmasına ve kredi arzını daraltmalarına sebep olabilir. Bu da, kredi piyasası üzerinden de toplam üretimin düşmesine ve ekonomide durgunluğun derinleşmesine katkıda bulunur.

Eğer SS fenomenini KI da ve simetrik, eş anlı olarak da CAD de âni, büyük düşme ve tersine dönüş (reversal) olarak tanımlarsak; bunu hem ekonomide büyük ve derin bir durgunluğun^(*) hem de aktif piyasalarında çöküşün takip etmesi gelişmekte olan ekonomiler itibarıyla neredeyse kaçınılmazdır. Çünkü başta EM ekonomileri olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin hammadde, enerji, fiziki sermaye malları tedariki bakımından ithalata bağımlılıkları zaten kuvvetlidir. Bu durumda SS fenomeni meydana geldiğinde mutlaka bir finansal kriz de meydana gelecektir. Yani SS fenomeni her zaman bir finansal kriz durumunu temsil etmekte ve SS krizi terimiyle aynı anlama gelmektedir.

Eğer SS fenomeni sadece KI da âni, büyük bir düşme ve tersine dönüş (reversal) suretinde tanımlanırsa, her zaman bir finansal kriz durumunu (SS krizini) ifade etmez. Çünkü SS fenomeni, bu tanım hareket noktası alındığında; (hammadde, yarı mamul, enerji dahil) sermaye malları ithalatında, yani dolayısıyla da CAD de âni, büyük bir düşüşe yol açmadığında^(**) “üretim şoku” ortaya çıkmayacak; toplam üretimde ve ekonomik büyümede büyük bir düşme meydana gelmeyecektir. Eğer KI daki âni, büyük daralma tamamen FDI daki daralmadan ileri gelirse, kredi piyasalarında ödünç arzı daralmayacaktır. Ayrıca üretim şokları ve firma başarısızlıkları meydana gelmediği için firmaların gerek kredibiliteleri zayıflamayacak gerekse bankalar kendilerini daha ihtiyatlı davranmak ve kredi arzını daraltmak zorunda hissetmeyeceklerdir.^(***)

SS fenomenine amprik olarak getirilen tanımlar 3 grup halinde ele alınabilir:

(*) ekonomik büyümede sert ve büyük bir düşüşün

(**) CAD nin eski seviyesi RA ile finanse edilerek RA da azalma pahasına korunduğunda

(***) Bu açıdan literatürde bir tezat ortaya çıkıyor. Şöyle ki:

Bir taraftan SS fenomeni KI da ve CAD de eş anlı, âni, büyük bir daralma ve tersine dönüş olarak tanımlanıyor. Ki bu durumda üretim şoklarına, ekonomide büyük ve âni bir daralmaya yol açması yani bir finansal krize sebep olması kaçınılmazdır. Yani SS fenomeni SS krizi anlamına gelecektir.

Diğer taraftan da amprik araştırmalara göre SS fenomeni ile finansal krizlerin her zaman değil, sadece bazen beraber tecrübe edildikleri; kimi zaman SS varken bir finansal kriz tecrübe edilmediği ittifak halinde kabul edilmektedir.

Bu tezattan kurtulmanın yegane yolu SS fenomenini “sadece KI da âni, büyük bir daralma” şeklinde tanımlamaktır.

Bu takdirde KI da âni, büyük daralma (SS fenomeni); CAD de de âni ve büyük bir daralmaya yol açarsa, bir SS krizi ortaya çıkmış demektir, yani bir finansal krizi ifade eder ki bu, bir SS krizi olur.

(A) (a) Uluslararası Sermaye Girişinde (KI da) ve eş anlı olarak Cari Açıkta (CAD de) âniden; lineer trendden -nisbi seriler sapma puanının- 2 standart puanı kadar veya daha fazla bir düşme meydana gelmesi,³³⁸

(b) Uluslararası Sermaye Girişinde (KI da) ve eş anlı olarak Cari Açıkta (CAD de) âniden; GDP nin %3 ünü aşacak kadar bir düşme meydana gelmesi,³³⁹

(c) (a) nın ve (b) nin yalnız başlarına veya beraberce meydana gelmesidir.³⁴⁰

(B) Uluslararası Sermaye Girişinde (KI da) âniden, büyük miktarda düşüş ve tersine dönme (reversal); 1 yılda Uluslararası Net Sermaye Girişinde (Net Yabancı Sermaye Girişinde KI da) en az GDP nin %5 i kadar bir düşme meydana gelmesidir. Cari Açıkta (CAD de) âni, büyük bir düşüş ve tersine dönme (reversal); 1 yıl veya daha kısa bir sürede en az GDP nin %4 ü kadar bir düşme meydana gelmesidir.³⁴¹ Edwards, SS fenomenini, büyük miktarda uluslararası sermaye girişi gerçekleşmekte olan bir ülkede^(*) yabancı sermaye girişinde büyük bir daralma olarak tanımlamaktadır.

(C) Sudden Stops krizi bir para krizinin ve Sermaye Hesabında (yani Uluslararası Net Sermaye Girişinde KI da) tersine dönüşün (reversal) eş anlı olarak vukû bulmasıdır.³⁴² Burada para krizi para baskı endeksinde 2 standart sapma puanından daha fazla bir sapmadır. Sermaye Hesabında tersine dönüş (reversal) ise CAD de GDP nin %3 ü kadar veya daha fazla bir düşme meydana gelmesidir.³⁴³ Sermaye Hesabında tersine dönüş bir diğer ifadeyle Cari Hesap Fazlasında pozitif -istikamette- bir değişmedir.³⁴⁴

³³⁸ Catão (2005), s. 7.

³³⁹ Catão (2005), s.7.

³⁴⁰ Catão (2005), s. 7.

³⁴¹ Edwards (2004), s. 1-2. KI da âni, büyük düşüş ve tersine dönme (reversal); 1 yıl ya da daha kısa bir sürede Net Yabancı Sermaye Girişinin, en azından ($\Delta KI/GDP$)= %5 olmak üzere, düşmesidir. Yine CAD de âni, büyük düşüş ve tersine dönme; 1 yıl ya da daha kısa bir sürede CAD nin, en azından ($\Delta CAD/GDP$)= %4 olmak üzere, düşmesidir.

(*) Büyük miktarda uluslararası sermaye girmeyen ülkelerde 1 yıldan daha kısa bir sürede en az GDP nin %5 i kadar bir düşme meydana gelse bile, şu halde bu, uluslararası sermaye girişinde (KI da) SS kabul edilemez.

³⁴²Hutchison and Noy (2004), s. 2 ve 14.

Kaminsky para krizini 6 türe ayırıyor ve SS krizini de para krizinin bir türü olarak sayıyor.[Hutchison ve Noy (2004), s. 6]. Ona göre para krizi türleri şunlardır: a) Cari açık krizi, b) bütçe açığı krizi, c) Finansal aşırılık krizi (financial excess) [aşırı finansal genişleme; yurtiçi para ve kredi genişlemesi], d) “Kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) kriz, e) SS krizi, f) Kamu dış borç krizi. [Kaminsky (2003), s. 10-11 ve Tablo 5, Tablo 6.]. Kaminsky SS krizini KI da âni, büyük bir ile eş anlı surette para krizinin vuku bulması olarak görüyor.

Aynı çalışmasında Kaminsky literatürdeki kriz teorilerini de 5 e ayırıyor: a) 1. nesil (kanonik) kriz teorisi [anahtar unsurları; sabit kur sisteminin varlığı, cari açık, bütçe açığı, bütçe açığının parasallaşması, ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi], b) 2. nesil (kanonik) kriz teorisi (“kendiliğinden vaki” kriz teorisi), c) 3. nesil kriz teorisi [finansal sektörde ahlaki tehlike, ters seçim, asimetric bilgi teorileri vb.], d) SS kriz teorisi ve e) Kamu dış borç kriz teorisi. [Kaminsky (2003), s. 1-4 ve Tablo 1].

³⁴³ Hutchison ve Noy (2004), s. 14.

³⁴⁴ Hutchison ve Noy (2004), s. 14.

2. Ekonomide büyük bir daralma: Toplam üretimde, büyüme oranında âni, büyük bir düşüş, (derin ve şiddetli bir ekonomik durgunluk)^(*)

Sudden Stops (SS) fenomeni ekonomide şiddetli bir daralmaya, derin bir durgunluğa yol açmaktadır.³⁴⁵ Toplam üretim âniden ve büyük bir oranda daralmakta, ekonomik büyüme oranı âniden ve sert şekilde düşmektedir.

Sudden Stops (SS) krizlerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi, normal bir para krizine göre kısa ömürlü fakat çok daha şiddetli ve serttir.³⁴⁶ Sudden Stops (SS) krizlerinden kurtulma süresi, 1970 sonrası krizleri konu alan amprik çalışmaların sonuçlarına göre, tipik para krizlerinden çıkış süresine göre -ortalama olarak- daha kısadır.

Sudden Stops (SS); para krizinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini daha da büyütme ve şiddetlendirmektedir.

Sudden Stops (SS) meydana geldiğinde t kriz yılı olmak üzere toplam üretim ve ekonomik büyüme oranı t-2, t-1, t, t+1, t+2 yılları itibarıyla “V” şeklinde bir patika sergilemektedir. SS krizinde ekonomik büyüme oranının sergilediği “V” şeklindeki bu kalıba, 1994/5 Meksika krizinde Meksika’da ekonomik büyümenin sergilediği yola atfen, literatürde “Meksika dalgası” (“Mexican wave”) adı verilmiştir.³⁴⁷ Nitekim SS meydana geldiğinde GDP büyüme oranının takip ettiği “V” kalıbı 1995 Meksika, 1994 Türkiye, 1997/8 Asya SS krizlerinde müşahede edilmiştir.³⁴⁸

SS literatüründe, 1990’lardan sonra tecrübe edilmiş SS krizleri olarak 1995 Meksika, 1994 Türkiye, 1997/8 Asya, 1998/9 Rusya, 2001 Türkiye, 2001/2 Arjantin krizleri kaydedilmektedir.^(**)

Sudden Stops ekonomik büyüme ve toplam üretim üzerinde âni ve büyük bir düşmeye hangi kanallardan ve nasıl yol açmaktadır?

Sudden Stops toplam üretim ve ekonomik büyüme üzerinde büyük bir kayba 2 mekanizma üzerinden götürmektedir. Bu mekanizmalardan ilki geleneksel Keynesyen mekanizma ve ikincisi ise Fischeryen mekanizma (Fischer etkisi)dir.^(***) SS ile büyümede büyük bir düşüş (GDP de büyük bir daralma), toplam üretimde büyük bir kayıp, ekonomide

(*) Bu şunları içerir: Yurtiçi üretimde büyük daralma ve büyüme oranında büyük düşüş, özel harcamalarda (C de ve I da) büyük düşüş, özel sektöre kredi arzında sert bir düşüş. [Mendoza (2001), s. 1]

³⁴⁵ Mendoza ve Smith (2002), s. 1, Mendoza (2001), s. 1.

³⁴⁶ Hutchison ve Noy (2004), s. 4.

³⁴⁷ Hutchison ve Noy (2004), s. 3, Mendoza (2001), s. 2.

³⁴⁸ Hutchison ve Noy (2004), s. 4, 24, 40 ve Şekil 21.

(**) Hutchison ve Noy (2004)’te 1994 Türkiye, 1995 Meksika, 1997/8 Asya krizleri yakın geçmişte tecrübe edilen SS krizleri olarak kaydedilmektedir (s. 24). Arjantin 2001, Türkiye 2001 krizlerinin SS krizi olduğu ise Bordo (2006)’da (s. 5) ifade edilmiştir.

(***) Fischer’in “borç-durgunluk” (“debt-deflation”) mekanizması. Bu etki için bak., Fischer (1933).

şiddetli ve derin bir durgunluk meydana gelmesi arasında irtibat bu 2 kanal üzerinden kurulmaktadır.³⁴⁹

a) Geleneksel Keynesyen mekanizma üzerinden

Geleneksel Keynesyen mekanizmaya göre, ülkeye uluslararası finansal sermaye girişi durduğunda veya önemli ölçüde düşme kaydettiğinde kredi arzında ve yatırım malları ithalatında büyük bir düşme ortaya çıkar. Bu, yatırımların^(*) düşmesine, dolayısıyla toplam talebin daralmasına yol açar. Toplam talepteki daralma ekonomide, talep yetersizliğinden ileri gelen (talep yanlı) şiddetli bir durgunluğa sebep olur.

Bu, toplam üretimin (GDP) düşmesine, ekonomik büyüme oranının düşmesine, yani ekonomik faaliyetlerde daralmaya götürür.

b) Fischer Etkisi (Fischeryen Kanal)

SS ile GDP ve ekonomik büyüme oranındaki düşme arasında bu mekanizma “Fischeryen etki” (“Fischeryen mekanizma”) şeklinde Mendoza tarafından isimlendirilmiştir.³⁵⁰

Fischeryen mekanizmaya göre, ülkeye uluslararası sermaye girişinde âniden durma ve tersine dönme ekonomide esas olarak finansal sektörü vurmaktadır. Bu sebeple uluslararası finansal sermaye girişinde âni inkıta, bir para krizinin şiddetini daha da artırmaktadır.

Ülkeye uluslararası sermaye girişinde kesilme veya âni ve büyük bir düşüş, firmaların ortalama borçluluğunun yüksek olduğu^(**) ve kredi alınırken teminat tahdidinin (collateral constraint) geçerli olduğu bir ekonomide bir “borç-durgunluk” (“debt-deflation”) a yol açacaktır. Bu da ekonomide reel bir daralmaya^(***) yol açacaktır.

Böyle bir durumda borç yükleri yüksek ve teminatları yetersiz^(****) firmalar yeterli çalışma sermayesi bulamayacaklardır. Bu, üretimde şoklara ve toplam faktör (emek-sabit sermaye) verimliliğinin (TFP) düşmesine götürecektir.

Firmaların teminat değerlerinde, önemli ölçüde aktif fiyatlarındaki çöküşten ve firmanın hâli hazır net değerindeki düşmeden kaynaklanmak üzere, büyük bir düşme meydana gelir.

İlaveten ülkeye uluslararası finansal sermaye girişinde âni kesilme; ortalama borçlulukları yüksek ve kredi piyasalarından kredi almak istendiğinde teminat tahdidi mevcut iken, reel sektörde yaygın firma iflaslarına yol açabilir.^(*****) Firma iflasları bankaları daha ihtiyatlı hareket etmeye ve kredi arzını daraltmaya sevk eder. Bankalar bu durumda sağlam-

³⁴⁹ Calvo ve Reinhart (1999), s. 3-4, Hutchison ve Noy (2004), s. 5-6.

^(*) yatırım harcamalarının (I)

³⁵⁰ Mendoza (2001), s.

^(**) Bu borçların yabancı para cinsinden olması şart değildir.

^(***) reel üretimde düşmeye

^(****) Bu, firmaların kredi piyasalarına girmelerini engeller.

^(*****) Çünkü çalışma sermayesi yetersizliği, (hammadde, yarımamul dahil) sermaye malları ithalatında darboğazlar vb. sebeplerden “üretim şokları” meydana gelecektir.

sağlam olmayan firmaları tam olarak ayırtedemez ve sağlam firmalardan bazılarının kredi talebini de reddederler. Bu, ekonomide durgunluğu daha da şiddetlendirir ve derinleştirir.^(*)

Döviz cinsinden kısa vadeli borç yükü (DLL) yüksek olan (“dolarize”) bir ekonomide Fischer etkisi daha kuvvetlidir. Daha dolarize bir ekonomide bir para krizinin toplam üretim ve büyüme üzerindeki olumsuz etkisi daha şiddetli ve daha derindir.^(**) Dolayısıyla döviz cinsinden kısa vadeli borç yükünün yüksek olduğu bir ekonomi SS nin hem meydana gelmesine hem de olumsuz etkilerine daha açıktır. Daha dolarize bir ekonomide SS nin hem meydana gelme ihtimali daha yüksek hem de olumsuz etkileri daha şiddetlidir. Çünkü dolarize ekonomide ülkeye finansal sermaye girişinde âni bir kesilme, büyük bir düşme ve ülkeden uluslararası finansal sermaye kaçıışı gerçekleştiğinde döviz kuru yükselirse, firmaların döviz cinsinden nominal borçlarının reel değeri artar. Bu; firmaların blançolarını daha da kötüleştirir, firma iflaslarını artırır; bankaları daha temkinli davranmaya ve ödünç arzını daraltmaya sevkeder; reel sektörde genel güvensizlik ve belirsizlik artar. Sonuçta toplam üretimde daha büyük bir daralma ortaya çıkar ve ekonomik büyüme oranındaki düşme daha şiddetli, durgunluk daha derin olur.

3. Aktif Fiyatlarında Çöküş

Sudden Stops (SS) meydana geldiğinde aktif piyasasında âni ve büyük bir çöküş vuku bulur.³⁵¹ SS krizi meydana geldiğinde hem tahvil piyasasında hem de hisse senedi piyasasında fiyatlar sert bir şekilde düşer.

SS literatüründe 1995 Meksika, 1994 Türkiye, 1997/8 Asya, 2001 Arjantin, 2001 Türkiye finansal krizleri yakın geçmişte tecrübe edilen -en önemli- SS krizleri olarak kaydedilmektedir.^(***) Yakın geçmişte tecrübe edilen SS krizlerinde aktif (bono ve hisse senedi) piyasalarında krizin patlak vermesiyle beraber büyük bir çöküş müşahade edilmiş, piyasa endekslerinde çok sert düşüşler görülmüştür.

SS krizinde aktif piyasalarında âni, şiddetli bir çöküş meydana gelmesi tabii bir sonuçtur.

Uluslararası sermaye girişinde (KI da) âni, büyük düşüş ve ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı borç piyasalarında ödünç arzında âni ve büyük bir daralmaya yol açar. Döviz cinsinden nakde veya bonoya çevirmek amacıyla ulusal para cinsinden bonolar hızla elden çıkarılır. Bu, bono piyasalarında ulusal para cinsinden bonoların arzını önemli ölçüde genişletir.

Reel sektörde bankaların kredi arzını daraltması, borçluluk oranı yüksek, teminatları yetersiz, çalışma sermayeleri yetersiz, (hammadde ve yarı mamul dahil) yatırım malları

^(*) Burada “vanishing credit” ve “highway congestion” (“otoban izdihamı”) etkilerinden bahsedilmektedir.

[Hutchison ve Noy (2004), s. 5-6]

^(**) Çünkü döviz kuru yükseldiğinde dolarize ekonomide borçların reel değeri daha fazla artar. Bu bilindiği için kurun yükseleceği beklendiğinde döviz cinsinden borçlular arasında panik daha şiddetli olur.

³⁵¹Mendoza (2001), s. 1, Mendoza ve Smith (2002), s. 1.

^(***) 1995 Meksika, 1994 Türkiye, 1997/8 Asya krizinin SS krizi olduğu Hutchison ve Noy (2004)’te (s. 24) kaydedilmektedir. 2001 Arjantin ve 2001 Türkiye krizinin SS krizi olduğu ise Bordo (2006)’da (s. 5) kaydedilmiştir.

ithalatında darboğazlarla karşı karşıya olan firmalar “üretim şokları” yaşayabilirler. Sonuçta reel sektörde yaygın “firma başarısızlıkları” ortaya çıkar.

Reel sektörde firma başarısızlıkları işletmelerin kredileri geri ödeyememesine ve banka blançolarının kötüleşmesine^(*) yol açar. Ulusal para cinsinden mevduatları bankacılık sisteminden çekme dalgası başlar. Bir taraftan mevduatların hızla bankalardan çekilmesi, bir taraftan geri dönmeyen krediler, bir taraftan da döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerinin yüksek olması “finansal firma başarısızlıklarına” götürür.

Döviz cinsinden kısa vadeli borcu olan kişiler, işletmeler ve finansal firmalar döviz kurundaki beklenen artış sebebiyle döviz cinsinden borçlarının reel yükünün artacağını düşünürler. Bu sebeple döviz cinsinden borcu olan müddiler hızla mevduatlarını bankalardan çekerler, bono ve hisse senedi hâmilleri ellerindeki kâğıtları hızla elden çıkarırlar. Özellikle finansal firmalar ve bankalar başta rezerv olarak tuttıkları hazine tahvilleri olmak üzere ulusal para cinsinden bonoları ve hisse senetlerini büyük bir hızla piyasalara arz ederler.

Ülkeden yabancı finansal sermaye kaçıışı sermaye piyasalarında (borsada) da bono piyasalarındakine benzer sonuçlar doğurur. Döviz cinsinden likiditeye veya finansal aktiflere çevirmek amacıyla ellerinde hisse senedi bulunan yabancı yatırımcılar ulusal para cinsinden hisse senedi arzını önemli ölçüde ve âniden genişletir.

Reel ve finansal sektörde yaygın firma başarısızlıkları ve iflaslar, bono ve hisse senedi piyasalarında aktif fiyatlarında görülen ve âniden başlamış olan hızlı düşüş trendi, yabancı yatırımcıların bankacılık sisteminden, bono ve hisse senedi piyasalarından çekilmesi, varlığını devam ettiren firmalar bakımından bile reel sektörde ortaya çıkan darboğazlar, durgunluk ve şiddetli malî sıkıntılar^(**) son derece önemli olumsuz sonuçlar meydana getirir:

İlk olarak reel sektördeki firmalara yönelik “genel bir güvensizlik” ortaya çıkar. Öyle ki malî yapısı sağlam firmalara karşı bile güvensizlik oluşur. Reel sektörde şiddetli bir “belirsizlik” meydana gelir.

İkinci olarak finansal sisteme yönelik güven kaybolur ve “genel bir güvensizlik” ortaya çıkar.

Üçüncü olarak işletmelerin maddi teminatlarının piyasa değeri düşer.

Dördüncü olarak ellerinde finansal aktif tutanların finansal servetlerinin değeri, aktif fiyatları düştüğü için düşer. Bu, finansal aktif tutanların tüketim harcamalarını (C) kısımlarına dolayısıyla da reel sektörde durgunluğun şiddetlenmesine götürür.

Beşinci olarak bono ve hisse senedi piyasalarına ve genel olarak finansal sisteme karşı “genel güvensizlik” ortaya çıkar ve şiddetlenir.

^(*) banka blançolarında aktif tarafının değerinde düşmeye ve pasif-aktif farkının daha da açılmasına

^(**) İşletmeler mal siparişi alsalar ve üretecek malları teslim etseler bile bedelini tahsilde güçlükler çıkmakta, nakit sıkıntısı çekmekte, karşılıksız çıkan çeklerle karşılaşmaktadırlar. Bu, ayakta kalabilen firmalar bakımından da likidite sıkıntısına yol açacak, sonuçta mali sıkıntıları artacaktır.

Reel sektörde ortaya çıkan ve şiddetlenen “belirsizlik” durgunluğu ve reel sektör işletmelerine “güvensizliği” şiddetlendirir. Reel sektöre duyulan “genel güvensizlik” ilk olarak işletme hisse senedi ve bonoları tutanların sözkonusu bono ve hisse senetlerini elden çıkarma, piyasalara arz etme temayüllerini daha da kuvvetlendirip tetikler. Bu, sağlam-sağlam olmayan işletmelerin bono ve hisse senetleri ayırd edilemediği için sağlam olmayanların yanında sağlam olanların “kâğıtlarının” da hızla elden çıkarılmasını imâ eder. Sonuçta borsada ve bono piyasalarında aktif kâğıtları arzı hızla daha da genişler. Bu, bono piyasalarında ve borsada fiyat çöküşünü daha da şiddetlendirir.

Reel sektöre duyulan genel güvensizlik ikinci olarak bono piyasalarında ve borsada reel sektör işletmelerinin ihraç etmiş olduğu ve tedavül eden aktif kâğıtlarına yönelik talebi âniden durdurur. Bu, reel sektör işletmelerinin ihraç etmiş olduğu kâğıtları satın almaya yönelik olarak bono ve hisse senedi piyasalarına fon girişinin kesilmesi anlamına gelir.

Reel sektöre duyulan genel güvensizlik kredi piyasalarında bankaların, sağlam ve sağlam olmayan kredi taleplerini tam olarak ayırt edememeleri sonucu, daha temkinli davranmalarına yol açar. Bankalar kimi sağlam kredi taleplerini de reddederler. Bu, kredi arzında büyük ve şiddetli bir daralmaya yol açar. Ayrıca, reel sektör işletmelerinin maddi teminatlarının değerlerindeki düşüş, bankaları kredi talebini reddetmeye sevk eder. Bu da kredi arzının daralmasına yol açar. Sonuçta reel sektörde mali sıkıntılar daha da şiddetlenir ve derinleşir.

Finansal sisteme “genel güvensizliğin” ortaya çıkması ve şiddetlenmesi ilk olarak hem bankacılık sistemine yeni fon girişini hem de borsada ve bono piyasalarında tedavül halindeki banka kâğıtlarını satın almak üzere fon girişini keser. İkinci olarak bankacılık sisteminden mevduatların hızla kaçmasına yol açar. Çünkü, sağlam-sağlam olmayan banka ayırımı yapamayacakları için müdiler mevduatlarının akîbetinden endişeye düşerler, bir an önce ödünçlerini kurtarmak için mevduatlarını çekmek üzere bankalara tahaccüm ederler. Üçüncü olarak ellerinde bankaların ihraç ettiği bono ve hisse senedi tutanlar bir an önce sözkonusu aktif kâğıtlarını elden çıkarmaya yönelirler ve piyasalara arz ederler. Bu, borsada ve bono piyasalarında bankalara ait(*) kâğıtların arzının da büyük bir artış kaydetmesine yol açar.

Bir taraftan aktif piyasalarına finansal fon girişi durmaktadır. Yani ister sağlam olan isterse sağlam olmayan ve ister finansal firmalara isterse reel sektör işletmelerine ait aktiflere talep büyük bir düşüş kaydetmektedir. Bu, aktif piyasalarında genel olarak aktif talebinde âni ve büyük bir daralmayı imâ eder.

Diğer taraftan yine hem sağlam olan hem de sağlam olmayan ve gerek reel sektör gerekse finansal sektör firmalarına ait olsun aktif kâğıtları, hâmilleri tarafından büyük bir hızla aktif piyasalarına arz edilmektedir. Yani aktif piyasalarında aktif arzı âni ve çok büyük bir artış

(*) daha önceden bankalarca ihraç edilmiş

kaydetmektedir. Bu, genel olarak -ikinci el-^(*) aktif arzında âniden başlayan ve gittikçe daha da hızlanan şiddetli ve büyük bir artışı imâ eder. Aktif kâğıtları toptan satılıp^(**) elden çıkarılmaktadır. Öyle ki aktif arzı; paniğin ve genel güvensizliğin hızla şiddetlenmesine paralel olarak, dampinge dönüşür.

Aktif piyasalarında aktif talebinde daralma ve arzında genişleme hem birden fazla kanaldan ve hem de birden fazla unsurdan ileri gelmektedir. Bu, aktif talebinde daralma ve arzında genişlemeyi hem daha da şiddetlendirir ve hem de sürekli kılar. Aktif talebinde daralma ve arzında genişleme trendi hem kuvvetlenir ve hem de uzar.

Bunlar tabî ve kaçınılmaz olarak aktif piyasalarında âniden ortaya çıkan, gittikçe daha da şiddetlenen ve süreklilik kazanan bir “çöküş”e götürecektir.

SS krizlerinin niçin ve hangi mekanizmalarla aktif fiyatlarında sürekli, gittikçe daha da şiddetlenen ve derinleşen bir “çöküş”e yol açtığını kavrayıp açıklamak kolaydır. Çünkü tipik para krizleri ve bankacılık krizleri dahil, her tür finansal kriz aktif piyasalarında şiddetli ve âni bir çöküş meydana getirmekte; sözkonusu çöküş devamlı ve gitgide daha da derinleşmektedir. Hemen her tür finansal kriz patlak verdiği gün bono piyasalarında fiyatların dibe vurduğu ve faizlerin büyük bir sıçrama gösterdiği, borsa endekslerinin ise büyük bir düşüş kaydettiği ve hisse senetlerinin değerlerinin dramatik kayıplarla kapandığı amprik olarak müşahade edilmektedir. Bono piyasalarında fiyatlarda dibe vurma ve bono faizlerinde sıçrama, borsa endeksinde düşme temayülü; krizin patlak verdiği ilk gündeki kadar kuvvetli olmasa da müteakip günlerde de devam etmektedir.

Burada esas cevaplanması gereken soru şudur: Normal para ve bankacılık krizlerine göre SS krizlerinde aktif piyasalarında çok daha şiddetli, daha büyük bir çöküş meydana gelmektedir. Niçin? İkinci olarak SS krizlerinin toplam üretim ve büyüme üzerindeki olumsuz (daraltıcı) etkisi yani çıktı maliyeti normal bir para ve bankacılık krizlerinininkine göre niçin çok daha büyük olmaktadır?

Bunun sebepleri başlıca 3 grup halinde ifade edilebilir:

İlk olarak SS krizlerinde normal para ve bankacılık krizlerine nazaran üretim şokları, reel ve finansal sektörde “belirsizlik”, reel sektöre duyulan “genel güvensizlik”, finansal sisteme ve ödemeler mekanizmasına duyulan “genel güvensizlik”, döviz kurunun artacağı “beklentileri” daha kuvvetlidir.

İkinci olarak reel sektörde “belirsizlik”in ortaya çıkması, reel sektöre duyulan genel güvenin kaybolup “genel güvensizlik”e dönüşmesi, genel olarak piyasalara ve özel olarak bono ve hisse senedi piyasalarına duyulan genel güvenin yıkılması ve “genel güvensizlik”e dönüşmesi daha âni (şok edici şekilde), daha hızlıdır.

(*) “bununla borçlu veya ilgili şirketin -ilk elden- piyasaya arz etmediği” kast edilmektedir.

(**) Bu tabirle her bir hâmilin, türü, miktarı, piyasa râyici ne olursa olsun elindeki aktif kâğıtlarının hepsini satarak elden çıkarması kastedilmektedir. Buna literatürde bazen “self-fire” (veya “fire-sell”), “full-sell” denilmektedir.

Üçüncü olarak iki gruptaki sebeplerin sonucu mahiyetinde panik “daha şiddetli” ve daha “serttir”.

4. Ticaret edilemez mal fiyatlarının ticaret edilebilir mal fiyatlarına nisbetinde ve Reel döviz kurunda çöküş

a) Ticaret edilemez mal fiyatlarının ticarete konu mal fiyatlarına oranında çöküş

Kriz vukû bulduğunda ticaret edilemez mal fiyatları ticarete konu mal fiyatlarına nazaran daha büyük ve daha sert bir düşüş kaydetmektedir.³⁵² Ticaret dışı mal fiyatlarında ticarete konu mal fiyatlarındakine nazaran çok daha büyük ve şiddetli bir düşüş meydana gelmesi sebebiyledir ki ticarete konu olmayan mal fiyatlarının ticarete konu mal fiyatlarına oranında büyük bir çöküş müşahade edilmektedir.

Ticarete konu olmayan mal fiyatlarında ticarete konu mal fiyatlarındakine kıyasla niçin daha büyük bir oranda, daha şiddetli bir düşme meydana geliyor? Örneğin emlak, arsa ve gayri menkul fiyatları ticarete konu mal fiyatlarına (örneğin otomobil fiyatlarına) göre niçin daha büyük bir oranda düşmektedir?

İlk olarak ticarete konu mallar iç fiyatları düştüğünde dış piyasalara (ihracata) yönelebilir (kısmen). İç fiyatları düştüğünde dış piyasalara yönelme ve ihraç edilme imkânı ticarete konu mallarda ticaret edilemez mallara göre çok daha fazladır.

Ticarete konu mallar, iç fiyatları düşmesi halinde ihracata yöneldiğinde bunların yurtiçi arzları daralır. Yurtiçi arzlarında daralma meydana gelmesi ticarete konu malların fiyatlarındaki düşüşü önemli ölçüde yavaşlatıp yumuşatacaktır. Ticaret dışı mallarda kısmen ihracata yönelmeleri ve yurtiçi arzlarının daraltılması imkânı yoktur. Dolayısıyla ticaret dışı mallarda fiyatlarındaki düşüşü yavaşlatacak sözkonusu unsur yoktur.

İkinci olarak ticarete konu olmayan mallar emek-yoğun üretim yapısına sahiptirler. Kriz vuku bulduğunda emeğin ortalama ve fizikî verimliliği daha fazla düşmektedir. Bu, emek-yoğun üretimle gerçekleşen malların fiyatlarının daha büyük oranda düşmesinde rol oynayabilir.

b) Reel döviz kurunda çöküş

SS krizi vâki olduğunda reel döviz kurunda büyük bir çöküş meydana gelir.³⁵³

SS krizlerinde ülkeler kriz öncesi dönemde çok büyük Cari Açıklara (CAD) sahiptirler.^(*) Kriz patlak verdiği anda CAD de çok büyük ve âni bir düşüş meydana gelmektedir. Öyle ki Cari Açık (CAD) bazen az miktarda da olsa Cari Fazlaya bile dönüşebilmektedir.

Kriz öncesi dönemde büyük oranda dış ticaret (NX) açığı mevcut iken krizin patlak vermesi ile beraber ithalatta (M) büyük bir düşüş ve ihracatta (X) büyük bir artış meydana

³⁵² Mendoza ve Smith (2002), s. 1, Mendoza (2001), s. 1.

³⁵³ Mendoza (2001), s. 1.

^(*) Bununla beraber SS krizinin vuku bulmuş olması bakımından kriz öncesi dönemde ülke ekonomisinin Cari Açık vermesi bile şart değildir. Bu takdirde “Cari Açıkta büyük düşme ve reversal” “Cari Fazla verme veya Cari Fazlada büyük ve âni bir artış” şeklinde okunacaktır.

geldiği, net ihracatın (NX) büyük bir oranda arttığı ve dış ticaret açığının kapandığı, bazen dış ticaretin az miktarda da olsa fazla verdiği müşahede edilmektedir.

Krizin patlak vermesiyle beraber Reel döviz kurunda (e) çöküş tecrübe edilmesi ile Dış ticaret Açığında ve CAD de çok büyük bir düşüş (tersine dönüş) tecrübe edilmesi; Cari Açığın bazen Cari Fazlaya bile dönüşebilmesi ile “tutarlı”dır.

Krizin vuku bulmasıyla CAD ve özel olarak dış ticaret açığında tersine dönüşme meydana gelmesi şunlardan ileri gelebilir:

İlk olarak KI daki tersine dönüş ve kredi arzındaki daralma ithalatı finanse edecek fonlarda âni ve büyük bir daralmaya yol açar. Finansmanında kullanılacak fonlarda azalma ithalatın (M) büyük bir düşüş kaydetmesine götürür.

İkinci olarak kriz vukû bulduğunda ekonomide büyük bir durgunluk ve fiyatlarda büyük bir düşüş ortaya çıkmaktadır. Dış fiyatlar (P*) sabit iken yurtiçi fiyatlarda (P) büyük bir düşüş meydana gelmesi ithalatı (M) daraltır ve ihracatı (X) artırır, yani Net İhracatı (NX) i artırır.

Bu durumda X teki sıçrama ve M deki büyük daralma kısmen iç fiyatlardaki düşüşten ileri gelmektedir.

Nitekim hem ticarete konu olan hem de konu olmayan mal fiyatlarında büyük bir düşme görülmektedir. Şu farkla ki ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki düşme ticarete konu olan malların fiyatındaki düşmeye nazaran daha büyük bir oranda, daha şiddetli ve daha sert olmaktadır.

Üçüncü olarak krizin patlak vermesiyle beraber yabancı paranın yurtiçi para itibarıyla değeri anlamında döviz kuru büyük bir yükselme kaydetmektedir. Nitekim sabit kur sistemi cari ise sabit kur sistemi terk edilmekte ve sabit kur korunamamakta, bir bakıma yüksek oranlı bir devalüasyon meydana gelmektedir. Serbest kur sistemi cari ise döviz kurunda büyük bir yükselme gerçekleşmektedir. Kısaca ulusal paranın dış (döviz cinsinden) değerinde büyük bir düşme, yani devalüasyon ya da depresiasyon gerçekleşmektedir. Yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri anlamında olmak üzere döviz kurunun artması bir taraftan ihracatta (X) bir artışa ve diğer taraftan ithalatta (M) azalışa yani NX te artışa ve dış ticaret açığında, dolayısıyla da CAD de düşmeye yol açar.

CAD ve dış ticaret açığında tersine dönüşü, reel döviz kuru (e) deki değişmeler kanalıyla izah etmek yani reel döviz kurundaki çöküşe istinat ettirmek de mümkündür. Şöyle ki:

Ülke ekonomisine dair tasavvurumuzu aşağıdaki şekilde inşa edelim ve analize bu tasavvur üzerinde devam edelim:

Reel döviz kurunu (e) $e = E(P/P^*)$ suretinde tanımlayalım. Burada (e) reel döviz kuru, E nominal döviz kuru (İngiliz tipi tanımında yani YTL/\$ şeklinde), P iç fiyatlar (TL cinsinden) ve P* dış fiyatlar (\$ cinsinden) mahiyetindedir. P yi ithal mallarının –ülkemiz iç piyasasına satış-

fiyatı, P^* 1 ihracat mallarının –dış piyasaya- satış fiyatı (sırasıyla P_M ve P_X) olarak da kabul edebiliriz.

Yurtiçi imalat ürünlerinin yönelebileceği 2 alternatif piyasa vardır: İç piyasa ve dış piyasa (ihracat). Bu durumda ihraç edilmesi halinde satış fiyatı P^* , iç piyasaya satılması durumunda ise satış fiyatı P olur. P nin değişmesi yurtiçi girdi kullanan, yurtiçi üretimin maliyetlerini de değiştirecektir.

İthal edilen yabancı ürünler için de yine 2 alternatif piyasa vardır: Kendi iç piyasaları (bizim açımızdan dış piyasa) ve bizim iç piyasamız (onlar açısından dış piyasa). Bu durumda ithal ettiğimiz yabancı ürünler kendi iç piyasalarına satılırsa satış fiyatı P^* olur. P^* değişirse yabancı üretimin üretim maliyetleri de değişir. Yabancı ürünler bizim iç piyasamıza satılırsa (arz edilirse) yani biz ithal edersek (onlar açısından ihracat) satış fiyatı (ithal malları satış fiyatı) P olur.

İç fiyatlar (P) düştüğünde ($P \downarrow$), dış fiyatlar (P^) ve nominal döviz kuru (E) sabit iken, birisi ithalat (M), diğeri İhracat (X) üzerinde olmak üzere 2 önemli sonuç meydana gelir.*

İlk olarak yurt içinde üretilen ürünler yabancı (ithal) mallara nisbeten daha ucuz hale gelir. Eğer yabancı üreticiler kendi mallarının fiyatını düşürürlerse, P^* ve dış üretim maliyetleri sabit iken, yabancı üreticilerin birim kârları azalır. Bir diğer bakımdan ithal edilen ürünlerin döviz cinsinden fiyatı düşer. Bu, yabancı ürünlerin bizim iç piyasamıza arzını düşürür. Yani ithalatımız (M) düşer. İthalatımızdaki daralma dolayısıyla iç piyasamızda ortaya çıkan arz daralması yurtiçi üretim mallarının arzı arttırılarak massedilir.

Eğer yabancı üreticiler kendi mallarının eski fiyatını düşürmez, korurlar yani daha düşük ve yeni iç fiyatı veri almazlar ise; yabancı mallar yurtiçi üretim mallarına nazaran daha pahalı hale gelir. Bir diğer ifadeyle yurtiçi üretim malları ithal mallara nisbeten (TL cinsinden değeri itibarıyla) ucuzlanmış olur. Yurtiçi talep yabancı mallardan, daha ucuz olduğu için yurtiçi üretim mallarına kayar. Yabancı mallara yönelen yurtiçi talep düşer. Yurtiçi üretim mallarına yönelen yurtiçi talep artar. İthalat (M) yine düşer.

İç fiyatlar (P) düştüğünde yabancı firma açısından malını kendi iç piyasasında satması bizim ülkemize ihraç edilmesine nazaran daha kârlı hale gelir. Dolayısıyla yabancı firma malını bize ihraç etmek yerine kendi iç piyasasına satmaya yönelir. Sonuçta bu noktadan da yabancı ürünlerin bizim iç piyasamıza arzı (bize ihracatı) yani bizim ithalatımız düşer.

İkinci olarak iç fiyatların (P) düşmesi yurtiçinde üretilen malların yurtiçi piyasaya yönelmek yerine dış piyasalara yani ihracata yönelmelerine yol açar. Çünkü malın iç piyasaya satış fiyatı, dış piyasaya satış (ihracat) fiyatına göre düşmüştür. Bu durumda yurtiçi üreticiler için malı iç piyasaya satmak yerine dış piyasaya satmak (ihraç etmek) daha kârlıdır. Bu, ihracatın (X) artması anlamına gelir.

İç fiyatlar (P) düştüğünde yurtiçi üretim mallarının üretim maliyetleri de düşer. Bu çerçevede iç fiyatlar düştüğünde yurtiçinde üretilen ve ihraç edilen malların üretim maliyeti de düşer. Bu, ihracat mallarından elde edilen birim kârı artırır. Dolayısıyla ihracat mallarından elde edilen birim kârın artması da ihracatı (X) artırır.

Şu halde iç fiyatlardaki (P) düşme hem ihracatta (X) artışa, hem de ithalatta (M) azalmaya yol açmaktadır. Buna göre iç fiyatlar (P) düştüğünde X artar, M azalır; Net ihracat (NX) artar, dış ticaret açığı azalır.

$e = E (P/P^*)$ formülüne göre iç fiyatlar (P) düştüğünde reel döviz kuru (e) düşer. Yurtiçi üretim malları hem iç hem de dış piyasalarda yabancı mallara göre daha ucuz hale gelir ve rekabet üstünlüğü elde eder. Reel döviz kuru (e) düşünce, şu halde, yurtiçi üretim malları ve ülke ekonomisi hem iç piyasalarda hem de dış piyasalarda yabancı mallara nazaran rekabet avantajı kazanmaktadır. Bu durumda reel döviz kuru (e) düştüğünde İhracat (X) artar, İthalat (M) düşer; Net İhracat (NX) artar, dış ticaret ve Cari Açık (CAD) düşer.

Ulusal paranın dış değeri düştüğünde (devalüasyon, depresiasyon) yani ABD tipi tanımıyla nominal döviz kuru arttığında da 2 önemli sonuç ortaya çıkar:

İlk olarak ihracat mallarından TL cinsinden elde edilen birim satış geliri, dolayısıyla da birim kâr artar. Bu, ihracatta (X) artışa yol açar.^(*)

İkinci olarak yabancı üreticilerin, mallarını ülkemize (iç piyasamıza) satmaları (bize ihraç etmeleri; bizim ithal etmemiz) durumunda döviz^(**) cinsinden elde edecekleri birim satış geliri, dolayısıyla da birim kâr düşecektir. İthalat mallarının yabancı üreticiye temin edeceği birim gelir ve kârın düşmesi yabancı üreticinin bize ihracatını (yani bizim açımızdan ithalatı) düşürür. Bu, ithalatımızda (M) düşmeye yol açar.

Şu halde ulusal paranın yabancı para cinsinden değerinin düşmesi yani ABD tipi tanımında nominal döviz kurunun artması ihracatta (X) artışa, ithalatta (M) azalmaya; Net İhracatta (NX) artışa ve dolayısıyla da dış ticaret açığında ve Cari Açıkta (CAD) düşmeye yol açar.

Paranın dış (yabancı para itibarıyla) değeri düştüğünde yani ABD tipi tanımıyla nominal döviz kuru yükseldiğinde ihracatta (X) artma, ithalatta (M) azalma; Net ihracatta (NX) artma meydana geleceğini reel döviz kuru (e) kavramı üzerinden de tesbit edebiliriz.

$e = E(P/P^*)$ formülünde E ulusal paranın yabancı para cinsinden değerini (nominal döviz kurunun İngiliz tipi tanımını; YTL/\$) temsil etmektedir ($1 \text{ YTL} = \frac{1}{2} (\$/\text{YTL})$ gibi).

ABD tipi tanımında nominal döviz kuru yükseldiğinde yani devalüasyon, depresiasyon meydana geldiğinde ($1\$/2 \text{ YTL}$ iken $1\$/3 \text{ YTL}$ olduğunda); ulusal paranın (TL) yabancı para

(*) yurtiçi üretim maliyetleri ve dış fiyatlar (P*) sabit ve veri kabul ediliyor.

(**) kendi ulusal paraları (\$)

(\$ cinsinden birim değeri düşer. Bu, İngiliz tipi tanımında (birim ulusal paranın döviz cinsinden değeri anlamında; $YTL/\$=.....$) nominal döviz kurunun düşmesi anlamına gelir.

ABD tipi tanımında [$(\$/YTL)=...$] nominal döviz kuru yükseldiğinde $e = E(P/P^*)$ formülünde E düşer. Çünkü bu durumda E ile ilgili kesrin paydası büyür, kesir değeri ise küçülür, dolayısıyla da E düşer. [E değeri başlangıçta $(YTL/\$) = 1/2$ iken sonra $(YTL/\$)=1/3$ olmuştur veya $1 YTL = (1/2)\$$ iken $1 YTL = (1/3)\$$ yahut da $(1/2)(\$/YTL)$ iken $(1/3)(\$/YTL)$].

$e = E(P/P^*)$ formülünde E (İngiliz tipi tanımıyla yani birim ulusal paranın yabancı para cinsinden değeri) düştüğünde İhracat (X) artar, İthalat (M) düşer; Net İhracat (NX) artar; dış ticaret açığı ve Cari Açık (CAD) düşer.

Şu halde İç fiyatlar (P) düştüğünde, (ABD tipi tanımında) nominal döviz kuru arttığında, P^* veri iken, $X \uparrow$, $M \downarrow$; $NX \uparrow$, dış ticaret açığı \downarrow ; $CAD \downarrow$ olur.

Devalüasyon meydana geldiğinde ($E \downarrow$ olduğunda; İngiliz tipi döviz kuru tanımına göre) İç fiyatlar (P) artarsa ($P \uparrow$); devalüasyon oranı (E deki düşme oranı) P deki artış oranından büyükken $e \downarrow$ olur, $NX \uparrow$ olur; küçükken $e \uparrow$ olur, $NX \downarrow$ olur.

Bu durumda Reel döviz kurunda (e) bir çöküş meydana geldiğinde İhracatta (X) büyük bir artış ve İthalatta (M) büyük bir daralma; Net İhracatta (NX) büyük bir artış; dış ticaret açığında ve Cari Açıkta (CAD) büyük bir düşüş meydana gelecektir. Reel döviz kurunda (e) çöküş, SS krizlerinin tecrübe edildiği durumda $E \downarrow$ ve/veya $P \downarrow$ den kaynaklanmaktadır.

C. SS KRİZİ ve GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

SS fenomeninin meydana gelmesi gelişmekte olan ekonomiler bakımından “dışsal”dır. Çünkü gelişmekte olan ekonomilerde SS fenomenini meydana getiren temel sebepler gelişmiş ekonomilerde meydana gelen yurtiçi ekonomik, finansal gelişmelerdir.³⁵⁴ Gelişmiş ekonomiler “uluslararası sermaye ihraç eden” ülke, gelişmekte olan ekonomiler “uluslararası sermaye ithal eden” ülke mevkiindedir. Uluslararası sermaye hareketleri bakımından sermaye ihraç eden ülke “merkez ülke” (core-country) ve sermaye ithal eden ülke “çevre ülke” (periphery) olarak ifade edilmektedir. Bu durumda uluslararası sermaye hareketleri bakımından merkez ekonomiler sermaye ihracatçısı yani gelişmiş ekonomiler, çevre ekonomiler ise sermaye ithalatçısı yani gelişmekte olan ekonomilerdir.

SS krizleri sermaye ithalatçısı durumundaki gelişmekte olan ekonomilerde vuku bulmaktadır.^(*) SS krizinin meydana gelmesinin kökleri sermaye ihraç eden yani merkez (gelişmiş) ekonomilerde yer alır. Merkez (sermaye ihracatçısı) ülkelerde uygulanan sıkı para ve maliye politikaları, dünya piyasalarında faiz oranlarının yükselmesi; SS fenomeninin meydana

³⁵⁴ Catão (2006), s. 13.

(*) SS krizi gelişmiş ekonomilerde yoktur. SS gelişmekte olan ekonomilerdeki krizlerin merkezî karakteridir ve böyle ekonomilere hastır. [Calvo (2003), s. 1]

gelmesi ve gelişmekte olan ülkelerde SS krizinin vuku bulması ihtimalini son derece artırmaktadır.

Nitekim bazı amprik çalışmalarda pek çok SS krizinin vukûu öncesindeki 1 veya 2 yıllık dönemde gelişmiş^(*) ülkelerde merkez bankalarının iskonto faizlerini önemli derecede artırdıkları, yani faiz oranlarında önemli bir artış meydana geldiği ve sıkı para politikaları uygulandığı görülmektedir.³⁵⁵

SS fenomeninin vuku bulmasına yol açan asıl unsurlar merkez (gelişmiş) ekonomilerdeki finansal gelişmeler, uygulanan sıkı para politikalarıdır. Bunlar krize maruz kalan ülkeler^(**) bakımından dışsaldır.³⁵⁶

Bununla beraber KI da ve CAD de her âni, büyük daralma ve tersine dönüş yani her SS fenomeni her zaman bir SS krizine götürmemekte, bir krize dönüşmemektedir. SS fenomeni her zaman ve her ülkede değil, bazen ve kimi ülkelerde SS krizine yol açmaktadır. Nitekim SS fenomeni meydana geldiğinde, amprik çalışmalara göre bazen aynı zamanda bir finansal kriz de müşahede edilmiş, fakat bazen de herhangi bir kriz müşahede edilmemiştir.³⁵⁷

SS fenomeni niçin bazen SS krizi meydana getiriyor ve bazen de hiçbir finansal krize dönüşmüyor? Yine SS fenomeni; niçin kimi ülkelerde SS krizine dönüşüyor fakat kimi ülkelerde ise sözkonusu ülke büyük miktarda uluslararası sermaye ithal etmekte olmasına rağmen bir finansal krize yol açmıyor?

Bu 2 sorunun cevabı sermaye ithal eden (çevre) yani gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik gelişmelerde, uygulanan makroekonomik politikalarda aranmalıdır.

SS fenomeninin vukûu gelişmekte olan (çevre) ülke bakımından dışsaldır. Fakat SS fenomeninin bir SS krizine götürmesi (dönüşmesi) ise sermaye ithalatçısı yani kriz ülkesi bakımından dışsal değil, içseldir.

Merkez (gelişmiş) ekonomilerde temel sebeplerin varlığı ve bir SS fenomeninin meydana gelmesi gelişmekte olan ekonomilerde bir SS krizinin patlak vermesi bakımından yeterli değildir. Ana sebepler meydana geldiği, SS fenomeni vuku bulduğunda SS krizinin patlak vermesi için krize uygun bir zemin mevcut olmalıdır. Sermaye ithalatçısı (çevre) ekonomide ancak kriz zemini var ise SS fenomeni bir finansal krize (SS krizine) dönüşebilmektedir. Sermaye ithal eden (gelişmekte olan) ekonomide kriz zemini yok iken, merkez (sermaye ihraç eden) ekonomide krizin temel sebepleri meydana gelse bile, sermaye ithal eden sözkonusu çevre ekonomide SS krizi patlak vermez.^(***)

(*) merkez; sermaye ihracatçısı

³⁵⁵ Catão (2006), s. 13, 18.

(**) krizin vuku bulduğu ve ekonomisini vurduğu; uluslar arası sermaye ithalatçısı mevkiindeki çevre ülkeler yani gelişmekte olan ekonomiler

³⁵⁶ Catão (2006), s. 13.

³⁵⁷ Hutchison ve Noy (2001), s. 3, 15 ve 31, Tablo 1, Bordo (2006), s. 15 ve Tablo 1.

(***) SS krizlerinin meydana gelmesi bakımından sermaye ihraç eden (merkez) ekonomilerdeki -yurtiçi-makroekonomik unsurlar ve finansal gelişmeler (parasal-finansal unsurlar) tayin edici mahiyettedir. Ancak

Sermaye ithal eden (çevre) ülkedeki makroekonomik gelişmeler, ekonomik şartlar, uygulanan iktisat politikaları kriz zeminini oluşturur.

Kriz zeminini genel olarak sermaye ithal eden ekonominin “finansal kırılma” meydana getirir. Finansal kırılma derecesi yüksek olan ekonomilerde hem SS krizinin vuku bulma ihtimali daha yüksek, hem de SS krizinin olumsuz etkileri böyle ekonomilerde daha büyük ve şiddetlidir. Genel olarak gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ekonomilere kıyasla finansal kırılma daha yüksektir. Bunun sonucu olarak gelişmekte olan ekonomiler gelişmiş ekonomilere nazaran SS krizine ve ters etkilerine daha fazla açıktır.

Dolarizasyon^(*) ekonomiyi SS krizine açık hale getirir. Dolarizasyon hem SS krizinin meydana gelme ihtimalini, hem de vuku bulduktan sonra SS krizinin ters etkilerini artırmakta, krizi şiddetlendirmekte ve derinleştirmektedir.³⁵⁸ Dolarizasyon gelişmekte olan ekonomilerde geçmiş dönemlerde uygulanan hatalı makroekonomik politikaları özellikle de para ve maliye politikalarını yansıtmaktadır. Dolarizasyon; finansal kırılma son derece artırmaktadır³⁵⁹ ve esasen yalnızca gelişmekte olan ülkelere has bir olgu olup gelişmiş ülkelerde görülmemektedir. Çünkü gelişmiş ülkelerde ulusal para birimi ekonomik anlamda hem kuvvetli hem de iç ve dış değeri itibarıyla istikrarlıdır.

Amprık çalışmalar dolarizasyonun SS krizinin vuku bulması ihtimalini ve ters etkilerini artırdığını ortaya koymaktadır.³⁶⁰

SS fenomeni meydana gelmek itibarıyla borçların vade yapısından ve para biriminden prensip olarak bağımsızdır. Cari Açık tamamen doğrudan Yabancı Yatırımlar (FDI) tarafından finanse edilse yani Uluslararası Sermaye girişi (KI) finansal değil, tamamen fiziki sermaye (Yabancı Doğrudan Yatırım; FDI) suretinde olsa dahi SS fenomeni yine de vuku bulabilir.³⁶¹ Bir diğer ifadeyle ekonomide döviz cinsinden borçlar çok az olsa veya hiç olmasa^(**) bile SS krizinin meydana gelme ihtimali yine vardır. Kısa vadeli ve/veya döviz cinsinden borçların azlığı veya yokluğu SS krizinin meydana gelme ihtimalini ortadan kaldırmaz.

Fakat borçların vade yapısı ve para birimi unsurları SS krizinin vuku bulması bakımından yine de önemlidir. Çünkü ülke sakinlerinin borçları daha kısa vadeli, yabancı para

uluslararası sermaye ithal eden (çevre) ülkedeki –yurtiçi- makroekonomik unsurlar da son derece önemlidir. Çünkü sermaye ithal eden ekonomide ülke karakterli makroekonomik, finansal özellikler kriz zeminini oluşturur ve krizi tetikler. Krizin vuku için uygun bir kriz zemininin varlığı şarttır. [Catão (2006), s. 18]

(*) Dolarizasyon kavramından burada kuvvetli yabancı paralar cinsinden ekonominin kısa vadeli yükümlülüklerinin artması (DAL) kastedilmektedir.

³⁵⁸ Calvo (2005), s. 16.

³⁵⁹ Hutchison ve Noy (2004), s. 12.

³⁶⁰ Calvo (2005), s. 23.

³⁶¹ Calvo (1998), s. 39.

(**) Uluslararası finansal sermaye girişi, özellikle portföyö sermaye girişi bileşeni itibarıyla, ülke sakinlerinin veya firmaları döviz cinsinden borçlanmaları anlamına gelir.

cinsinden daha fazla miktarda oldukça^(*) SS krizi bakımından “kriz zemini” kuvvetlenir.³⁶² Çünkü bu durumda ekonominin finansal kırılganlığı artar.

Özel sektör firmalarının “ortalama borçluluk oranının” yüksekliği hem finansal kırılganlığı artırmakta, hem de SS krizi zeminini kuvvetlendirmektedir. Firmaların borçlarının aktiflerine oranı veya borçlarının özsermayelerine oranı yüksek olduğunda kriz zemini kuvvetlenmektedir. Böyle bir ekonomide firmaların mali yapıları dışsal şoklara, üretim şoklarına ve etkilerine daha açıktır.

Toplam borçlar içerisinde, ister iç (TL cinsinden) borçlar isterse dış (yabancı para cinsinden) borçlar olsun, kısa vadeli borçların payı arttıkça hem SS krizinin meydana gelmesi ihtimali ve hem de meydana geldiğinde SS krizinin şiddeti artar.³⁶³

Bir ülke büyük miktarda ve sürekli Cari Açık (CAD) veriyorsa^(**) SS krizinin meydana gelmesi ihtimali artar.³⁶⁴ Cari Açığın hangi kaynaklarla finanse edildiği bu açıdan önemli değildir. İster uluslararası finansal sermaye girişi, ister yabancı doğrudan yatırımlar (FDI) ve isterse ülkenin uluslararası rezervleri (RA) ile finanse edilsin Cari Açık büyüdükçe SS riski yükselir.^(***) Çünkü büyük Cari Açığı uzun dönemde bir ekonomi sürekli olarak finanse edemez ve sürdürmez. Ne sonsuza dek finansal sermaye veya FDI girişi ve ne de uluslararası rezervlerle finanse etmeyi sürdürmek mümkündür.^(****) Bu, büyük Cari Açık veren ülkenin Cari Açıklarının er ya da geç fakat mutlaka gelecekte büyük bir düşme kaydedeceği anlamına gelir. Cari Açıkta büyük düşüş âni ve keskin mi olur yoksa tedricen mi gerçekleşir, bunu tahmin etmek zordur. Ancak CAD de birgün büyük bir kesinti meydana geleceği muhakkaktır.

Cari Açığın büyük olması, Uluslararası Rezervlerin (RA) zayıf olması halinde SS ihtimalini daha fazla artırır. Çünkü bu durumda Cari Açığı ülke uluslararası sermaye girişi ile finanse etmektedir ve uluslararası sermaye girişi trendinde gelişmekte olan ülkenin kontrolü gücü zayıftır.

Ülkenin ithal ettiği uluslararası sermaye miktarı büyüdükçe o ülkede SS krizinin meydana gelmesi ihtimali artar. 1970’lerden sonra, büyük miktarda uluslararası sermaye ithal eden çevre (gelişmekte olan) ülkelerin ekserisinin, uluslararası sermaye girişindeki hızlı büyüme akabinde, SS krizi tecrübe ettikleri görülmüştür.³⁶⁵

(*) borçların ortalama vadesi kıaldıkça ve döviz cinsinden kısmının payı atıkça

³⁶² Calvo (1998), s. 39.

³⁶³ Calvo ve Reinhart (1999), s. 19.

(**) Cari Açık arttıkça ve süreklilik kazandıkça

³⁶⁴ Calvo (2005), s. 16.

(***) Calvo bu hususta [CAD/ticaret edilebilir üretim] oranı ile SS ihtimalinin artması arasında anlamlı ve pozitif bir münasebet olduğunu ifade etmektedir. [Calvo (2005), s. 23]

(****) Büyük Cari Açıklar, ister uluslararası sermaye girişi (sermaye hesabı fazlası) isterse uluslararası rezerv (RA) azalışı ile finanse edilsin, tehlikelidir. Çünkü aynı büyüklükteki Cari Açığı sürdürürebilmek için sürekli olarak “yeni fon” gerekir. Bu ise gittikçe daha da zorlaşır. [Calvo (1998), s. 47]

³⁶⁵ Calvo ve Reinhart (1999), s. 6.

Ülkeye giren uluslararası sermayenin bileşimi de SS krizinin meydana gelmesi ve şiddeti bakımından önemlidir. Ülkeye giren uluslararası sermaye içerisinde çok kısa vadeli finansal sermayenin (portölyö sermayesi) payı arttıkça SS ihtimali artar. Buna karşılık uluslararası sermaye içerisinde FDI (doğrudan yabancı yatırımlar) payı arttıkça SS ihtimali düşer.

İster iç borç ve isterse dış borç mahiyetinde olsun ülke sakinlerinin ve firmaların yabancı para cinsinden borçlarının miktar ve payı arttıkça ülkede hem SS nin meydana gelmesi ihtimali hem de meydana geldiğinde şiddeti artar.

Ülkenin dışa finansal açıklık derecesi arttıkça, uluslararası sermayenin volatilitésinin yüksek olması üzerinden, SS krizi dahil bir dış krizin meydana gelmesi ihtimali artmaktadır. Finansal açıklık derecesi arttıkça, ülkeye giren volatilitésini yüksek uluslararası sermaye miktarı büyümektedir.

Amprik araştırmalara göre ekonomideki toplam (özel+kamu) borç yükünün büyüklüğü ile SS krizinin vuku bulması arasında anlamlı ve doğrudan bir münasebet yoktur.³⁶⁶

Bütçe açığının büyüklüğü ile SS krizlerinin vuku bulması arasında amprik araştırmalara göre anlamlı, doğrudan bir münasebet yoktur. Bununla beraber bütçe açığı, toplam borç stoku, enflasyon ve diğer makroekonomik değişkenler, geçmiş dönemlerde uygulanan yanlış makroekonomik politikalar SS nin meydana gelmesi ve ihtimalinin artması bakımından önemsiz değildir. Çünkü dolarizasyon ilk olarak geçmişte uygulanan hatalı para ve maliye politikalarını, geçmiş dönem yanlış makroekonomik politikaları yansıtmaktadır. Dolarizasyon (DLD) yanlış ekonomi politikalarının bir sonucudur.³⁶⁷ İkinci olarak bütçe açığı artmakta^(*) ve parasallaştırılmakta ise parasal genişlemeye^(**) ve sabit kur sistemi altında ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesine, uluslar arası rezerv (RA) kayıplarına götürür. Bu, SS krizine götürebilir ve para değeri çökebilir.³⁶⁸

Bu münasebetle makroekonomik değişkenler ve yanlış iktisat politikaları, doğrudan değil fakat dolarizasyon (DLD) üzerinden yani dolaylı olarak, SS ihtimalini artırmaktadır.

Sabit kur sistemi dolarizasyonu (dolar cinsinden borçlanmayı) teşvik etmek yoluyla finansal kırılganlığı artırmaktadır. Bu, hem kriz zeminini kuvvetlendirmekte ve krizin meydana gelme ihtimalini artırmakta, hem de vuku bulduğunda SS krizini şiddetlendirmekte ve derinleştirmektedir. Serbest kur sistemine nazaran sabit kur sisteminin kriz zeminini kuvvetlendirerek SS krizinin meydana gelme ihtimalini ve ters etkilerini artırdığını amprik çalışmalar da ortaya koymaktadır. Sonuç olarak geleneksel bakış açısına göre sabit kur sistemi, dolarizasyon ve finansal kırılganlığı artırma üzerinden, kriz zeminini kuvvetlendirmekte ve şiddetini artırmaktadır. Ayrıca bazı amprik çalışmaların sonuçlarına göre daha esnek kur

³⁶⁶ Calvo (2005), s. 23.

³⁶⁷ Calvo (2005), s. 23.

(*) kamu harcamaları (g) kamu gelirlerinden (t) daha fazla artmakta yani g/t oranı büyümekte ise

(**) parasal genişleme $m(y, m/t, m/rezerv)$ oranında artış şeklinde ifade edilebilir.

sistemine sahip olan ülkeler daha sabit kur sistemine sahip olan ülkelere nazaran uluslararası sermaye girişinde (KI da) ve/veya Cari Açıkta (CAD) âniden, büyük miktarda düşüş ve tersine dönüşten ileri gelen finansal şokları daha az maliyetle ve daha kısa sürede atlatmaktadırlar.³⁶⁹

Ancak finansal krizleri önlemekle ilgili olarak gelişmekte olan ülkelerde sabit kur sisteminin mi serbest kur sisteminin mi tercih edilmesi gerektiği bakımından, bir ölçüde de olsa, paradoksal bir durum vardır.^(*)

Çıkış yolu ancak serbest kur sistemi altında kur istikrarının orta ve uzun vadede sağlanabilmesidir. Bu, aynı zamanda fiyat istikrarının da sağlanmasını gerektirir. Fiyat istikrarını ve kur istikrarını birlikte sağlayacak makroekonomik politikalar uygulanmalıdır. Burada öncelikli olması gereken fiyat istikrarıdır. Çünkü kur istikrarını orta ve uzun vadede belirleyen en önemli unsur fiyat istikrarıdır.

Cari Açıkta âni ve büyük bir daralmanın reel ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin şiddeti, amprik çalışmalara göre, ülkenin dışa ticarî açıklık derecesine zıt yönde bağlıdır, fakat dışa finansal açıklık derecesine direkt surette bağlı değildir. Cari Açıkta daralmanın reel ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin şiddeti; ülkenin dışa ticarî açıklık derecesi arttıkça aksine azalmaktadır. Cari Açıkta daralmanın olumsuz etkisi; ülke dışa ticari açıdan daha açık ise daha az, ülke ticari açıdan dışa daha kapalı ise daha büyük olmaktadır.³⁷¹

Büyük bütçe açıklarının mevcut olup parasallaştırılması ve parasal genişleme, zayıf uluslar arası rezervler (RA), finansal firmaların uluslar arası ödünç piyasalarına girişleri önünde engeller, bankacılığın zayıf düzenlenmesi, finansal sistemin hızlı bir şekilde serbestleştirilmesi

³⁶⁸ Catão (2006), s. 19.

³⁶⁹ Edwards (2004), s. 10.

^(*) Sözkonusu paradoksal durum şöyledir:

Gelişmekte olan ülkeler serbest kur sistemi cari iken kısmî fakat gittikçe kuvvetlenen bir dolarizasyon temayülü tecrübe etmektedirler. Dolarizasyon önemli ölçüde geçmiş dönemlerde yüksek enflasyon tecrübe edilmiş ve gelecekte de yüksek enflasyon beklenmekte olmasından kaynaklanmaktadır. Bir diğer ifadeyle ulusal paranın istikrarına dair güvenin çöküşü, dolarizasyonu doğurmaktadır.

Gittikçe daha da kuvvetlenen bir dolarizasyon trendi gelişmekte olan ülkelerde realite olarak mevcut olup veri alınmalıdır. Dolarizasyon trendinin varlığını veri alalım.

Serbest kur sistemi altında ulusal paraya tekrar güven ve itibar nasıl kazandırılacak, ulusal paraya dönüş nasıl sağlanacak, dolarizasyon (yabancı para ikamesi) süreci nasıl kırılacaktır? Ulusal paraya tekrar güven kazandırılması ve dönüş, dolarizasyon sürecinin kırılması “kur istikrarı sağlanmadan” mümkün müdür? Realite itibarıyla geçmiş dönem yüksek enflasyon tecrübeleri veri iken “kur istikrarı”nın sağlanması “sabit kur sistemine geçilmeksizin” mümkün müdür? Diğer taraftan da “kur istikrarı sağlanmadan” yüksek enflasyon beklentisi kırılabilir ve yüksek enflasyon düşürülebilir, fiyat istikrarı sağlanabilir mi?

Ayrıca “fiyat istikrarı sağlanmadan” sabit kur sistemine geçilmesi ve bu yoldan kur istikrarının sağlanması ilk olarak anlamlı mı, ikinci olarak orta ve uzun vadede sürdürülebilir midir?

Ulusal paraya yeniden güven kazandırmak ve dönüşü sağlamak için fiyat istikrarı sağlanmamış iken kurun sabitlenmesi halinde, ekonomide döviz cinsinden kısa vadeli borçların miktar ve payı artmaktadır. Çünkü nominal döviz kurları baskı altında tutulduğundan ulusal para döviz karşısında aşırı değerlenmekte, sabit kuru sürdürebilmek maksadıyla ulusal para cinsinden ödünçler için “yüksek faiz” politikası uygulanmaktadır. Ekonomide döviz cinsinden kısa vadeli borçların artması finansal kırılganlığı artırmaktadır. Bu, ekonomiyi genel olarak finansal krizlere ve bunların olumsuz etkilerine, özel olarak SS krizlerine ve etkilerine daha açık hale getirir.

Gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon ve fiyat istikrarı veri iken dolarizasyonun kırılması çerçevesinde sabit kur sistemine duyulan ihtiyaç ile finansal krizlerin önlenmesi yani krize mukaevemet arasında ortaya çıkan bu paradoksal duruma Calvo ve Rainhart (1999)’da işaret edilmiştir (s. 19-20).

³⁷¹ Edwards (2004), s. 10.

ve dışa açılması, kredi arzının teminat değeri elastikiyetinin yüksek olması halinde ekonomi SS şokuna uğrarsa olumsuz etkiler daha şiddetli olur ve para çöker. Böyle olmayan ekonomiler ise SS şokunun üstesinden gelebilirler ve SS krizi meydana gelmez.³⁷²

Kriz öncesi dönemde büyük Cari Açıklara sahip olmayan ekonomilerde meydana gelen krizleri SS teorisi izah edebilir mi? (*) SS teorisinin örneğin, kriz ülkelerinin kriz öncesi dönemde önemli Cari Açıklara sahip olmadıkları bilindiğine göre, 1997/8 Asya krizini izah edebilme ihtimali, daha baştan yok mudur?

SS teorisi bakımından Cari Açık hususunda önemli olan, kriz vuku bulduğunda kriz ekonomisinde Cari Hesapta “fazla verme istikameti”nde âni ve büyük bir değişimin (reversal) gerçekleşip gerçekleşmediğidir. Kriz ülkesi kriz öncesi dönemde büyük bir Cari Açık vermemiş, hatta Cari Fazla vermiş olsa bile ithalatta büyük bir düşme ve bunun sonucu olarak da öncesinde mevcut, önemsiz Cari Açığın Cari Fazlaya dönüşmesi veya önceden mevcut Cari Fazlada büyük bir artış gerçekleşmesi mümkündür. Böyle bir krizi SS teorisi Cari Açıkta (CAD de) tersine dönüş (reversal) bakımından yine konu alıp izah edebilir.

Burada kilit husus İthalatta âni, büyük bir düşme gerçekleşmesi ve bunun hammadde, yarı mamul dahil sermaye malları ithalatında âni, büyük bir daralmadan kaynaklanmasıdır.

Eğer toplam ithalat içerisinde sermaye malları ithalatı oranı düşük ise Cari Açıkta (CAD de) ithalat daralmasından ileri gelen bir tersine dönüş meydana gelse bile bu, tüketim malları ithalatında daralmadan ileri gelmiş olur. Bu takdirde SS teorisi böyle bir krizi konu alıp izah edemez.

Cari Açıkta (CAD de) tersine dönüş sermaye malları ithalatında âni, büyük bir daralmadan değil, bir başka sebepten örneğin “tüketim malları ithalatı daralması”ndan ya da “ihracat artışından” kaynaklanmış, sermaye malları ithalatı kriz öncesi seviyesinde aynı kalmış ise böyle bir krizi SS teorisi daha en baştan konu alamaz ve izah edemez.

Uluslararası sermaye hareketlerinin var olmadığı, ödemeler bilançosu krizinin meydana gelmediği, -finansal açıdan- uluslararası karakterde olmayan bir krizi de SS teorisi yine izah edemez.

³⁷² Catão (2006), s. 19.

(*) 1997/8 Asya krizinde kriz öncesi dönemde kriz ülkeleri büyük Cari Açıklara sahip değillerdi. Hatta kriz ülkeleri arasında yer alan Tayvan, kriz öncesi dönemde büyük miktarda Cari Fazla vermişti.

İlaveten Meksika 1995 krizinde Meksika kriz öncesi dönemde çok büyük Cari Açık vermişti (GDP nin %9 u oranında). Fakat Asya krizi, kriz öncesi dönemde kriz ülkeleri ciddi Cari Açıklara sahip olmamalarına rağmen, Meksika krizinden daha şiddetli idi.

1997/8 Asya krizi de literatürde kimi zaman SS krizi tecrübesi olarak geçmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KRİZE MUKAVEMET ve KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI

Kriz yönetimi^(*) alanında 4 ana soruya cevap aranır:³⁷² (i) Krizin gelecekte vuku bulması nasıl önlenebilir, krizin gelecekte meydana gelme zemini nasıl yok edilebilir? Kur rejimi, finansal murakabe-düzenleme merciinin gerekliliği, mevduat garantisi-sigortası gibi hususlar bu çerçevede yer almaktadır. (ii) Başladığında veya başlamak üzere olduğunda krize (paniğe) müdahale edilmeli midir? “Etkin” bir müdahale mümkün müdür? Ulusal veya uluslararası son ödünç verici mercii hususu da buraya girmektedir. (iii) Kriz başladığında nasıl durdurulabilir veya en azından şiddeti nasıl azaltılabilir? Panik nasıl önlenebilir veya hafifletilebilir? Bu çerçevede ne zaman müdahale edilmeli ve müdahale şekli ne olmalıdır? “Etkin” bir müdahale nasıl olmalıdır? (iv) Krizden nasıl çıkılabilir ve ekonomi yeniden nasıl inşa edilebilir?

I. KRİZE MÜDAHALENİN GEREKLİ OLUP OLMADIĞI MESELESİ

Panik vuku bulduğunda ne olur? Panik ve sonrasındaki çöküşe müdahale edilmeli midir? Yoksa panik kendi haline bırakılıp kendiliğinden sona ermesi mi beklenmelidir? Müdahale edilerek krizin reel ekonomik maliyeti^(**) azaltılabilir mi?

Bu konuda literatürde krize müdahale edilmesi gerektiğini savunan ve müdahale edilmesine karşı çıkan iki görüş vardır. Bununla beraber müdahale taraftarlarının görüşü ağırlık kazanmıştır.

Krize müdahale edilmesinin gerektiğini savunan veya ona karşı çıkan^(***) iki zıt görüşün odağında iki nokta yatmaktadır: Bunlardan ilki krize müdahalenin onun çıktı kaybını düşürüp düşüremeyeceğidir. Bu nokta, orta ve uzun vadede ekonomide makro dengelerin ve ekonomik büyüme trendinin krizin (paniğin) vuku bulduğu durum ile vuku bulmayıp önlenemediği durumda farklı olup olmayacağı tartışmasına götürür. Bir başka ifadeyle krizin meydana gelmesi veya meydana gelmeyip önlenmiş olması ekonominin orta ve uzun vadeli makroekonomik dengelerini değiştirmekte midir? Sözkonusu noktalardan ikincisi ise bugünkü krize müdahalenin, şimdiki krizi önlese bile, diğer taraftan krizin gelecekte meydana gelme zeminini kuvvetlendirmesi yani yarınki krize^(****) davetiye çıkarıp çıkarmayacağıdır. Krize müdahale ve kimi firmaların, piyasaların bu gün kurtarılması halinde, kurtarılanların yarın da “nasıl olsa kurtarılacaklarını düşünüp bir kurtarıcıya bel bağlamaları” bu münasetle aşırı risk almaya, ihtiyatlı hareket etmemeye, kötü mali yapılarını sürdürmeye devam etmeleri sözkonusu olur mu?

(*) Kriz yönetimi politikaları, bu bölümde asimetrik bilgi yaklaşımı çerçevesinde ele alınacaktır.

³⁷² Krugman (1999), s. 20-1. Bu çalışmada ikincisi hariç diğer sorulara yer verilmiştir.

(**) yol açtığı çıktı kaybı

(***) müdahaleye taraftar ve muhalif

(****) gelecekte bir krizin vukû bulmasına

Kısaca firmalar ve piyasalar, bir kurtarıcı beledikleri için, iç dinamikleriyle hareket etmemeleri, yalnızca kendilerine güvenmemeleri durumu ortaya çıkar ve bu da piyasaların özgüven kazanmasını önleyip etkinliğini azaltır mı? Bugünkü bir krize müdahale edebilmek, yarın bir kriz meydana gelmesi zeminini kuvvetlendirmeksizin, mümkün müdür?

Krize müdahale edilmesinin gerekli olup olmadığı hususunu ele almak üzere^(*) sözkonusu ilk noktadan başlanabilir: Ülke ekonomisinin uzun vadeli makroekonomik dengeleri krizin vuku bulduğu durumda vuku bulmayıp önlendiği durumdakine göre değişir mi?

Literatürde özellikle 1997/8 Asya krizinden sonra ilk olarak “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) krizlerin meydana gelmesinin mümkün olduğu neredeyse genel kabul haline gelmiştir.^(**) İkinci olarak gerek finansal sektörde gerekse reel sektörde firma başarısızlıkları ve krizler “bulaşıcı” tabiata sahiptir ve kuvvetli bir “domino taşı etkisi” meydana getirirler. Bulaşıcılık yine gerek finansal kriz türleri gerekse ülkeler arasında da kuvvetlidir. Firma başarısızlıklarının bulaşıcılığı finansal sektörde daha kuvvetlidir. Çünkü finansal sektör, tabiatı gereği riske daha açık, paniklere karşı daha kırılgandır. Hiçbir finansal firma, mali yapısı ne kadar sağlam olursa olsun, kısmî rezerv prensibinin geçerliliği altında, tüm müdiler ödünçlerini tamamen geri çekmek istediklerinde buna asla cevap veremez ve sonuçta ayakta kalmaz. Özellikle finansal sektörde finansal firma başarısızlıkları ve panik yalnızca “mali yapısı kötü” yani zaten başarısızlığa düşmeyi “haketmiş” ve “kötü yönetilmiş” firmalara münhasır kalmayarak “mali yapısı sağlam” (iyi) firmalara da geçer ve onları da başarısızlığa sürükler.³⁷³ Asimetrik bilgi problemleri fazla iken, öncü finansal firma başarısızlıkları, isterse “mali yapısı kötü” firmalarla ilgili olsunlar, yalnızca başarısızlığa düşen firmaya yönelik güveni yok etmezler. Finansal firma başarısızlıkları aynı zamanda finansal sisteme duyulan genel güveni de sarsar ve bu çerçevede mali yapısı gerçekte sağlam firmalara yönelik güven kaybı da meydana gelir. Sonuçta finansal sisteme duyulan genel güven kaybı, sağlam firmaları da paniğe maruz bırakarak, müdahale edilmediği takdirde başarısızlığa sürükleyebilir.

Şu halde kriz ülkede yalnızca “zaten kötü yönetilmekte olan”ları ayıklamakla kalmaz ve gerçekte mali yapısı sağlam finansal firmaları da başarısızlığa düşürebilir. Finansal sektörde gerçekte sağlam finansal firmaların da paniğin başlaması ile birlikte başarısızlığa düşmesi; “sağlam” yatırım projelerinin finansmanında kullanılmak üzere böyle firmaların önceden vermiş oldukları kredileri geri çağırılmalarına ya da sonradan verecekleri ödünçleri verememelerine götürür. Bu, reel sektörde “sağlam” yatırımların gerçekleşmemesine veya akim kalmasına yol açacaktır. Halbu ki panik olmasaydı reel sektörde sözkonusu “sağlam-kaliteli” yatırımlar,

^(*) Krize müdahale edilmesi gerekip gerekmediği üzerine tartışma için örneğin bak., Kindleberger (1978), s.221.

^(**) Bu yönde literatürde kuvvetli bir görüş vardır. “Kendiliğinden vaki” (self-fulfilling) krizlerin vuku bulmasının mümkün olduğu “üçüncü nesil kriz yaklaşımınca, ikinci nesil para krizi teorilerince paylaşılan ortak bir görüştür. Yine ikiz kriz literatürü de bu konuda aynı yönde düşünmektedir.

³⁷³ Friedman ve Schwartz (1963).

ekonominin uzun vadeli dengelerini olumlu yönde etkileyecek niteliktedir. Bu, ekonominin uzun vadeli makroekonomik dengelerinin, paniğin meydana gelmesi halinde meydana gelmediği ve önlendiği durumdakine göre “olumsuz” etkileneceğini imâ eder.

Buna göre paniğe hem ekonomik ve hem de ahlaki olarak müdahale edilmesine kuvvetli bir gerekçe vardır. Bu durumda sıra ikinci noktaya gelir: Bugünkü krize müdahale, gelecekte bir krizin vuku bulmasını kolaylaştırmaksızın yani kriz zeminini kuvvetlendirmeksizin acaba mümkün müdür?

Arafesinde önlemek veya başladığında durdurmak üzere paniğe müdahalenin gerekli olup olmadığı sorusuna cevap aramaya ikinci noktayı ele alarak devam edilebilir: Bu günkü krize, gelecekte yeni krizler vuku bulmasına zemin hazırlamaksızın “etkin” bir müdahalede bulunulması mümkün müdür?

Aslında bu günkü krize müdahale ve paniğin durdurulması ile gelecekte yeni krizlerin meydana gelmesi bakımından zemini kuvvetlendirme arasında bir mübadele (trade off) olduğu³⁷⁴ hiç değilse bir ölçüde doğrudur. Bugünkü krize müdahale en azından bir ölçüde gelecekte de yeni krizlerin meydana gelmesine davetiye çıkarır yani kriz zeminini kuvvetlendirir.

Ne var ki krize müdahale ekonomik ve ahlaki açıdan gerekli olduğuna göre problem temelde şimdi şu noktada düğümlenmektedir: Paniğin olumsuz etkilerinden sadece “gerçekte^(*) sağlam” finansal firmaların kurtarılması, fakat gerçekte “kötü” firmalardan hiçbirinin kurtarılmayıp çöküşlerine izin verilmesi mümkün müdür? Bir diğer ifadeyle başarısızlıkların ve paniğin yalnızca “zaten gerçekte kötü” olan firmalara münhasır kalması, “kriz öncesi dönemde sağlam firmalara bulaşmaması” sağlanabilir mi, nasıl? Bu, müdahalenin ana hedefi olmalıdır.

Böyle bir müdahale mümkündür. Paniğin önemli ölçüde yalnızca “gerçekte^(**) kötü” olan firmalarla sınırlı tutulması, gerçekte “sağlam” firmalara bulaşmasının önlenmesi yani yalnızca “gerçekte sağlam olan” firmaların kurtarılması mümkündür. Bu başarılabilirse firmalar, eğer kötü olurlarsa gelecekte de kurtarılmayacağını yani ancak iyi olursa gelecekte kurtarılacağını bilir. Bu, bir firmayı mali yapısını sağlamlaştırmaya kısaca iyi olmaya kendisini mecbur hissetmesine dolayısıyla gelecekte nasıl olsa kurtarılacağı düşüncesine kapılıp bel bağlamamasına götürecektir.

Krize müdahalenin sözkonusu ana hedefine tam olarak ulaşabilmesi; müdahale edileceğinde; “gerçekte de sağlam” olan (iyi) ve “gerçekte de sağlam olmayan (kötü)” firmalar arasında “tam bir ayırım yapılabilmesine” bağlıdır. Gerçekte de “kötü olan” firmalar tam olarak ayıklanabilmeli, bunlara yardım edilmemelidir. Bu, krize müdahalenin ana hedefine

³⁷⁴ Mishkin (1999), s.13-4.

(*) kriz öncesi, normal dönemde

(**) kriz öncesi (normal) dönemde de

ulaşabilmesi açısından “etkin ve kuvvetli bir finansal murakabe sistemi”nin varlığını gerektirir. Eğer başta ilki olmak üzere gerek finansal gerekse finans dışı firmaların durumları hem kriz öncesinde hem de kriz esnasında “etkin şekilde murakabe” edilirse ancak, “sağlam olan ve olmayanlar” arasında “tam bir ayrım” yapılabilecektir. Şu halde burada “etkin bir finansal murakabe-düzenleme ve müdahale sistemi”nin varlığı kritik önem kazanmaktadır.

Etkin bir finansal murakabe sisteminin varlığı hem krizde hangi firmaların kurtarılacağı, hem asimetrik bilgi problemlerinin azaltılması, geride kalan firmalara genel güvenin ödünç sahipleri nezdinde sürmesi ve hem de krize müdahalenin ne zaman yapılacağı açısından temel durumundadır.

Literatürde krize müdahale edilirken firmalar arasında “ödeyebilme gücüne sahip” “solvent) fakat likidite krizi içerisinde” olanlar ile “ödeyebilme gücünden mahrum” (insolvent) olanlar arasında tam bir ayrım yapılması, ilkinin kurtarılması ancak ikincisine yardım edilmemesi teklif edilmektedir.

II. FİNANSAL KRİZE KARŞI MUKAVEMET POLİTİKALARI

Finansal krizi önlemek ve finansal krize karşı ekonominin mukavemet kazanması maksadıyla uygulanabilecek politikalar 4 ana başlık halinde ele alınabilir.^(*)

A. SON ÖDÜNÇ VERİCİ MERCİİ

1. Ödünç İçin Bir Son Başvuru Mercii'nin Varlığı

Aslında paniği önlemek veya durdurmak bakımından krize müdahale edilmesi gerektiğini savunmak aynı zamanda “Ödünç İçin Bir Son Başvuru Mercii”nin varlığını savunmak anlamına gelir. Çünkü eğer reel veya finansal sektörde “firmaların kurtarılması” sözkonusu olacaksa bu durumda “kurtarıcı” misyonunu üstlenmek ve ifa etmek üzere^(**) Ödünç İçin Bir Son Başvuru Mercii'nin varlığı zorunludur. “Kurtarıcı” olmadan “kurtarma” olamaz.

Son Ödünç Verici Mercii panik öncesinde paniğin vukûunu önlemek veya vukû bulduktan sonra paniği durdurmak maksadıyla malî sıkıntısı şiddetli ve derinleşmiş fakat piyasa içerisinde artık hiçbir umudu kalmamış olan firmaları genel olarak onlara kredi (likidite) temin ederek kurtarmaktadır. Son Ödünç Verici Mercii firmalara likidite temin ederken^(***) çoğunlukla reeskont penceresini ve bono piyasalarında açık piyasa alımlarını kullanmaktadır.³⁷⁵ Son Ödünç

^(*) Bunlardan sonuncusu diğer 3'üne göre daha spesifik ve özel politikaları içermektedir.

^(**) Son Ödünç Verici Mercii rolü Uyar (2003)'te “bankacılık sisteminde herhangi bir tehacüm ihtimali ortaya çıktığında piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditenin sağlanmasıdır.” şeklinde tanımlanmıştır. (s. 71.)

^(***) Ancak likidite sıkıntısı içerisindeki firmalara fon temin ederken piyasa faizinin üzerinde bir oran yani cezaî faiz uygulanması teklif edilmektedir. [Karabulut (2002, s. 67)] Çünkü Son Ödünç Verici Mercii bir finansal firmayı ihtiyaç duyduğu fonu temin etmesi için öncelikle finansal piyasalara ve özellikle bankalararası ödünç piyasasına sevk etmek zorundadır.

³⁷⁵ Uyar (2003), s. 69.

Verici Merciiin firmaları kurtarmak üzere onlara ödünç kredi sağlamasının en önemli parasal sonucu -piyasada tedavül eden- para stokunun genişlemesidir.

Son Ödünç Verici Merci rolünü kimi kriz tecrübelerinde Merkez Bankaları, kimi kriz tecrübelerinde büyük bankaların oluşturup finanse ettiği özel bir kuruluş^(*) ve kimi kriz tecrübelerinde de Hazine oynamıştır.

Son Ödünç Verici Merci'ye ihtiyaç var mıdır? Bu mesele krizlere müdahale edilip edilmemesi gerektiği ele alındığında tartışılmıştır. Burada ana hatlarıyla tekrar ele alınacaktır.

Son Ödünç Verici Merciiin varlığını savunanların delilleri şu surette sıralanabilir:

İlk olarak panik sadece “sağlam olmayan” firmaları değil, aynı zamanda “sağlam firmaları” da başarısızlığa düşürür. Panik esnasında hem reel hem de finansal sektöre yönelik olarak esen ve panik ile beraber kuvvetli bir kısır döngü oluşturan “genel güvensizlik” fırtınası finansal ve reel sektörde “sağlam firmaları” da yıkar. Paniğin sağlam firmaları da yıkıcı etkisi bankacılık sektöründe^(**) daha kuvvetlidir. Paniğin hem piyasalar, hem finansal ve reel sektörler, hem firmalar hem de ülkeler arasında “bulaşıcı” ve “sıçrayıcı” bir karakteri vardır. Finansal ve reel sektörler, piyasalar ve firmalar arasında paniğin yıkıcılığı “domino taşı etkisi”ne sahiptir. Sağlam olan firmaların kurtarılması, paniğin sağlam firmalara geçişinin önlenmesi ve böylece krizin yol açacağı iktisadi maliyetin^(***) daraltılması gereklidir. Bu, sağlam firmaları kurtarma yani “son ödünç verici merci” misyonunu üstlenecek bir kuruluşun varlığını gerekli kılar.

İkinci olarak panik, finansal ve reel sektörde firmaların blançolarının kötüleşmesi, piyasaların çöküşü, finansal sisteme yönelik genel güvensizliğin artması, reel sektöre yönelik genel güvensizliğin artması arasında pek çok kanaldan ve çok kuvvetli fasit daireler oluşmaktadır. Bu fasit daireler panik ve çöküş süreci ilerlerken gittikçe daha da kuvvetlenmekte, sonuçta panik daha da yayılmakta ve kriz derinleşmektedir. Hem paniğin hem de krizin yayılmaya mütemayil bir tabiatı vardır. Söz konusu fasit dairelerinin müdahale olmaksızın, kendiliğinden ortadan kalkması veya kırılması mümkün değildir. Bu fasit daireler bir bakıma paniğin ve krizin yayılmacı tabiatının sonucudur. Bu münasebetle malî sıkıntıların derinleşip şiddetlenerek paniğin patlamasına yol açması veya panik patlamışsa durdurulması “müdahale”yi ve müdahale edecek bir merciin varlığını^(****) zorunlu kılar.

Son Ödünç Verici Merciiin varlığını ve krize müdahaleyi reddedenlerin delilleri ise şöyle sıralanabilir:

İlk olarak Ödünç Verici Son Merciiin varlığı ve bugünkü krizde kimi firmaları kurtarması hem kurtarılan hem de diğer firmalarda “şiddetli mali sıkıntılarla karşılaştıklarında gelecekte de

^(*) bankalar birliği, finansal yapılandırma şirketi, ...gibi

^(**) bankacılığın tabiatı gereği

^(***) üretim, reel gelir ve istihdam kaybının

^(****) bir son ödünç verici son merciin varlığını.

en sonunda mutlaka kurtarılacakları” beklentisini oluşturup hakim kılmaktadır. “Malî sıkıntıya düşerlerse gelecekte de en sonunda mutlaka kurtarılacakları” beklentisi -en azından bazı firmaları temkinli ve emin adımlarla hareket etmekten alıkoymakta, daha bugünden onları “aşırı, sorumsuz” davranmaya sevk etmektedir. Bu ise gelecekte yeni krizlerin vuku bulmasının zeminini kuvvetlendirmektedir.

Ödünç Verici Son Merciiin varlığı ve “firmaların nasıl olsa gelecekte de en sonunda mutlaka kurtarılacağı” beklentisi bankalar başta olmak üzere finansal ve reel sektör firmalarının “sadece piyasa içi unsurlara bel bağlamak” yerine daha ziyade “piyasa dışı unsurlara bel bağlayıp güvenmelerine” yol açar. Piyasaların bir bütün olarak sadece kendilerine (piyasa içi unsurlara) bel bağlamayıp piyasa dışı unsurlara (Son Ödünç Verici Mercii gibi) bel bağlaması ise hem piyasaların hem de firmaların, finansal ve reel sektörün “sağlam işleme” temayülünü önemli ölçüde ortadan kaldırmaktadır.

Sonuçta Son Ödünç Verici Merciiin yani bir kurtarıcının varlığı ve bugün kimi firmaların kurtarılması, şiddetli malî sıkıntıya düşecek firmaların yarın da mutlaka kurtarılacağına beklenmesi; yeni krizlerin zeminini kuvvetlendirmekte ve onlara götürebilecek süreçlere davetiye çıkarmaktadır.

İkinci olarak “sağlam” ve “sağlam olmayan” firmaların tam olarak ayırt edilebilmesi ve “sadece sağlam firmaların” kurtarılması, çürük ya da çürümeye mütemayil firmalardan hiçbirisinin kurtarılmaması mümkün değildir. Bir diğer ifadeyle “etkin müdahale”nin gerçekleştirilebilmesi imkânsızdır.

Üçüncüsü piyasalar -bir bütün olarak- kriz dönemlerinde de rasyonel işlerler ve münferit herhangi bir aktör ya da kurumdan daha zekîdirler. Bu sebeple piyasalar kendi hallerine bırakıldıklarında krizden çıkış için en uygun^(*) çözümü kendi kendine bulacaklardır. Piyasaların krizden çıkış için bulacağı çözüm, müdahale edecek herhangi bir kurum veya ferdin aklebileceği en iyi çözümden mutlaka daha iyi olacaktır. Sonuç olarak krizden çıkış için en uygun yolu bulma ve uygulama hususunda da hariçten bir kuruma veya aktöre değil sadece piyasaların kendisine güvenilmelidir.

Son Ödünç Verici Merciiin varlığına ve krizlere müdahaleye muhalif olanların yukardaki 3 itirazına şimdi cevap arayalım. son itirazlarından başlanabilir.

Üçüncü itirazları şu şekilde cevaplanıp reddedilebilir:

Gerek piyasalara katılan her aktörün daima rasyonel hareket ettiği ve gerekse piyasaların kendilerinin bir bütün olarak daima rasyonel çalıştığı iddiası, sadece bir ön kabul (peşin hüküm, a priori) ve varsayımdan ibarettir. Bu iddianın realitede geçerliliği, ne isbatlanmıştır, ne de isbatlanabilmesi mümkündür. Çünkü a priori (ön kabul)ler baştan doğru veya yanlış kabul

^(*) hiç değilse daha uygun

edilirler, onlar ne doğrulanabilirler ne de yanlışlanabilirler. Bununla beraber a priori bir paradigmanın (bakış açısının) temel unsurlarını oluştururlar. A priori durumundaki bir iddiayı doğru veya yanlış kabul etmek tamamen bir tercih meselesi olup subjektiftir.

Bir iddianın realitede geçerli olduğunun farz edilmesi ve a priori (ön kabul) alınması o iddianın realitede geçerli olduğunu isbat etmez. İddianın realitede geçerli olduğunun a priori kabul edilmesi başka bir şeydir, o iddianın realitede geçerli olması ise başka bir şey.

Esasen finansal krizlerin tarihi olarak tecrübe edilmesi bile “piyasaların her zaman rasyonel işlediği” iddiasının realitede yanlış olduğunu isbat etmektedir. Bir taraftan iktisadi krizlerin varlığı bile yukardaki iddiayı reddetmeye yeterlidir ve diğer taraftan finansal krizlerin realitede varlığı da inkâr edilemez.

Yine piyasalara giren “her aktörün daima rasyonel hareket ettiği” iddiası aleyhine de kaydedilmiş pek çok tarihi tecrübe vardır.

Şu halde krizler ve krizden çıkış sürecinde piyasaların rasyonel çalıştığı ve her oyuncunun rasyonel hareket ettiğinin ne kesin tecrübî bir delili vardır ne de bu süreçlerde aktörlerin rasyonel hareket edeceğinin ve piyasaların rasyonel çalışacağına teminatı vardır. Bu sebeple krizden çıkış sürecinde de piyasaların rasyonel çalışacağını ve en iyi çıkış yolunu yine piyasanın kendisinin bulacağını kabul etmek -tecrübî olarak- mesnetsizdir. Krizden çıkış için piyasanın bulacağı yolun herhangi bir harici aktörün ya da kurumun akledip bulabileceği yoldan mutlaka daha doğru olacağını düşünmek, piyasa harici bir aktörden veya kurumdan ziyade mutlaka piyasanın kendisine güvenmek için bir gerekçe yoktur.

İkinci itirazları şu şekilde cevaplanıp reddedilebilir:

Etkin (başarılı) müdahale yapılabildiğine dair kaydedilen tarihî örnekler vardır. Diğer taraftan tarihte kaydedilen başarısız müdahale tecrübeleri de mevcuttur. Ancak başarılı müdahale örneklerinin varlığı krizlere başarılı şekilde müdahale etmenin genel olarak mümkün olduğunu ifade eder.

Kindleberger’e göre, sonrasında anlaşıldığına göre sağlam olan fakat kurtarılmadığı için vuku bulan panik ve çöküş neticesinde iflas etmiş firmalar da buna mukabil sağlam olmadığı halde kriz sürecinde kurtarılan ve kurtarıldığı için ayakta kalan fakat bir sonraki krizde tekrar iflas eden firmalar da vardır.

Kindleberger Ödünç İçin Son Başvuru Merciiinin mevcut olduğu ve müdahale ettiği krizlerin; Ödünç İçin Son Başvuru Merciiinin mevcut olmadığı ve müdahaleye maruz kalmayan krizlere nazaran “daha kısa ömürlü” olduğunu iddia etmektedir.³⁷⁶

³⁷⁶ Kindleberger (1978) (Ç. 2004), s. 285. Ödünç İçin Son Başvuru Mercii varsa müdahale ustalıklarla yapılmamış olsa bile Kindleberger’e göre panik anlık, geçici, daha kısa ömürlü ve ayrı ayrı olaylar suretinde cereyan etmektedir. Böyle bir durumda ekonomi; kısa bir müddet yavaşlamakta ve çoğunlukla yaklaşık 2 yıllık bir toparlanma-ıslah dönemi sonrasında kriz öncesi normal trendine dönmekte; kısaca krizden çıkış yaklaşık 2 yıl

Ekonomide hem reel sektöre hem de finansal sektöre ve özellikle bankacılık sektörüne yönelik “etkin bir murakabe sistemi” kurulabilirse kriz sürecinde dahi “sağlam-sağlam olmayan firmaları” müdahaleden sorumlu merciiin ayırd etmesi ve sadece “sağlam” olanları kurtarması önemli ölçüde mümkün olur.

Muhaliflerin ilk itirazları şu şekilde tartışılabilir:

İlk itiraz bir dereceye kadar haklılık payına sahiptir. Gerçekten bugünkü krizden kimi firmaların kurtarılması firmaların “nasıl olsa” gelecekte de kurtarılacakları beklentisini oluşturmakta, bu beklenti kimi firmaları kendilerini mali sıkıntıya düşürebilecek şekilde aşırı, sorumsuz surette hareket etmeye sevk etmektedir. Bugünkü krizde finansal piyasalara “kurtarıcılar”ın gelmesi piyasaların gelecek krizlerde de kurtarıcılar geleceğini beklemesine, piyasa içi unsurlara değil piyasa dışı kurtarıcılara bel bağlamasına yol açmaktadır. Sonuçta piyasalar sağlam çalışmamakta, piyasa dışı kurtarıcılara bel bağlayıp güvenerek rehavete kapılmaktadır..

Bu itiraz ancak, bugünkü krizlerde “çürük firmalar” da kurtarılıyor ise ve kurtarıldığı ölçüde doğrudur. Bir diğer ifadeyle firmalar gelecekte de “nasıl olsa” yani “malî yapıları ister sağlam isterse çürük veya çürümeye mütemayil olsun en sonunda mutlaka” kurtarılacaklarını beklerlerse sözkonusu itiraz haklıdır. Piyasalarda “firmaların gelecekte de -isterse mali yapıları çürük olsun- nasıl olsa kurtarılacakları beklentisi” hakim olursa ve hakim olduğu ölçüde; aşırı riskli, sorumsuz davranan firmalar artar ve piyasalar rehavete kapılır.

Tartışma aslında “nasıl olsa kurtarılacakları” tabirinde düğümlemektedir. “Çürük de olsalar firmaların gelecekte nasıl olsa kurtarılacakları” beklentisi piyasalarda ne ölçüde hakim olur? “Firmaların çürümüş olsalar da gelecekte de nasıl olsa kurtarılacaklarından emin olmaları” nasıl ortadan kaldırılabilir? “Çürük de olsalar gelecekte de firmaların nasıl olsa kurtarılacakları” beklentisinin piyasalardaki hakimiyeti kırılmaz mı, kırılabilirse nasıl ve ne ölçüde? Piyasalar ve piyasa aktörü durumundaki firmalar gelecekte eğer çürük iseler asla kurtarılmayacaklarından, “ancak ve ancak sağlam iseler kurtarılacaklarından” nasıl emin kılınabilirler?

Çünkü bir firma bugün kendisi veya başkaları kurtarılmış olsa dahi gelecekte eğer mali yapısı çürük iken asla kurtarılmayacağına, kendisi için asla bir kurtarıcı gelmeyeceğine tam olarak inanırsa çürümeye, sorumsuz, aşırı riskli hareket etmeye kesinlikle cesaret edemez. Zira böyle bir firma çürümüş olursa gelecekte bel bağlayabileceği bir kurtarıcı olmayacağını bilir.

“Firmaların gelecekte de mali yapıları sağlam olsun veya olmasın nasıl olsa kurtarılacakları” kanaatini ortadan kaldırmak, hiç değilse önemli ölçüde zayıflatmak üzere çözüm yolları mevcuttur. Bu çözüm yolları 4 grup halinde sıralanabilir:

sürmektedir. 1873, 1882, 1890, 1921 ve 1929 krizlerinde Son Ödünç Verici Mercii yoktu ve krizlere önemli ölçüde müdahale edilmedi. Bu sebeple bu krizler daha şiddetli ve uzun ömürlü oldular.

İlk olarak kurtarıcının gelecekte hangi merci olacağı, tam zamanında gelip gelmeyeceği, kurtarıma şartlarını değiştirip değiştirmeyeceği gibi hususlarda belirsizliklere yer verilir (kriz öncesi dönemde). Böylece, bilinçli olarak firmaların gelecekte kurtarılmama riskiyle de pekâla karşılaşabileceklerini, malî yapıları sağlam iseler kuvvetle muhtemelen kurtarılabileceklerini, fakat “sağlam olsalar bile, kendisinin kurtarılabileceğinin yine de %100 garanti olmadığını” düşünmeleri sağlanmaya çalışılır.

İkinci olarak kurtarıma kurallarıyla oynanılır. Bazen sadece en büyüğün iflasına izin verilmez ve o kurtarılır. Bazen de ikinci en büyüğün kurtarılmasına karar verilir. Bundan maksat muayyen bir firmanın; en büyük mü, 2. en büyük mü olacağı, bunlardan hangisinin kurtarılabileceğinin kararlaştırılacağı daima müphem kalacağından gelecekte kurtarılabileceğinden “emin olmamasını” sağlamaktır. Buna karşılık hiçbir firma da -malî yapısı sağlam olmak şartıyla- gelecekte de kurtarılabileceğinden ümidini tamamen kesmemelidir.

Üçüncü olarak müdahale edileceği (kurtarıcı geleceği), hangi firmaları kurtaracağı normal (kriz öncesi) dönemlerde ilân edilmez. Bu hususlar ne çok erken ne de çok geç değil, tam zamanında yani *öncü paniğin hemen arafesinde veya öncü panikten hemen sonra* ilân edilir. Müdahale mercii bu husustaki kararlarını kesinleştirmiş olsa bile tam vakti gelinceye kadar ilân etmeyip sır olarak tutar.

Dördüncü olarak etkin murakabe sistemi kurulduğunda bu sayede sağlam-çürük firmalar Murakabe, Düzenleme ve Müdahale Merciiince hemen hemen tam olarak ayırd edilebilir. Bugünkü krizde, bu ayırım yapılarak “sadece sağlam” firmalar kurtarılabilebilir, “çürüklerin” batmasına ise izin verilir. Şimdi (bugün) yaşanan böyle bir tecrübe firmaların, gelecekte “çürük” olurlarsa asla kurtarılmayacaklarına tam olarak kanaat getirmelerine yol açar. Bugün yaşanan böyle bir tecrübe “firmaların gelecekte de nasıl olsa (malî yapıları isterse çürük olsun) kurtarılabilecekleri” beklentisini yıkar. Sonuçta bu mahiyette tecrübeler^(*) firmaları çürümeye cesaret etmekten önemli ölçüde alıkoyar. Böyle tecrübeler piyasaları rehavete kapılmaktan vazgeçirir ve önemli ölçüde piyasa içi unsurlara bel bağlamaya, piyasa dışı unsurlara (kurtarıcılara) güvenmemeye sevk eder.

2. Ödünç İçin Son Müracaat Merciiin Hangi Firmaları Kurtaracağı Meselesi

Prensip olarak “sağlam” firmalar kurtarılmalı, sağlam olmayan firmalar kurtarılmamalıdır.

Fakat hangi dönemde “sağlam” olan firmalar kurtarılabilecektir? Öncü panik veya müteakip panikler vuku bulduğu dönemde de halâ “sağlam kalabilmiş” firmalar mı? Yoksa öncü panik ve sonrasında sağlam kalamamış, fakat öncü panik öncesinde “sağlam” olan firmalar mı?

^(*) çürük firmaların batmasına izin verilmesi suretindeki hadiseler

Aslında burada müdahalenin öncü paniğin vukuundan evvel yapılması önem kazanmaktadır. Burada öncü paniğin vukuunu önlemenin, vuku bulduktan sonra öncü paniği ve müteakip panikleri durduraktan hem daha kolay hem de daha yerinde olduğu açığa çıkıyor. Öncü panik patlamadan önce müdahale edilmişse “sağlam firmaların” kurtarılması, fakat “çürüklerin” kurtarılmaması kuralı esas alınmalıdır.

Öncü panik başladıktan sonra müdahale edilecekse^(*) hangi firmaların kurtarılacağı zor bir husustur. Çünkü öncü panik arafesinde “sağlam” olan kimi firmalar da öncü panik patladıktan sonra büyük bir ihtimalle “sağlam kalamayacak”, çürümeye başlamış olacaktır. Halbu ki böyle firmalar öncü panik hiç patlamamış olsaydı “sağlam” firmalar olarak kalacaklardı. Dolayısıyla böyle firmalar hem öncü paniğe sebep de olmamışlardır, hem de öncü panik sonrasında sağlıklarını kaybetmelerinin sorumlusu kendileri değildir. Şu halde gerçekte suçsuz olan böyle firmalar da kurtarılmalıdır. Bu, öncü panik patladıktan sonra müdahale edildiğinde hangi firmaların kurtarılacağına karar vermeyi zorlaştırmaktadır.

Müdahale öncü panik patlak verdikten sonra yapılacak olsa da hangi firmaların kurtarılacağını bir kıstasa bağlamak hem gereklidir ve hem yine de mümkündür. Öncü panik patlamadan hemen önce “sağlam” olan firmalar, isterse öncü panik patladığında “sağlam” kalamayıp çürümüş olsunlar, kurtarılmalıdırlar. Öncü panik patladıktan sonra müdahale edileceğinde ilk grup olarak halâ “sağlam kalabilenler”, ikinci grup olarak yine öncü panik arafesinde “sağlam” iken öncü panik sonrasında “sağlamlığını muhafaza edememiş olan” firmalar kurtarılmaya müstahaktır ve kurtarılmalıdır. Buna mukabil öncü panik arafesinde de sonrasında da “çürük” olan firmalar kurtarılmayı hak etmemektedirler ve kurtarılmamalıdır.

Öncü panik sonrasında “çürük” firmalardan hangilerinin öncü panik arafesinde de çürük olduğunu, hangilerinin de öncü panik arafesinde sağlam iken sonrasında çürük hale düştüğünü tesbit edebilmek ancak “etkin bir murakabe” sistemi var ise mümkündür.

Panik sonrasında müdahale edileceğinde çürük bir firmanın panik arafesinde de çürük olup olmadığını tesbit etmek için örneğin firmanın aktiflerinin ve maddi teminatlarının^(**) panik öncesi^(***) fiyatlar üzerinden değeri dikkate alınabilir.

Firmaların malî yapılarının sağlam olması ile “kredibilite”leri^(****) arasında kuvvetli ve doğrudan bir münasebet vardır. Bir firmanın kredibilitesi mali yapısının sağlamlık derecesi (borçlarını geri ödeyebilme gücü) ve borçlarını ödemeye niyeti (borçlarına sadakati) tarafından tayin edilir. Şu halde “kredibilite” firmanın “sağlam” olmasının daha muayyen ve somut tezahürüdür. Bu münasebetle kurtarılacak firma için “sağlamlık” şartının aranması aynı

(*) ki aslında geç kalınmıştır,

(**) elinde teminat olarak tuttuğu özel sektör işletme bonolarının, hazine tavillerinin, ... vb.

(***) finansal piyasalarda henüz hızlı fiyat düşüşü başlamamışken mevcut

(****) alacakları kredileri/ödünçleri vadeleri geldiğinde geri ödeyebilmelerine inanılması/güvenilmesi ve bu inanç sebebiyle kredi taleplerinin kabul görme derecesi

zamanda “kredibilite” şartının aranmış olması anlamına gelmektedir. Sağlam olmayan bir firmanın kredibilitesinin iyi olması zira mümkün değildir.

Müdahale öncü panik arafesinde yapılıyorsa müdahale esnasında kredibilitesi yeterli yani sağlam firmalar kurtarılmalıdır sadece. Müdahale öncü panik patladıktan sonra yapılıyorsa sadece müdahale zamanında değil, öncü panik arafesinde de kredibilitesi yeterli (sağlam) firmalar kurtarılmalıdır, isterse bunlardan kimileri müdahale zamanında^(*) kredibilitesini kaybetmiş^(**) olsun.

Kurtarılması gereken firmaları tesbit etmek bakımından bir diğer mesele “sağlam maddî teminat getirilmesinin” kıstas kabul edilip edilmeyeceğidir.

Yeterince kredibl firma yeterince sağlam olmak zorundadır. Dolayısıyla böyle bir firma ödünç talep ederken sağlam maddî teminatlara yeterli miktarda sahip olup talep edildiğinde arz edebilir. Sağlam bir firmanın aktiflerinin ve borçları karşılığındaki maddî teminatlarının şimdiki değeri -normalde- yeterince yüksektir. Bu münasebetle firmanın gösterebileceği maddî teminatlarının keyfiyeti ve değeri ile kredibilitesi arasında da kuvvetli ve doğrudan bir münasebet vardır. Sağlam ve yeterli maddî teminatlar gösterebilmesi firmanın kredibilitesinin önemli bir unsurudur.

Müdahale öncü panik öncesinde yapılıyorsa kurtarılacakları tesbit ederken firmalardan “yeterli ve sağlam maddî teminatlar” getirmeleri şartı aranmalıdır. Çünkü yeterince sağlam ve tabiatıyla de kredibl bir firma^(***) yeterli ve sağlam teminatlara sahip olup istenildiğinde sunabilir.

Müdahale öncü panik sonrasında yapılıyorsa firmanın “maddî teminatlarının” müdahale zamanında değil öncü panik öncesinde sağlam ve yeterli olup olmadığı kıstas alınmalıdır. Çünkü öncü panik ve müteakip panikler bono ve hisse senedi fiyatlarında keskin düşüşe yol açar, bu da firmaların bono, hisse senedi cinsinden maddî teminatlarının hem sağlamlığının kaybolmasına hem de değerinin hızla azalmasına sebep olur. Yani maddî teminatların sağlam ve yeterli kalabilmesi öncü ve müteakip paniklerin önlenmesine bağlıdır.

Müdahale öncü panik sonrasında yapıldığında kurtarılmasına karar verilecek firmalar için müdahale zamanında^(****) dahi elinde örneğin hazine bonusu gibi yeterli ve sağlam maddî teminatı bulunduran firmalarla ilgili olarak bir zorluk ve karışıklık yoktur, böyle firmaların zaten kurtarılacağı âşikardır.

Fakat müdahale öncü panik sonrasında yapılıyorsa kurtarılacak firmalarla ilgili karar verilirken firmaların gösterdikleri maddî teminatlar müdahale zamanında^(*****) sağlam ve yeterli

(*) öncü panik sonrasında

(**) sağlamlığını koruyamamış

(***) özellikle finansal firma

(****) öncü panik sonrasında

(*****) o anki piyasa rayici ve şartları itibarıyla

olmasa bile, sözkonusu maddi teminatların öncü panik öncesinde yeterli ve sağlam olup olmadıkları nazarı dikkate alınıp ölçüt kabul edilmelidir. Eğer sözkonusu maddi teminatlar, müdahale zamanında yeterli ve sağlam olmasalar bile, öncü panik öncesinde sağlam ve yeterli iseler, firma yine kurtarılmalıdır.

3. Ödünç Verici Son Merciiin Ne Zaman Gelmesi Gerektiği Meselesi

Son Ödünç Verici Mercii kurtarmaya ne çok erken, ne de çok geç değil “tam vaktinde” gelmelidir.^(*) Fakat “tam vaktinde” tabiri subjektif ve muğlâk bir cevaptır.

Son Ödünç Verici Merciiin kurtarmaya gelmesi itibarıyla ideal zaman nedir? İdeal müdahale zamanı “*öncü paniğin hemen arafesi*”dir. Çünkü bir panik dalgasını önceden önlemek vuku bulmaya başlamış bir panik dalgasını durduraktan veya hafifletmekten hem maliyeti hem de kurtarılacak firmaların hangileri olacağına karar vermek bakımından daha kolaydır.

İdeal müdahale zamanının geldiğini fark edebilmek bakımından “etkin bir finansal murakabe sistemi”nin varlığı şarttır. Çünkü firmaların malî durumları dinamik olarak takip edilmelidir.

Eğer öncü panik patlak vermişse müdahale ne kadar erken olursa o kadar iyidir.^(**)

Müdahalenin erken yapılmış olması, sonradan telâfi edilebilir ve geç yapılmış olmasına göre daha az mahzurludur.

Bankacılık paniklerinde ideal müdahale zamanı bono ve hisse senedi piyasaları açısından bono ve hisse senedi fiyatlarının hızla düşmeye yani firmaların piyasalara hisse senedi ve bono arzının bir dampinge dönüşmeye tam başladığı andır.

4. Kurtarılacak firmaların kamuoyuna ilân edilip edilmemesi

Müdahale mercii, hangi firmaların kurtarılacağını kararlaştırdıktan dolayısıyla da hangi firmalarda ödünçleri bulunanların ödünçlerini geri alabilecekleri ve hangi firmalarda bulunanların ise ödünçlerini geri alamayacakları kesinleştikten sonra bunu kamuoyuna ilân etmeli midir?

Burada sağlam dolayısıyla da malî sıkıntı içerisinde olsalar dahi kurtarılacak firmalarda ödünçleri bulunanların ödünçlerinin âkıbetiyle ilgili olarak “tedirginlik ve endişeye düşmelerine mâni olunması” hedeflenmesi gereken en önemli husustur. Ödünçleri sağlam ve kurtarılacak firmalarda bulunanların tedirginliğe düşmekten korunmaları ve böylece ödünçlerini tahsil için firmalarına tehacüme geçmelerinin önlenmesi maksadı, hareket noktası alınmalıdır.

^(*) Son Ödünç Verici Mercii müdahaleyi tam vaktinde değil, daha erken yaparsa para arzının aşırı genişlemesine yol açabilir. Müdahalede aksine geç kalınırsa bu defa da kriz yaygınlaşarak kuvvetli bir dalgaya dönüşmüş olacaktır. [Karabulut (2002), s. 61, Uyar (2003), s. 72]

^(**) Bu durumda müdahale mümkün olduğu kadar erken yapılmalıdır.

Öncü panik patlak vermeden müdahale edilecekse ödünçleri sağlam ve kredibilite sahibi firmalarda bulunanlar, yaygın şekilde ve şiddetli bir tedirginliğe büyük bir ihtimalle henüz düşmemişlerdir.

Kredibilitesiz ve sağlam olmayan firmalar ise ödemelerini önemli ölçüde aksatmaya başlamışlardır. Dolayısıyla “tedirginlik” öncü panik öncesinde henüz önemli ölçüde sadece ödünçleri sağlam olmayan firmalarda bulunanlar arasındadır.

Bu durumda öncü panik arafesinde hangi firmaların kurtarılmayacağı, hangilerinin kurtarılacağı kamuoyuna ilân edilir ise bu, sağlam ve kurtarılacak firmalarda ödünçleri bulunanları bir ölçüde tedirginliğe ve tehacüme sevk edebilir. Çünkü, böyle ödünç sahipleri piyasalarda batacak firmaların varlığından yani piyasaların bir krizle karşı karşıya kalacak kadar şiddetli ve derin malî sıkıntı içerisinde olduğundan büyük ihtimalle sözkonusu “ilân” sayesinde haberdar olacaklardır. Böyle ödünç sahipleri kendi firmalarının sağlam olduğu veya kurtarılıp borçlarının ödeneceği taahhüdüne inanmayabilirler ve endişeye kapılabilirler.

Öncü panik patlak verdikten sonra müdahale edilecekse sözkonusu “ilân” yapılmalıdır. Çünkü öncü panik, ödünçleri sağlam ve kurtarılacak firmalarda bulunanlarda da şiddetli ve kuvvetli bir tedirginlik artık meydana getirmiştir. Böyle ödünç sahiplerinin tedirginliğinin giderilmesi gerekir ve bu açıdan müdahale merciinin “ilân”ı inandırıcı ve bir takvim eşliğinde olmak, kurtarılmaya muhtaç olmayan firmaların hangileri olduğuna açıkça^(*) yer vermek şartıyla son derece yerinde olur. Böyle bir ilân tedirginliğin sağlam firmalarda ödünçleri bulunan alacaklılara sıçramasını veya sıçramış olsa bile tedirginliğin böyle alacaklılar arasında kuvvetlenmesini, inandırıcılığı derecesinde önleyecektir.

Müdahale merciinin sözkonusu ilânı sağlam olmayan ve kurtarılmayacak firmalarda ödünçleri bulunan alacaklılar nezdinde ise tedirginliği ve paniği, hiç şüphesiz, daha da artıracaktır. Dolayısıyla sözkonusu ilân, alacaklılarının tehacümünü artıracığı için kurtarılmayacak firmaların daha çabuk iflas etmelerine yol açacak yani böyle firmaların alacaklıları nezdinde paniği hızlandıracak, fakat diğer taraftan da daha kısa ömürlü kılacaktır.^(**) Paniğin bu anlamda hızlandırılması ve kısa ömürlü olması ekonominin yeniden toparlanma sürecine girmesi itibarıyla arzu edilen bir durumdur.^(***)

(*) isim olarak

(**) Aynı miktar panik saldırısının zamana yayılmasını önleyip daha kısa peryotta gerçekleşmesine götürecektir.

(***) Bununla beraber Müdahale merciinin kurtarılmayacak firmaları ilânda listeye alabilmesi pratikte son derece zordur ve Müdahale mercii bu hususta başta siyasi olmak üzere muhtemelen çok şiddetli baskılara maruz kalacaktır. Bu baskılar sebebiyle Müdahale merciinin tarafsızlığı gölgelenebilir.

5. Kurtarma Şekli

Kurtarma şekli esas olarak 4'e ayrılabilir. Bunlardan ilki açık piyasa satın alımları, ikincisi iskonto işlemleri,^(*) üçüncüsü müdahale merciinin firmanın borçlarının ödeneceğine teminat vermesi, dördüncüsü firmanın müdahale merciinin garantörlüğünde kendi nâmına bonolar ihraç edip bunları borçlarıyla takas etmesine izin vermektir.

Firmaların kurtarılmasıyla ilgili olarak pratikte en işler olan yollar açık piyasa satın alımları ve iskonto işlemleridir.

İlk 2 yol para arzı üzerinde genişlemeye yol açacaktır. Para arzında genişlemeye yol açmamakla beraber diğer 2 yolun alacaklılar nezdinde tedirginliği yok etme ve kabul görme kabiliyeti düşüktür.

B. KRİZİ ÖNLEMELİK İTİBARIYLA TERCİH EDİLECEK KUR SİSTEMİ MESELESİ

Sabit kur sisteminin varlığı kriz zeminini kuvvetlendiren,³⁷⁷ firmaların finansal kırılabilirliklerini artıran önemli bir unsurdur. Çünkü sabit kur sisteminin varlığı, diğer bazı unsurlar da var olmak şartıyla, hem hanehalklarının, hem ulusal ve uluslararası finansal araçların, hem de finansal ve reel sektör firmalarının döviz cinsinden aşırı borçlanmalarına yol açmaktadır. Böylece sabit kur sistemi, döviz cinsinden aşırı borç yükü altına girmeleri sebebiyle, firmaların malî yapılarını kur artışı riskine açık hale getirmektedir. Döviz cinsinden aşırı borç yükü altına girmekle firma aşırı risk (kur riski) üstlenmiş olmaktadır.

Sabit kur sistemi carî iken para otoritesinin geleceğe dair kur seviyesi taahhütleri sebebiyle firmalar, fertler döviz cinsinden aşırı borçlanma yoluna gitmektedirler. Para otoritesinin ilân ettiği kur seviyesi taahhüdüne sadık kalacağına yani sabit veya ilan edilen kurun korunacağına dair inancın kuvvetliliği derecesinde firmalar ve fertler döviz cinsinden - aşırı- borçlanmakta bir mahzur ve risk görmezler. Bir diğer açıdan döviz cinsinden aşırı borçlanmakla aşırı risk üstlenmiş olan firmalar, para otoritesinin kur taahhüdüne güvendikleri ölçüde üstlenmiş oldukları riskin varlığını kavrayamazlar.

Sabit kur, ulusal paranın aşırı değerlenmesi üzerinden uluslararası finansal fonların ülkeye girişine finansal aracılığı cazip kılmaktadır. Yurtiçi finansal aracı kuruluşlar, sabit kur altında, döviz cinsinden ve kısa vadeli olarak uluslararası piyasalardan borçlanmakta, topladıkları ödünç fonları ulusal paraya çevirerek ulusal para cinsinden uzun vadeli ve yüksek faizli kredi olarak vermektedirler. Finansal aracı kuruluş burada merkez bankasının kur taahhüdüne güvenerek bir taraftan kur riski altına girmekte, diğer taraftan ulusal para cinsinden verdiği ödünçlerden

(*) Firmaların kurtarılmasıyla ilgili bir diğer müdahale şekli olarak firmaya cezaî yani piyasa faizinin üzerinde bir orandan likidite sağlanması teklif edilmektedir. [Karabulut (2002), s. 60]

yüksek getiri elde etmektedir. Aracı kuruluş finansal aracılıktan ayrıca, ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlendirilmesi durumunda bu sebeple de kazanç elde etmektedir.

Sabit kur sisteminin varlığı altında uluslararası ödünçlerin girişine finansal aracılığın cazip olması ayrıca ülkeye kısa vadeli, döviz cinsinden finansal sermaye girişini artırmaktadır. Bu, yurtiçi piyasalarda finansal fon bolluğuna götürmektedir. Yurtiçi piyasalarda aşırı finansal genişleme ise ahlaki tehlike problemlerini artırma üzerinden reel sektörde fonların yüksek kârlı fakat aşırı riskli yatırım projelerine kanalize olmasına ve yatırımların ortalama kalitesinin düşmesine yol açmaktadır. Bu, finansal firmaların kredilerinin riskliliğinin artmasını ifade eder.

Uluslararası finansal ödünçlere finansal aracılıkta aracı kuruluşun aktifleri ulusal para cinsinden ve daha uzun vadeli, pasifleri ise döviz cinsinden ve daha kısa vadeli. Dolayısıyla finansal aracı kuruluşun mevduatları ile kredileri ya da blançolarında aktifleri ile pasifleri arasında hem para birimi hem de vade yapısı itibarıyla “tutarsızlık” artmaktadır. Döviz cinsinden kısa vadeli olarak aşırı borçlanmaları ve büyük miktarda döviz pozisyon açıklarına sahip bulunmaları finansal ve reel sektör firmalarının blançolarını beklenmedik bir döviz kuru artışının olumsuz etkilerine daha açık kılmaktadır. Çünkü döviz kuru yükseldiğinde krediler aynı kalırken döviz cinsinden mevduatların ulusal para cinsinden değeri ve reel yükü artacaktır. Bu süreç, finansal sistemin kırılma eğilimini ve uluslararası illikiditesini artırarak gerek finansal sistemi ve gerekse tüm ekonomiyi dış şoklara, uluslararası kreditor paniklerine daha açık hale getirmektedir.

Döviz cinsinden aşırı borç yükü altına girenler niçin aşırı risk almış ve finansal yapıları bilhassa kur artışı riski karşısında son derece kırılma halde olmaktadır?

Döviz kuru yükseldiğinde döviz cinsinden mevcut borçların yurtiçi para cinsinden değeri ve reel yükü artacaktır. Döviz cinsinden borçlara sahip olanlar da döviz kuru yükselirse döviz cinsinden mevcut borçlarının reel yükünün artacağını bilirler. Döviz cinsinden borcu olanlar, kurun yükseleceğini beklediklerinde kendi döviz cinsinden borçlarının reel değerinin de artacağını beklerler. Bu sebeple kur henüz ya da daha fazla yükselmeden^(*) kurda yükseliş beklediklerinde döviz cinsinden borcu olanlar bir an önce döviz cinsinden borçlarını kapatmak üzere harekete geçerler. Döviz cinsinden borcu olanların bu tür borçlarını öderken ödeme aracı olarak dövize ihtiyaçları artar ve bu, döviz talebinin artmasına, döviz arzı veri iken de döviz kurunun yükselmesine yol açar. Aslında kurun yükseleceği beklentileri, ancak bizzat kendisinin varlığı sayesinde ve neticesinde, realitede gerçekleşmiş; böylece kurun yükseleceğini bekleyenler, gerçekte bizzat böyle bir beklentiye sahip olmaları sebebiyle, haklı çıkmış olurlar. Sonuçta döviz cinsinden borcu olanlar döviz kurunun yükseleceğini beklediklerinde bir an önce

³⁷⁷ Literatürde bu görüşü paylaşan pek çok çalışma vardır. [örneğin Chang ve Velasco (1998a,b,c), Mishkin (1999), Krugman (1998b,1999)].

^(*) dolayısıyla da kendi borçlarının ulusal para cinsinden değeri henüz ya da daha fazla artmadan

borçlarını kapatabilmek maksadıyla ödeme aracı olarak gerekli dövizi temin etmek için dövize hücum ederler.

Şu halde döviz cinsinden borcu olanlar döviz kurunun yükseleceği beklentisi doğar doğmaz dövize hücum etmeye hazırdırlar. Gerçekten döviz kurunun yükseleceği beklentisi ortaya çıktığında,^(*) döviz cinsinden borçlu olanlar dövize karşı spekülâtif saldırıya geçen spekülâtörler yanında yer alıp dövize hücum edenler kervanına katılacaklardır.

Diğer taraftan kurun yükselmesi daha önceden teşekkül etmiş ve kurun yükseleceği istikametindeki beklentiyi doğrular ve daha da kuvvetlendirir. Kurun yükseleceği beklentisi tekrar dövize hücumu, dolayısıyla da tekrar kurun yükselişi temayülünü kuvvetlendirir; böylece kurun yükseleceği beklentisinin kuvvetlenmesi, dövize tehacüm ve neticesinde kurun yükselmesi arasında gitgide kuvvetlenecek bir fasit daire oluşur.

Bu durumda ekonomide döviz cinsinden borcu olanlar kurun yükseleceği beklentisi ortaya çıktığında dövize hücum edecekler kervanına en ön sırada katılmaya hazır bir kafiye oluşturumaktadırlar. Ekonomide fertler ve firmaların döviz cinsinden borç miktarının yüksek olması, kurun yükseleceği beklentisinin oluşması tehlikesine karşı, sadece fertleri ve firmaları değil aynı zamanda finansal sistemi de daha kırılğan hale getirecektir.

Döviz kurunun yükseleceği beklentisi ortaya çıkıp kuvvetlendiğinde dövize hücum edenler^(**) kervanına katılacaklar döviz cinsinden borçlulardan ibaret değildir. Daha sonraları ve daha az şiddetli şekilde hücum etmekle beraber yurtiçi para cinsinden nakdi, mevduatı, tahvili, hisse senedi olanlar da servetlerinin reel değerini korumak için onları dövize ya da döviz cinsinden aktiflere çevirmeye kalkışırılar. Hatta kısmen de olsa reel servetten bile dövize ve döviz cinsinden aktiflere kaçış gerçekleşebilir.

Kurun yükseleceği beklentisi ortaya çıktığında da olaylar yukarda tasvir edildiği istikamette cereyan eder: Döviz cinsinden borçlular; bir an önce borçlarını kapatmak için harekete geçerler, ödeme aracı olarak dövize ihtiyaç duyarlar, dövize tehacüm ederler, döviz talebi artar, döviz kuru artar. Kur artışı tekrar kurda yükselme beklentilerini kuvvetlendirir,...vb.

Aslında ülke paralarına yönelik spekülâtif saldırıların başarılı olup olamayacağını tayin eden en önemli unsur; kurda yükselme beklentileri doğar doğmaz spekülâtörlerin yanında dövize hücum kervanına katılacak bir kafilenin var ve yeterince büyük olup olmamasıdır. Bir diğer ifadeyle bir ülke parasına yönelik spekülâtif saldırı, o ülkede fertlerin, firmaların kısa vadeli ve döviz cinsinden borçları çok yüksek ise başarıya ulaşabilir, aksi halde ulaşamaz.

“Döviz cinsinden borçlu olanların döviz kuru yükseliş beklentileri ortaya çıkar çıkmaz bir an önce borçlarını kapatmaya kalkışacağı, bunun için de dövize hücumu geçeceği, döviz

(*) Bu, örneğin döviz kurunda yukarıya doğru hareket etme baskısından, para otoritesinin kura dair taahhüdüne güvenin zayıflamasından ortaya çıkabilir.

(**) en azından döviz talep edenler

kurunun yükseleceği, kurun yükselmesinin tekrar kurun yükseleceği beklentilerini tetikleyeceği” gerçeği ekonomide geçerli olan kur sisteminden bağımsız olarak vardır. Sözkonusu senaryo sadece sabit kur sistemi altında değil aslında serbest kur sistemi altında da realitede geçerli olup çalışır. Dalgalı kur sistemine göre sabit kur sisteminde değişen; sabit kur sistemi geçerli iken “döviz cinsinden borçlanma”nın yaygınlaşması yani firmaların, fertlerin döviz cinsinden borç yüklerinin serbest kur sisteminin geçerli olduğu döneme nazaran daha fazla olmasıdır. Bir diğer ifadeyle fark sabit kur sisteminin döviz cinsinden borçlanmayı teşvik etmekte olmasıdır.

Önce genel olarak sabit kur sistemi carî iken fertler, firmalar döviz cinsinden niçin borçlanırlar? Yine yabancı tasarruf sahipleri döviz cinsinden niçin ödünç arz ederler?

Kurun sabitlenmesi gelişmekte olan ekonomilerde ulusal paraya güven kazandırabilmek için ve enflasyonla mücadele çerçevesinde sözkonusu oluyordu.

Gelişmekte olan ekonomilerde yüksek enflasyon tecrübe ediliyordu. Bu, gelecekte beklenen enflasyonun da yüksek olmasına yol açıyordu.

Yüksek enflasyon tecrübesi ilk olarak ulusal para cinsinden ödünç arzını daraltıyor, kimse yurtiçi para cinsinden borç vermek istemiyordu. Bu, yurtiçi para cinsinden borç faizlerinin çok yüksek olmasına^(*) yol açıyordu. İkinci olarak yurtiçi para cinsinden nakit ve finansal aktiflerden^(**) kaçışa götürüyor, yurtiçi para cinsinden nakit ve finansal aktifler yerine döviz ve döviz cinsinden finansal aktifler, altın ikame ediliyordu (döviz ikamesi).³⁷⁸ Bir diğer ifadeyle ulusal para 3 önemli fonksiyonunu^(***) yüksek enflasyon dolayısıyla yerine getiremiyordu. Bu, yurtiçi para (sağlam olmayan para) yerine yabancı paranın (sağlam paranın) ikamesine yol açıyor, ünlü Gresham Kanunu bu kez tersinden işliyordu.³⁷⁹ Döviz ve döviz cinsinden finansal aktifler; hem finansal yatırımcılar ve hatta reel sektör işletmeleri, hem de hanehalkları için yurtiçi para ve bu para cinsinden finansal aktifler karşısında en önemli alternatif yatırım aracına dönüşüyordu. Böylece yurtiçi finansal kaynaklar da yabancı para ve yabancı para cinsinden aktiflere kayıyordu.

Diğer taraftan hem yükselen kur, hem de yüksek faiz hammadde, yarı mamul, ithal mallar ve ücretler üzerinden maliyet enflasyonu şeklinde tekrar enflasyon artışına yol açıyordu. Ayrıca yüksek faiz hazinenin borçlanma faizini artırıyor, borç yükünü, bütçe açığını artırıyor. Yüksek faiz, ekonomik büyümeye büyük bir darbe vuruyordu. Ekonomik kaynaklar döviz, faiz ve bono piyasaları arasında sıkışıp kalıyor; bir rant^(****) ekonomisi doğuyordu.

(*) Serbest piyasa şartlarında zaten mevduat faizleri enflasyonun altında olmaz, kredi faizleri de mevduat faizlerinin üstünde olmalıdır.

(**) serveti enflasyon karşısında erimekten korumak için

³⁷⁸ Kronik halde yüksek enflasyon tecrübe eden elişmekte olan ekonomilerde para ikamesi olgusu için bak., Ertürk (1991).

(***) Paranın klasik fonksiyonları kıymet saklama ve biriktirme, kıymet ölçme, mübadele aracı değildir.

³⁷⁹ Ertürk (1994), s. 73-4.

(****) reel üretim yapmadan para kazanma

Enflasyonu düşürmek ve ekonomik büyüme oranını artırmak için “ulusal paraya itibar ve güven kazandırılması”, dövizden ulusal paraya dönüşmesi gerekiyordu. Yurtiçi para (ve tahvil, hisse senedi) yerine yabancı paraya (ve tahvil, hisse senedi) ikamesinin önü alınmalıydı.

Ödünç piyasalarında ödünç birimi olarak ulusal paraya dönüş ulusal para cinsinden ödünç faizlerini düşürecek ve vadelerini artıracaktır.

Ulusal paraya tekrar güven kazandırılması için hem onun mal ve hizmet karşısında değeri korunmalı ve istikrara kavuşturulmalı (fiyat istikrarı) hem de döviz kuru artışı durdurulmalı veya istikrara kavuşturulmalıydı (kur istikrarı).

Yurtiçi para yerine yabancı para ikamesini önlemek, ulusal paraya itibar ve güven kazandırarak geri dönmek, yurtiçi para cinsinden borç verme temayülünü kuvvetlendirip neticede ulusal para cinsinden ödünç arzını artırmak ve faizini düşürmek maksadıyla makroekonomik politikalar tesbit edildi: Bunlardan ilki döviz kurunun sabitlenmesi yani sabit kur sistemine geçilmesi (kur taahhüdü) idi. Bu, ulusal paranın değerini yabancı paralar karşısında muhafaza edecek ve ulusal paraya yabancı paralar karşısında itibar kazandıracaktı. İkincisi iç fiyat artışının önlenmesi yani enflasyonun düşürülmesiydi. Bu, ulusal paranın değerini mal ve hizmetler karşısında koruyacaktı. Böylece kur ve enflasyon hedeflemesine geçildi.^(*)

Bir ülkede döviz cinsinden borçlanma temayülünün kuvvetlenmesi ve borç yükünün artması hususunda; (a) yabancı ödünç sahipleri, (b) ulusal finansal araçlar, (c) yurtiçi ödünç sahipleri ve (d) yurtiçi ödünç talep edenler olmak üzere 4 aktör vardır. Bu olgu 4 taraf açısından ele alınmalıdır.^(**) Böylece sabit kur sistemi altında “döviz cinsinden borçlar niçin artıyor?” sorusu cevaplandırılmış olacaktır.

Yabancı ödünç sahiplerinin bir ülkeye ödünç arzı iç enflasyon, dış enflasyon, iç faiz, dış faiz, döviz kuru, alternatif ülkelerin finansal sistemlerinin kredibilitesi ve sözkonusu ülkenin finansal sisteminin kredibilitesi tarafından tayin edilir. Yabancıların bir ülkeye ödünç arzı bu değişkenlerin kısmî fonksiyonudur.

Burada finansal sistemlerin kredibiliteleri veri kabul edilecektir.

Yabancı finansal sermaye bir ülkeye genel olarak yüksek faiz, yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal para sebebiyle gelir. Yine burada yabancı ülkede faiz ve enflasyon oranlarının değişmediği varsayılmaktadır.

Yabancı ülkede enflasyon %4, faiz oranı %5 olsun ($P^* = \%4$, $i^* = \%5$). Sözkonusu ülkede ise faiz %12, enflasyon %10, döviz kuru artışı %6 olsun ($P = \%10$, $i = \%12$, $\Delta E = \%6$).

^(*) Enflasyon ve kur hedefleri hem birbirleriyle hem de iktisadî büyüme ile tutarlı olmak zorundadır. Fiyat istikrarı, kur istikrarı ve faiz istikrarı arasında kuvvetli ve doğrudan bir münasebet vardır. Dolayısıyla fiyat, kur ve faiz istikrarından herhangi birisinin gerçekleştirilmesi diğerleri dikkate alınmaksızın mümkün değildir.

^(**) Burada sözkonusu olgu yalnızca (a) açısından ele alınmış, ayrıca (b) açısından duruma kısaca göz atılmıştır.

Elinde 1000 \$ ı olan yabancı aktör, ödünçü dışarıda mı kullanır, yoksa sözkonusu ülkeye ödünç olarak arz eder mi? Döviz kuru başlangıçta (1\$= 1200 TL) olsun. Kur dönem sonunda 1\$= 1272 TL olur. Kur eğer enflasyon oranında artsaydı dönem sonunda 1\$= 1320 TL olurdu.

Yabancı tasarruf sahibi fonu kendi ülkesinde mala yatırsa yıl sonunda 40 \$, faize yatırsa 50 \$ getiri elde eder.

Sözkonusu ülkede yurtiçi paranın değerlenme oranı ($P-\Delta E = \%10 - \%6$ dan) $\%4$ tür. İç faiz-dış faiz farklılığı $\%7$ ($i-i^*$), iç enflasyon-dış enflasyon farkı ise $\%6$ dır (P^*-P den).

Yabancı yatırımcı sözkonusu fonu ülkemize getirip TL cinsinden tutsa ve dönem sonunda \$ a çevirse TL ve \$ bazında dönemlik getirisi ne olur?

Dönem başı $\rightarrow 1000\$ = 1200 \text{ TL} \times 1000 = 1\,200\,000 \text{ TL}$ dir. Bunu dönem boyunca TL olarak elinde tutsa dönem sonunda TL cinsinden kazancı 0 TL olur. Bu yabancı yatırımcı \$ bazında ise dönem sonunda elinde 943 \$ a sahiptir yani 57 \$ kaybetmiştir (kur baskı altında iken). Kur baskı altında olmasaydı yabancı yatırımcı P oranında ($k_i = \Delta E$ olacaktı) zarar edecekti ($1\,200\,000:1320=910\$$ elinde kalacak zarar 90 \$ olacaktır; $-\%9$).

Yabancı ödünç sahibi ödünçünü TL ye çevirir ve mal satın alır, dönem sonunda da o malı satar ve \$ a çevirse ne olur? Elinde $1\,200\,000 + 1\,200\,000 \times \%10 = 1\,320\,000 \text{ TL}$ olur. TL cinsinden 120 000 TL kâr edilir. \$ bazında ise kur baskı altında iken 37 \$ ve kur baskı altında değilken 0 \$ kâr edilir. Bu kişinin elinde \$ bazında dönem sonunda kur baskı altında iken $1\,320\,000:1272 = 1037 \text{ \$}$ ve kur baskı altında değilken $1\,320\,000 : 1320 = 1000 \text{ \$}$ para mevcut olur. Bu durumda ödünç sahibinin kârı yaklaşık $\%4$ tür ($P-\Delta E = \%10 - \%6 = \%4$).

Yabancı ödünç sahibi ödünçünü TL ye çevirir ve faize yatırır TL ve \$ bazında kazancı dönem sonunda ne olur?

$1\,200\,000 + 1\,200\,000 \times \%12 = 1\,200\,000 + 144\,000 = 1\,344\,000 \text{ TL}$ olur dönem sonu elindeki fon.

TL cinsinden kâr 144 000 TL olur.

\$ a çevirdiğinde dönem sonunda bu kişinin elinde kur baskı altında iken $1344\,000:1272 = 1056 \text{ \$}$ ve kur baskı altında değilken $1\,344\,000:1320 = 1010 \text{ \$}$ vardır.

Dolayısıyla bu kişinin \$ bazında dönem sonu getirisi kur baskı altında iken 56 \$ ve kur baskı altında değilken 10 \$ olur.

Şimdi bu tipik örnekte yabancı yatırımcının hangi tercihinin kendisi için rasyonel olduğunu tesbit etmek üzere alternatifleri sağlayacakları getirileri itibarıyla mukayese edelim:

Yukardaki meblağları önce yabancı yatırımcının ülkesindeki enflasyondan arındıralım:

Yabancı yatırımcı TL ye çevirdi ve mal satın aldı, dönem sonunda sattı. Elindeki meblâğ kur baskı altında ise $1037\$ - 1037\$ \times \%4 \cong 1037\$ - 41 \text{ \$} = 996 \text{ \$}$ olur. Ödünç sahibinin ödünçü dönem sonunda reel olarak 4 \$ azalmıştır. Elindeki meblâğ kur baskı altında değilse $1000\$ -$

$1000\$ \times \%4 = 960 \$$ olur. Ödünç sahibinin ödünçü bu kez dönem sonunda reel olarak 40 \$ (%4 oranında) azalmıştır!

Yabancı yatırımcı TL ye çevirdi ve TL cinsinden faize yatırdı. Elindeki meblâğ kur baskı altında ise dönem sonunda $1056 \$ - 1056 \$ \cdot \%4 \cong 1012 \$$ olur. Ödünç sahibinin ödünçü reel olarak 12 \$ (yani %1,2) oranında artmıştır. Elindeki meblâğ dönem sonunda kur baskı altında değilken $1010 \$ - 1010 \$ \cdot \%4 = 1010 \$ - 40,4 \$ \cong 969,6 \$$ olur. Ödünç sahibinin ödünçü reel olarak yaklaşık 30 \$ (yani %3 oranında) azalmıştır!

Burada kullanılan sembollerin anlamları aşağıdaki gibidir:

A : Yabancı ödünç (finansal aracılığa konu olan döviz cinsinden ödünç)

i : Yurtiçi faiz oranı

i* : Yurtdışı faiz oranı

P : İç fiyatlar (yurtiçi fiyatlar) genel seviyesinde artış oranı

P* : Yurtdışı fiyatlar genel seviyesinde artış oranı

E₁ : Dönem başı döviz kuru

E₂ : Dönem sonu döviz kuru

k : Dönem sonu döviz kurunun dönem başı döviz kuruna oranı ($k = E_2/E_1$)

k^y : Döviz kuru artış yüzdesi

θ : Ulusal paranın döviz (\$) karşısında aşırı değerlenme derecesi [$\theta = P - k^y$]

γ : Ulusal paranın döviz (\$) karşısında aşırı değerlenme derecesi ($\gamma = P - P^* - k^y$)

Yabancı, 1000 \$ lık ödücünü değerlendirecektir. Ülkemizde ve ülkesinde değerlendirmesi halinde Nominal getiri”leri (TL ve \$ bazında) mukayese edelim:

	<u>Ülkemiz için:</u>	<u>Yabancı ülke için:</u>
	<p>Enflasyon oranı (P) = %10 Faiz oranı (i) = %12 Nominal döviz kuru artış oranı (ΔE) = %6 Dönem başı döviz kuru; 1 \$= 1200 TL Dönem sonu döviz kuru: 1 \$= 1272 TL (kur baskı altında) 1 \$ = 1320 TL (kur baskı altında olmasaydı) Dönem başında ödücün miktarı (ana ödünç)= 1000 \$</p>	<p>Enflasyon oranı (P*)= %4 Faiz oranı (i*)= %5 Dönem başında ödücün miktarı (ana ödünç)=1000 \$</p>
	<u>Ödünç TL ye çevrilip Ülkemizde Değerlendiriliyor:</u>	<u>Ödünç Yabancı Ülkede Değerlendiriliyor:</u>
<i>Kur baskı altında</i>	<p>(Malın fiyatının P oranında değiştiği varsayılıyor.) <u>Mala yatırırca;</u> getiri→120 000 TL→37\$ (nominal) $1037 : (1+P^*) \cong - 3 \\$ (reel; P* a göre) <u>TL cinsinden faiz için borç verirse;</u> getiri→ 144 000 TL→56 \$ (Nom.) (Nom.) <u>TL cinsinden elde tutsa;</u> getiri→0TL→ - 57 \$ (nom.) $943 \times \%4 = 37\\$ $943 - 37 = 906\\$; $906\\$ - 1000\\$ = \%94 \\$ (Reel; P* a göre)</p>	<p>(Malın fiyatının P* oranında değiştiği varsayılıyor.) <u>Mala yatırırca;</u> getiri→40 \$ (nominal) 0 \$ (reel; P* a göre) <u>\$ cinsinden faiz için borç verirse;</u> getiri→ 50 \$ (Nom.) 10 \$ (Reel; P* a göre) <u>\$ cinsinden elde tutsa;</u> getiri→ 0 \$ (nom.) - 40 \$ (Reel; P* a göre)</p>
<i>Kur baskı altında değil</i>	<p><u>Mala yatırırca;</u> getiri→120 000 TL→ 0 \$ (nominal) - 40 \$ (reel; P* a göre) <u>TL cinsinden faiz için borç verirse;</u> getiri→ 144 000 TL→10 \$ (Nom.) (Nom.) <u>TL cinsinden elde tutsa;</u> getiri→0TL→ - 90 \$ (nom.)</p>	<p><u>Mala yatırırca;</u> getiri→40 \$ (nominal) 0 \$ (reel; P* a göre) <u>\$ cinsinden faiz için borç verirse;</u> getiri→ 50 \$ (Nom.) $9,6\\$ \cong 10 \\$ (Reel; P* a göre) <u>\$ cinsinden elde tutsa;</u> getiri→ 0 \$ (nom.) - 40 \$ (Reel; P* a göre)</p>

Tablo 4.1

Örnek durum 1)

		Ödünç TL ye çevrilip ülkemizde değerlendiriliyor	Ödünç yabancı ülkede değerlendiriliyor
$i^* = \%5$ $P^* = \%4$ $i = \%12$ $P = \%10$ $k^y = \%6$ $\theta = \%4$ $\gamma = \%10$ $E_1 = (1\$) = 1200$ TL $A = 1000$ \$ $E_2 = (1\$) = 1272$ TL (Kur baskı altında)	$\$$ cinsinden dönem sonunda nominal ve reel getiri=?	$\text{Getiri (reel)} = \left[\frac{AE_1(1+i)}{E_2} : (1+P^*) \right] - A$ $= \frac{1000 \cdot (1+\%12) \cdot 1200}{1272} : 1,04 - 1000\$$ $\cong 15,9 \$ \cong 16 \$$	$\text{Getiri (Nominal)} = Ai^*$ $= 50 \$$ $\text{Getiri (reel)} = A (1+i^*) : (1+P^*) - A$ $= \frac{1000 \cdot 1,05}{1,04} - 1000$ $\cong 9,62 \$$
		Ödünç+getiri (reel) $\cong 1016$ \$	Ödünç+getiri (reel) $\cong 1009,62$ \$

Örnek durum 2)

		Ödünç TL ye çevrilip ülkemizde değerlendiriliyor	Ödünç yabancı ülkede değerlendiriliyor
$i^* = \%5$ $P^* = \%4$ $i = \%12$ $P = \%10$ $k^y = \%10$ $\theta = \%0$ $\gamma = -\%4$ $E_1 = (1\$) = 1200$ TL $A = 1000$ \$ $E_2 = (1\$) = 1272$ TL (Kur baskı altında değil)	$\$$ cinsinden dönem sonunda nominal ve reel getiri=?	$\text{Getiri (reel)} = \left[\frac{AE_1(1+i)}{E_2} : (1+P^*) \right] - A$ $= \frac{1000 \cdot 1200 (1+\%12)}{1320} : 1,04 - 1000\$$ $\cong - 21 \$$	$\text{Getiri (Nominal)} = Ai^*$ $= 50 \$$ $\text{Getiri (reel)} = A (1+i^*) : (1+P^*) - A$ $= \frac{1000 \cdot 1,05}{1,04} - 1000$ $\cong 9,62 \$$
		Ödünç+getiri (reel) $\cong 979$ \$	Ödünç+getiri (reel) $\cong 1009,62$ \$
i arttıkça ülkemizde TL cinsinden faiz için borç verilmesi durumunda reel getiri de artmaktadır. Örneğin:			
	i		$\text{reel getiri } (\$ \text{ cinsinden, } \cong)$
	%18		31
	%15		5,2
	%20		49
	%16		14
	%17		23
	%16,22		16

Tablo 4.2

Örnek durum 3)

		Ödünç TL ye çevrilip ülkemizde değerlendiriliyor
$i^* = \%5$ $P^* = \%4$ $i = \%5$ $P = \%4$ $k^y = ?$ $\theta = ?$ $\gamma = -\%4$ $E_1 = (1\$) = 1200 \text{ TL}$ $A = 1000 \$$ $\Delta i = 0; \Delta P = 0$ (Kur baskı altında)	dönem sonunda \$ cinsinden reel getiri= 0 iken k^y ve θ ne olmalı?	$\text{Getiri (reel)} = \left[\frac{AE_1(1+i)}{E_2} : (1+P^*) \right] - A = 0;$ $\frac{AE_1(1+i)}{E_2} : (1+P^*) = A ;$ <p>E_2/E_1 i k olarak tanımlayalım. E_1/E_2 yi $1/k$ buluruz.</p> $\frac{(1+i)}{k} = (1+P^*) \text{ dan;}$ $k = \frac{(1+i)}{(1+P^*)}$ <p>bulunur..</p> $= \frac{(1+\%5)}{1,05} = 1 + \%4;$ $k = \frac{1,05}{1,04} = \frac{105}{104} = \frac{E_2}{1200} \text{ ise } E_2 = 1212 \text{ TL}$ $k^y = \frac{1}{104} = 0,0096$ $\theta = P - k^y$ $\theta \cong \%3,04$

Tablo 4.3

$\Delta i = 0$, $P = P^* = \%4$ olmak şartıyla $\theta = \%3,04$ iken getiri (\$) “0”dır. Bu durumda $\theta > \%3,04$ iken reel getiri (\$) “0”dan büyük olacak, $\theta < \%3,04$ iken reel getiri (\$) negatif olacaktır.

Şu halde $\Delta i = 0$, $\Delta P = 0$ ($i = i^* = \%5$, $P = P^* = \%4$) iken $\theta > \%3,04$ olduğunda; yabancı, ödünç TL ye çevirip ülkemizde değerlendirmeyi rasyonel bulacaktır.

Bu, yabancıların ülkemize dış borç verme temayüllerini kuvvetlendirmek bakımından ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenme derecesinin (θ) önemli olduğunu isbat etmektedir.

Dış borçlanmaya yurtiçi finansal aracı kuruluşlar finansal aracılık etiklerinde ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesinden^(*) (θ) ve iç faiz-dış faiz farklılığından ($\Delta i = i - i^*$) kaynaklanan kazanç yurtiçi finansal aracıya kalır. Bu, ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenme (kurun baskı altında tutulma) derecesi (θ) ve iç faiz-dış faiz farkı (Δi) arttığından

^(*) kurun baskı altında tutulmasından

yabancı fonların ülkeye girişine yurtiçi finansal kuruluşların finansal aracılıklarının artacağını ima eder. Dolayısıyla ulusal paranın aşırı değerlenme derecesi (θ) ve faiz farklılığı (Δi) arttıkça ülkeye uluslar arası finansal sermaye girişi yani ekonominin ve özellikle finansal sistemin döviz cinsinden dış borç seviyesi de artacaktır. Bu, başta finansal sektörde finansal aracı kuruluşlar olmak üzere finansal-reel sektör firmalarının ve ekonominin finansal kırılganlığını artırır.

Sabit kur sistemini sürdürebilmek için yurtiçi piyasalarda faiz oranlarının yükseltilmesi reel sektörde ahlaki tehlike problemlerini dolayısıyla finansal ödünç vericiler bakımından ters seçim problemlerini artırmaktadır. Reel sektörde yüksek faiz “kaliteli” yatırımların, yerlerini “kalitesiz”(*) yatırımlara terk etmesine yol açmaktadır.

Sabit kur sisteminin varlığı altında faiz oranlarının yükselmesi bankaların mali yapısını zayıflatmakta ve sektörde problemleri artırmaktadır. Sabit kur altında bankacılık sektörü problemlerinin artması, ulusal paranın döviz karşısında aşırı değerlenmesi sabit kura yönelik uluslararası spekülasyon baskıları; dolayısıyla kuru sürdürmenin para otoriteleri ve hükümet bakımından ekonomik-politik maliyetini artırır.

Sabit kurun kriz zeminini kuvvetlendirdiği üzerinde literatürde hemen hemen görüş birliği vardır. Bu, sabit kurun döviz cinsinden aşırı borçlanmayı teşvik etmesinden ileri gelmektedir. Bu çerçevede yalnızca finansal sektör firmalarının değil, reel sektör firmalarının döviz cinsinden borçlanması da ekonominin finansal kırılganlığını artırmakta, onu krize ve olumsuz etkilerine daha açık hale getirmektedir. Çünkü beklenmedik bir döviz kuru artışı, döviz cinsinden borçlu reel sektör firmalarının borçlarının reel yükünü de artıracak ve onların bilançosunda da kötüleşme doğuracaktır. Böylece reel sektör firmaları likidite sıkıntısına girecekler, sonuçta yatırım, üretim, istihdam düşecek, yine büyük bir ekonomik daralma meydana gelecektir.

Bununla beraber finansal kriz yalnızca “sabit kur sistemi” geçerliken meydana gelmez. Finansal kriz serbest kur sistemi altında da vukû bulabilir. Fakat sabit kur sistemi altında vuku bulması ihtimali çok daha kuvvetlidir.³⁸⁰

C. ETKİN BİR FİNANSAL MURAKABE SİSTEMİ ve FİNANSAL SEKTÖRÜN DÜZENLENMESİ

Finansal firmalar aşırı risk almaya eğilimlidirler.³⁸¹ Finansal kriz tecrübelerine bakıldığında kriz ülkesinin çoğunlukla önceki 5 yıllık dönemde hızlı bir finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci yaşamış olduğu gözlenmektedir. Bununla beraber kriz öncesi dönemde etkin bir murakabe-düzenleme sisteminin bulunmadığı görülmektedir. 1980 lardan itibaren finansal liberalizasyon-deregülasyon görüşü kuvvetlenmişken 1990’lı yıllardaki kriz

(*) aşırı kârlı ancak aşırı riskli

³⁸⁰ Aghion at al. (2000), s. 27.

³⁸¹ Krugman (1998b).

tecrübelerinden özellikle de 1997/8 Asya krizinden sonra finansal piyasaların düzenlenmesi görüşü ağırlık kazanmaya başlamıştır.

1980'li yıllarda başlayan hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci ile gelişmekte olan ekonomilere özellikle de EM ülkelerine kısa vadeli, döviz cinsinden uluslararası finansal sermaye girişinin artması arasında kuvvetli bir münasebet vardır. Uluslararası sermaye girişinin ekonomik refahı ilerletebilmesi için hem finansal sektör düzenlenmeli,³⁸² hem de etkin bir finansal murakabe-düzenleme ve müdahale sistemi kurulmalıdır.³⁸³

1. Ekonomide Etkin bir Finansal Murakabe ve Müdahale Sisteminin Kurulması

Ekonomide kurulması gereken “etkin murakabe sistemi” 3 kademeli olmalıdır: İlk kademe reel sektör işletmelerinin finansal sistem tarafından murakabe edilmesini ihtiva eder. İkinci kademe finansal sistemin (finansal firmaların) murakabe edilmesini içerir. Üçüncü kademe ise ülkelerin finansal sistemlerinin uluslararası düzeyde ve uluslararası kurumlar tarafından murakabe edilmesini ihtiva eder.

1. İlk kademe: Finansal sistem tarafından reel sektörün murakabe edilmesi

Reel sektörü murakabe etme sorumluluğu finansal firmalar ve bilhassa bankacılık sistemi eliyle finansal sisteme ait olmalıdır. Bankacılık sistemi reel sektörde işletmelere ait üretim ve yatırımların risklilik ve kârlılık derecelerini takip etmeli, iyi ve kötü yatırımları tam olarak ayırd edebilmeli, sonrasında da sadece iyi yatırımları finanse etmelidir. Kredi verdiği firmaların yatırımlarının risklilik ve kârlılık derecesi, aşırı riskli olup olmaması sözkonusu kredilerin riskliliği yani bankanın aktif kalitesi bakımından belirleyici olup son derece önemlidir. Bankanın verdiği kredilerin reel sektörde aşırı riskli yatırımlarda kullanılması bu kredilerin vadelerinde geri dönmeme riskini artırır. Bu durumda banka blançosunda kredilerin riskliliği artar ve aktif kalitesi düşer. Bir diğer ifadeyle banka ödünçlerinin reel sektörde “kalitesiz” yatırımların finansmanında kullanılması gelecekte bankanın “geri dönmeyen kredilerinde” (NPL de) artışa götürecektir. Bu yüzden, reel sektörde işletmeleri etkin şekilde murakabe etmeleri finansal firmalara ve özellikle bankalara kredilerinin riskliliğini düşük tutma yani aktif kalitelerini koruma imkânı verecektir.

Reel sektörün finansal murakabeye tabi tutulması açısından ahlakî tehlike ve ters seçim, bedavacılık problemlerini azaltmak hususunda bankalar bazı temel avantajlara sahiptirler. Bankalar bu maksatla reel sektör firmalarını düzenli, güvenilir ve periyodik bilgi-veri göndermeye zorlayabilirler. Bu münasebetle reel sektörün etkin bir finansal murakabeye tabi

³⁸² Mishkin (1994), s. 40-2.

³⁸³ Mishkin (2000), s. 22-3.

tutulabilmesi ve sonuçta finansal piyasaların “etkinliği”nin artması bakımından finansal sektörde “bankacılık sektörünün payı artmalı”dır.

Finansal firmaların reel sektörde işletmelerden doğru bilgi temin ederek veri havuzları (data bankaları) oluşturmaları mümkün müdür? Finansal firmalar ve özellikle bankalar kredi verecekleri işletmeler üzerinde bir ölçüde müeyyide sahibidirler. Firmalar ve bankalar krediye tâlip işletmeye üretim ve yatırımlarının kârlılığı, riskliliği, hatta işletmeyle ilgili her tür bilginin verinin işletme yönetimince mutlaka verilmesini kredi vermesinin şartı olarak koşabilir. Eğer her banka işletmelere istenen her tür bilgi, belge ve verinin mutlaka verilmesini kredi verilmesinin ve verilmiş kredileri geri çağırmasının ön şartı olarak dayatırsa reel sektörde işletmelerin murakabe edilmesi sistemi önemli ölçüde çalışır.

Finansal fonların reel sektörde aşırı riskli yatırımlara yönelmesi, finansal sistemin “etkin işlememesi”ne götürür. Reel sektörün finansal murakabesinde ana hedef bunu önlemektir.

Finansal sistemin reel sektörü finansal murakabe etmesi konusunda cevabı aranması gereken 8 temel soru ortaya çıkmaktadır:

İlk soru reel sektörde işletmeleri murakabe etmeye niyetli olmayan bankaların çıkması ve işletmelerin de kredi taleplerini bu bankalara kaydırması mümkün değil midir? Kredi talebinde böyle bir kayma bankacılık sisteminin reel sektörü murakabe etme sistemini çalışmaz kılmaz mı?

İkinci soru sadece öz sermaye veya hisse senedi ihracı yoluyla finansman temin eden, bankacılık sektörüyle kredi alma ilişkisine girmeyen reel sektör işletmeleri bankacılık sisteminin reel sektör üzerinde gerçekleştireceği “murakabe sistemi” dışına kaçmaz mı? Bu, sistem içindeki işletmelerin mali durumlarını kriz dönemlerinde domino taşı etkisi yoluyla kötüleştirmez mi? Çünkü sistem dışındaki işletmelerle sistem içindeki işletmelerin ticarî ve malî münasebetleri mevcut olacak, sistem dışındaki işletmeler malî krize girdiğinde bu, sistem içindeki işletmelerin blançolarına da yansiyacak, dolayısıyla sistem içindeki işletmeleri de malî sıkıntıya düşürebilecektir.

Üçüncü soru reel sektörde işletmeler birisi resmî ve diğeri gayri resmî 2 tür muhasebe tutarlar ve bankalara yatırımlarını kaliteli göstermek için resmî fakat gerçek dışı kayıtları gönderebilirler. Bu problem nasıl aşılabilir?

Dördüncü soru sadece bankadışı finansal firmalardan^(*) fon temin eden reel sektör işletmeleri finansal sistemin gerçekleştireceği “murakabe” sistemi haricine çıkabilir mi?

Beşinci soru sadece bono piyasalarından borçlanan reel sektör işletmeleri finansal sistemin reel sektör için gerçekleştireceği “murakabe” sistemi dışına çıkabilir mi?

(*) kâr-zarar ortaklığı, finansal kiralama,..vb. suretinde

Altıncı soru sadece hisse senedi piyasalarından fon temin eden reel sektör işletmeleri finansal sistemin reel sektör üzerinde gerçekleştireceği “murakabe” sistemi dışına çıkabilir mi?

Yedinci soru bankacılıkta bilgi toplamada “bedavacılık” problemi nasıl çözülecektir?

Sekizinci soru bankacılıkta bilgi toplama, murakabe ve ödünç verme hususlarında “asil-vekil” problemleri nasıl çözülecektir?

Cevap aramaya ilk sorudan başlanabilir.

Eğer finansal firmaların ve özellikle bankaların ekserisi “murakabe”ye taraftar olursa problem uzun vadede serbest bankacılık kurallarının kendi mantığı çerçevesinde kendiliğinden çözülür. Çünkü uzun dönemde murakabeye taraftar olan bankalar sadece “sağlam” işletmelere kredi verecek, aktif kalitesi düşmeyecektir. Murakabeye muhalif bankalar ise hep “kötü” (2. sınıf) işletmelerin kredi talebi için cazibe merkezi haline gelecek^(*), kredileri hep aşırı riskli ve aktif kalitesi düşük olacaktır. Aktif kalitesi düşük banka uzun vadede şiddetli malî sıkıntılara düşecek ve piyasa böyle bankaları bir nev’i cezalandıracaktır. Dolayısıyla murakabeye başlangıçta muhalif bankalar da uzun vadede aktif kalitelerinin düşmesine ve şiddetli malî sıkıntılara yol açtığı için bu tavırlarını terk edip “murakabe”ye yöneleceklerdir.

Daha da önemlisi bankacılık sistemi tanzim yoluna giderek bankaların kredi verdikleri işletmeleri murakabe etmesini genel, uyulması mecburî bir prensip haline getirebilir ve böylece her bankayı, işletmeleri murakabe etmeye mecbur kılabilir.

Benzer şekilde bankacılık sistemi banka-dışı finansal firmalar için de ödünç verecekleri işletmeleri murakabe etmelerini mecbur kılan genel bir prensip ihdas edebilir.

Bunun için özelde bankacılık sistemini denetleyen ve düzenleyen, kararları bağlayıcı ve müeyyideli olan bir Denetleme ve Düzenleme Kurumu mevcut olmalıdır veya bu görevi Merkez Bankası üstlenmelidir.

İkinci soruya şöyle cevap aranabilir:

Bankalarla kredi ilişkisi olan işletmeler; bankaların şart koşması üzerine ticarî ve malî ilişkiye sahip oldukları diğer işletmelerin de murakabe sistemine girmelerini şart koşabilir. Böylece bankalarla kredi ilişkisi olmayan veya sadece öz sermaye ile finansman temin eden işletmeler de bir ölçüde murakabe sistemine girmek yolunu tutarlar. Fakat murakabe sistemine bu surette dahil etme mekanizmasının işlemesi imkânı oldukça zayıftır.

^(*) Çünkü sağlam işletmeler için murakabeye tâbi tutulmak ciddî bir ilâve maliyet getirmez, sadece zaten elinde hazır olan bilgi, belge ve verileri bankasına veya bankacılık sistemine intikal ettirecektir. Dolayısıyla sağlam işletmelerin murakabeden kaçınmaları, kredi taleplerini murakabeye taraftar olmayan bankalara kaydırmaları için bir sâik yoktur.

Bu durumda kredi taleplerini murakabeye muhaliflere kaydıranlar ve böylece murakabeden kaçınanlar “kötü” ve “ahlakî tehlike” problemi ihtiva eden işletmelerden ibaret olacaktır.

Burada murakabeye muhalif ve taraftar bankaların kredi faiz oranlarının eşit olduğu varsayılmıştır.

Bankacılık sektöründe “bedavacılık” probleminin nasıl çözülebileceği daha sonra ele alınıp tartışılacaktır.

Sermaye piyasalarında hisse senedi ihraç ederek finansman temin eden işletmelere gelince bunların murakabe sistemine dahil edilmeleri daha kolaydır ve birkaç yoldan gerçekleştirilebilir. Çünkü Sermaye Piyasası Kurulu hisse senedi ihraç edecek veya hisse senetleri tedavül halinde olan işletmeler üzerinde nüfuz ve yaptırım sahibidir. Zira işletmelerin hisse senedi ihracı talebini reddedebilir, tedavüldeki hisse senetlerinin işlemlerini durdurabilir.

Bu durumda hisse senedi ihracı yoluyla finansman temin eden işletmeleri murakabe görevini doğrudan SPK üstlenebilir. Alternatif olarak işletmenin, bir bankanın ya da muteber bir Murakabe ve Kredi Derecelendirme kuruluşunun murakabesine tabi olmasını SPK şart koşabilir.

İşletmelerin normal dönemlerde murakabe sistemi içerisinde veya dışarısında kalmaları kriz esnasında müdahale mercilerine hangi işletmelerin kurtarılacağı hususunda son derece önemli, fonksiyonel ve yeni bir kıstas teşkil edebilir.

Üçüncü sorunun cevabı mahiyetinde özel olarak kriz yönetimi konusunda kaydedilebilecek fazla bir şey yoktur.

İşletmelerin çift muhasebe kaydı tutması ve bunların birbirlerinden farklı olması genel ve aynı zamanda Hazineyi ve Maliye Bakanlığını ilgilendiren bir problemdir. Çünkü işletmeler çift muhasebe kaydı tutmaya vergi kaçırmak için başvurmaktadırlar. Çift muhasebe kaydı tutmaları işletmelerin bir bakıma “kayıt dışı”na çıkmaları anlamına gelir. Bu problem vergilerin düşürülmesi ve kayıt dışına çıkışın câzip olmaması, Hazine ve Bakanlığın teftişleri gibi genel tedbirler alınarak azaltılabilir.

Dördüncü soruya kolaylıkla cevap verilebilir.

Banka-dışı finansal firmalar işletmelerin yatırımlarına kâr-zarar ortaklığı, finansal kiralama (leasing) vb. şeklinde ortak olmaktadır. Bu sebeple işletmeye murakabeye tabi tutulmayı kabul etmesini banka-dışı finansal firmalar ortaklığın bir şartı olarak koşabilirler.

Ayrıca bankacılık sistemi banka-dışı finansal firmalar için de fon temin ettikleri işletmeleri murakabe etmelerini mecbur kılan bağlayıcı bir prensip kararı ihdas edebilir.

Şu halde banka-dışı finansal kurumlardan fon temin eden işletmelerin de finansal sistemin^(*) gerçekleştireceği “murakabe” düzeninin dışında kalması mümkün değildir.

Beşinci sorunun cevaplanması da kolaydır.

İşletmelerin ihraç edecekleri tahvillerin piyasaya girişini kabul (kayıt) veya reddetmek, önceden ihraç edilmiş bonoların tedavülünü durdurmak Tahvil Piyasası Kurulunun insiyatifindedir. Tahvil Piyasası Kurulu tahvil ihraç edecek veya tahvili tedavül halindeki işletmeler üzerinde nüfuz ve müeyyide sahibidir. Dolayısıyla Tahvil Piyasası Kurulu tahvil piyasasına girecek ya da girmiş bir işletmeyi kendisi murakabe edebilir ya da bu işletmeye

(*) dar anlamda bankacılık sisteminin

muteber bir Finansal Murakabe ve Denetleme Kurumunun, bir bankanın murakabesine tâbi olmasını şart koşabilir.

Şu halde sadece bono piyasalarından fon temin eden bir işletmenin de finansal sistemin gerçekleştireceği “murakabe” sistemi dışında kalması mümkün değildir.

Altıncı sorunun cevaplanması da yine oldukça kolaydır.

İşletmelerin hisse senedi ihracını kabul (kayıt) veya reddetmek ve tedavül halindeki hisse senetlerinin tedavülünü durdurmak Sermaye Piyasası Kurulu’nun insiyatifindedir. Dolayısıyla Sermaye Piyasası Kurulu hisse senedi ihraç edecek ya da etmiş işletmeleri kendisi murakabe edebilir veya bu işletmelere muteber bir Finansal Murakabe ve Derecelendirme kuruluşunun, bir bankanın murakabesine tâbi olmasını şart koşabilir.

Şu halde sadece hisse senedi piyasasından fon temin eden işletmeler de finansal sistemin gerçekleştireceği “murakabe sistemi”nin haricinde kalmaz.

Yedinci soruya cevap şu surette aranabilir:

Reel sektörde işletmeler hakkında veri, bilgi ve belge toplamak; işletmeleri murakabe etmek bakımından bir banka kendi ulaştığı sonuçları diğer bankalarla bir ücret almaksızın paylaşırsa “bedavacılık” (“free rider”) problemi ortaya çıkar. Çünkü bilgi, belge ve veriyi toplayıp analiz eden banka bir maliyete katlanır fakat bunları sözkonusu bankadan bir maliyete katlanmaksızın alan banka sözkonusu bilgi, belge, tahlil sonuçlarını “bedava” kullanmış olur.

Eğer hiçbir banka işletmeler hakkında topladığı bilgi, belge ve ulaştığı analiz sonuçlarını diğer bankalarla paylaşmaz ise bu defa her banka aynı maliyetle karşılaşır, dolayısıyla bankacılık sisteminin bir işletmeyi murakabe maliyeti kat kat fazla olur. Örneğin 10 banka varsa ve bunlar bilgi, belge ve analizleri paylaşmıyorlarsa bir işletmenin murakabesi her bankaya maliyet yükler ve bankacılık sistemine sözkonusu murakabe 10 kat maliyet getiririr, halbu ki paylaşılması halinde ise yalnızca 1 kat maliyet getirecektir.

“Bedavacılık” problemi önemli ölçüde, işletmeler hakkındaki bilgilerin^(*) piyasa tarafından tam olarak fiyatlandırılmamasından kaynaklanmaktadır.

Diğer taraftan murakabe statik (anlık) değil, dinamik bir fiildir. Tabiatıyla murakabe işletmeyle ilgili bilgi, belge, veri ve analiz sonuçlarının örneğin kredi verilirken bir kereye mahsus elde edilmesini değil, bilginin bankaya sürekli akışını gerekli kılar. Bu sebeple, murakabe bir bankaya oldukça yüksek bir maliyet yükleyebilir.

Bilginin fiyatlandırılabilmesi imkân dahiline girerse bedavacılık problemi önemli ölçüde kendiliğinden ortadan kalkar. Fakat şu an bile bir banka bir işletmeye dair bilgiyi bir diğer bankaya bir fiyatlandırma yaparak satabilir, böylece bir bedel elde edebilir. Şu var ki bu fiyatlandırma gerçek râyicinin muhtemelen altında bir değer olacaktır.

(*) bilgi, belge, veri ve analiz sonuçlarının

Bedavacılık problemini aşmak için ilk olarak “İşletmelere Dair Bilgi Bankaları”, “Kredibilite Değerlendirme ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları” kurulabilir. Bilgi Bankaları, Kredibilite Değerlendirme ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları işletmeleri murakabe ederler; onlarla ilgili bilgi, veri ve analiz sonuçlarını toplarlar; kredibilite itibarıyla işletmeleri tasnif ve derecelendirmeye tabi tutarlar. Sonra bir işletmeye dair bilgi, analiz, tasnif ve derecelendirme sonuçlarını fiyatlandırarak, o işletmenin kredi talep ettiği finansal firmaya^(*) satarlar. Kredi talebini kabul veya reddetmek üzere karar verecek banka böylece bedelini ödemek yoluyla fakat kendisinin murakabe etmesine nazaran daha düşük bir maliyete katlanarak^(**) sözkonusu işletme hakkında murakabe sonuçlarına sahip olur ve bu sonuçlara istinaden daha isabetli karar verir.

İkinci olarak Bankacılık Sistemi, Tahvil Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu reel sektör işletmelerini murakabe etmek üzere ayrı ayrı Murakabe Kuruluşları oluşturabilirler. Burada Bankacılık Sistemi işletmeleri murakabe etmek üzere bankaların ve banka-dışı kuruluşların bedelini ödeyerek faydalanabilecekleri müşterek bir Bilgi ve Murakabe Bankası oluşturabilir. Böylece bir işletmeyi her banka ayrı ayrı murakabe etmekten kurtulur. Yine Tahvil Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu işletmeleri murakabe etmek üzere kendi kurumlarını oluşturabilir. Hatta Tahvil Piyasası Kurulu ve Sermaye Piyasası Kurulu bir işletmeyle ilgili olarak Bankacılık Sisteminin oluşturduğu İşletmeleri Murakabe ve Değerlendirme Kurumundan^(***) fakat *bedelini ödemek şartıyla* faydalanabilir.

Üçüncü olarak Finansal Sistem ortak ve tek bir Murakabe ve Değerlendirme Kurumu oluşturur. Bankalar, banka-dışı finansal kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulu, Tahvil Piyasası Kurulu işletmelerle ilgili murakabe sonuçlarını bir bedel karşılığında ortak Murakabe ve Değerlendirme Kurumuna verirler. İşletmelerle ilgili murakabe sonuçları bir bakıma finansal sistemin oluşturduğu “Bilgi Havuzu”nda^(****) toplanır. Bir işletmeyle ilgili olarak ihtiyacı olan banka, banka-dışı finansal kuruluş, Tahvil Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu tabî ki bedelini ödeyerek o işletmeyle ilgili gerekli murakabe sonuçlarını elde eder. Burada hem bedavacılık problemi ortadan kalkmıştır, hem de bir işletmeyi murakabe için her bir finansal firma ayrı ayrı yani sistem katbekat maliyet yüklenmemektedir.

Murakabe sisteminin işletmeler arasında rekabete darbe vurmaması ve haksız rekabete yol açmaması için bir işletmeyle ilgili “bilgiler” ve “murakabe sonuçları” ticarî sır mahiyetinde olmalı ve Murakabe Kurumu tarafından diğer işletmelerden “sır olarak” saklanmalıdır.

(*) bankaya veya banka dışı finansal kuruluş

(**) Çünkü Bilgi Bankası, Kredibilite Değerlendirme ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları işletmeleri murakabe etmek itibarıyla normal bir bankaya kıyasla hem daha fazla uzmanlaşmış olurlar hem de ölçek ekonomilerinden daha fazla yararlanabilirler. Dolayısıyla bu kuruluşların murakabeye dair “birim” maliyetleri sıradan bir bankanın murakabeye dair “birim” maliyetine nazaran daha düşük olacaktır.

(***) “bilgi, belge ve analiz havuzu”ndan

(****) “Murakabe ve Değerlendirme Kurumu”nda

Murakabe Kurumu murakabe sonuçlarını sadece finansal firmalarla, Tahvil Piyasası ve Sermaye Piyasası Kurulları ile paylaşmalıdır. Bir işletmeyle ilgili murakabe sonuçlarının “sızdırılması”na karşı sızdıran kurum aleyhine Bankacılık Sistemi veya Finansal Sistem tarafından çok ağır yaptırımlar içeren bir tanzime gidilmelidir.

Sekizinci sorunun cevabı şu şekilde aranabilir:

Bankalar, banka-dışı finansal kuruluşlar, finansal yatırım şirketleri ödünç fonların asıl sahibi değil sadece asıl sahiplerini temsilen yöneticisi mevkiindedirler. Bir bakıma ödünçlerin asıl sahiplerinin vekili durumundadırlar. Ödünçlerin asıl sahibi ise tasarruf sahipleri yani hanehalklarıdır.

Finansal firmalar kendilerine muayyen bir vadeyle emanet edilen fonları işletmelere ödünç vererek idare ederler. Ödünç fonların kullanılmasından yüksek kâr elde edilirse bu, finansal firma sahiplerine kalır. Fakat ödünç fonların kullanılmasından zarar edilirse finansal firma iflasa sürüklenir, ödünçler sahiplerine ödenemez ve batır. Sonuçta zararı ödünçlerin asıl sahipleri çeker, zarara yol açan faaliyetlere girişen finansal firma sahipleri veya yöneticileri değil. Kâr edildiğinde bunun finansal firma sahiplerinde kalacak fakat zarar edildiğinde ise bunu finansal firma sahiplerinin (vekillerin) değil de ödünçün asıl sahiplerinin (asillerin) yüklenmesi; finansal firma sahiplerini fonları kârlılığı yüksek fakat riskliliği de yüksek yatırımları finanse etmek üzere kullanmaya sevk eder. Burada finansal firma sahipleri ve yöneticileri yüksek kârlar elde etmek için aşırı risk üstlenmektedirler. Bir bakıma vekiller asillerin ne haberi ne de rızası yokken asiller namına kumar oynamaktadırlar, fakat bu kumar oyununda kazanırlarsa kâr kendilerinin, kaybederlerse zarar asillerin olacak; kumar oyununu kaybetse de vekillerin kendileri hiçbir şey kaybetmeyeceklerdir. Dolayısıyla vekiller için kumardan zararlı çıkma ihtimali yani kumarbaz için kendisinin kaybetmesi riski yoktur. Böyle bir durumda kumarbaz için kumar oynamak elbette son derece cazip ve rasyoneldir. Burada asiller aleyhine ortaya çıkan probleme “asil-vekil” problemi (“principal-agent problem”) denir.

Finansal alanda asil-vekil probleminin ancak kısmen çözülebilmesi mümkündür. Asil-vekil probleminin azaltılabilmesi için “vekillerin” yani finansal firma sahip ve yöneticilerinin malî açıdan kısmî değil, tüm mal varlığı ile sorumluluğu prensibi getirilmelidir. Bu durumda kumar oyununu kaybederse zararı önemli ölçüde kendisinin yüklenmesi vekilli kumar oynamamaya yani yüksek kârlı^(*) fakat aşırı riskli yatırımları finanse etmekten kaçınmaya mecbur kılar.^(**)

^(*) Ödünç piyasalarında yüksek borç faizi ödemeyi teklif ve taahhüt ederek borçlananlar için “ahlakî tehlike” yani borcunu ödemeye daha en baştan niyetli olmama (kötü niyetli olma) ihtimali kuvvetlidir. Nasıl olsa ödemeyecek olan, daha yüksek faizi teklif edebilir. Onun açısından önemli olan ödünç fonları başlangıçta alabilmektir.

Ödünç piyasalarında yüksek borç faizi ödemeyi teklif edenlere ödünç verenler açısından da; kötü niyetli yani borcunu ödemeyi düşünmeyenleri (ahlakî tehlike problemine sahip olanları) seçmek, onlara ödünç vermek ve ödünçün âkîbetini tehlikeye atmak anlamında “ters seçim” probleminin mevcut olması kuvvetle muhtemeldir.

^(**) Nitekim örneğin blanço kötüleşmesi yaklaşımına göre reel sektör işletmelerinin döviz cinsinden aşırı borçluluğu ve reel sektörün finansal kırılganlığının yüksek olması ekonomiyi uluslar arası “kendiliğinden vuku bulan” finansal

2. İkinci kademe: Finansal sektörün murakabe edilmesi

Murakabe sisteminin ikinci kademesi finansal sistemin ve özellikle bankacılık sisteminin murakabe edilmesini ihtiva eder. Finansal firmalar ve özellikle bankaları, banka-dışı finansal kuruluşları murakabe edecek bir sistem kurulmalıdır.

Finansal sistem murakabe edildiğinde dolaylı olarak aynı zamanda reel sektör de önemli ölçüde murakabe edilmiş olacaktır. Tabiatıyla böylece hem finansal hem de reel sektör yani ekonomik alanın tamamı, finansal sistemi murakabe eden mercii tarafından doğrudan veya dolaylı şekilde murakabe altına alınmış olacaktır.

Özellikle bankacılık sistemini olmak üzere finansal sistemi murakabe ve aynı zamanda tanzim etmek üzere bağımsız, hiç değilse özerk bir Murakabe, Değerlendirme ve Düzenleme Kurumu oluşturulmalıdır. Bu kurum, Bankacılık Murakabe, Değerlendirme ve Düzenleme Kurumu merkezli de olabilir. Çünkü bankacılık sektörü gelişmiş ekonomilerde de gelişmekte olan ekonomilerde de finansal sistemin merkezi durumundadır. Fakat finansal sistemi murakabe ve tanzim edecek kurum bankacılık sistemi merkezli olsa da hem banka-dışı finansal firmaları hem de tahvil ve hisse senedi piyasalarını^(*) ihtiva etmelidir.

Finansal sistemi murakabe ve tanzim görevi oluşturulacak bağımsız bir Murakabe ve Düzenleme Kurumu'na verilebileceği gibi Merkez Bankası'nın veya Son Ödünç Verici Merciiin sorumluluğuna da verilebilir. Bununla beraber bağımsız bir "Finansal Murakabe ve Düzenleme Kurumu" oluşturulsa ve sözkonusu misyon bu kuruma yüklense daha yerinde olur.

Finansal sektörde etkin bir murakabe-düzenleme ve müdahale misyonu verilmek üzere bağımsız, güvenilir bir mercii oluşturulmalıdır. Finansal murakabe-düzenleme ve müdahale mercii şu özellikleri³⁸⁴ taşımaktadır:

- (i) Finansal kesimi murakabe, düzenleme, müdahale yetki ve görevi tamamen bu kuruma verilmelidir,
- (ii) Bu kurum, özellikle politik-bürokratik etkilere karşı bağımsız olmalıdır,
- (iii) Sözkonusu kurum, özellikle risk yönetimi konusunda yeterli uzman kadroya sahip olmalıdır,
- (iv) Sözkonusu kurum gerekli fiziki donanım ve teknik araçlara sahip olmalıdır,

paniklere ve finansal krizlere daha açık kılmaktadır. Bu minvalde reel sektörün döviz cinsinden aşırı borçluluğu, yatırımcıların beklentilerinde "kendiliğinden vaki" değişme (kötüleşme); finansal sistem sağlam olsa bile işletmelerin doğrudan uluslar arası piyasalardan döviz cinsinden borçlandıkları varsayımı altında ve bir öncü şok vukû bulduğunda bir para krizine götürmektedir.

Yine reel sektör işletmelerinin aşırı finansal kırılganlığı NPL artışı üzerinden de bir bankacılık krizine götürebilir. Ayrıca reel sektörde çöküş hisse senedi piyasalarında, bono piyasalarında genel fiyat düşüşlerine ve asimetric bilgi problemlerinin varlığı altında bir çöküşe götürebilir. Bu, bankacılık sektörüne ve finansal sisteme yönelik genel güvende büyük bir sarsıntıya yol açabilir. Bu da bir bankacılık paniğini tetikleyebilir. Bu münasebetle finansal krizlerin vuku bulmasının önlenmesi bakımından reel sektörün de murakabe edilmesi ve aşırı finansal kırılganlığının önünün alınması oldukça önemlidir.

(*) Gerçekte hisse senedi piyasaları finansal sektöre değil, reel sektöre dahildir.

³⁸⁴ Hahm ve Mishkin (2000), s. 39-40.

(v) Sözkonusu kurum gerekli finansal kaynağa sahip olmalıdır,

(vi) Murakabe, denetim ve izleme ile yetkili ve görevli kurumun, faaliyetlerinde “şeffaflık”ı ve “hesaba çekilebilirliği” sağlanmalıdır.

Bu kuruluş; murakabe, denetim, izleme ve gerektiğinde kapatma kararını derhal vermekle yetkili bir merci olmalıdır. Aynı zamanda bu kuruluşta görevli personel, görevlerini ne ölçüde yaptıklarından hesaba çekilebilmelidir. Böylece, görevli personelin, görevini yapmaktan, gerekli olmasına rağmen kapatma kararı vermekten imtina etmesinin önüne geçilmiş olur. Çünkü bu kurum görevlileri finansal sektörü denetler iken, kurumun personeli ile ilgili olarak “asil-vekil” problemi ortaya çıkacaktır. Zira denetimin yeteri kadar yapılmamasının, “ödeyebilme gücünden mahrum” (insolvent) halde olmasına rağmen bir finansal kuruluşun kapatılmasına karar verilmesinden kaçınılmasının ya da geç karar verilmesinin maliyetine, murakabe-denetim-izleme ile görevli kurumun mensupları direkt olarak katlanmayacaktır. Sözkonusu maliyete toplum katlanacaktır. Denetimi yapacak kişiler, denetime uğrayacak kuruluşlardan illegal şekilde ekonomik-finansal kazanç elde etmek mukabilinde, o kuruluşları denetlemekten ve haklarında kapatma kararı almaktan kaçınma temayülü içerisine girebilirler. Onlar, böyle bir temayülden uzak tutulabilmeleri maksadıyla, görevlerini yerine getirip getirmediğilerinden hesaba çekilerek sorgulanabilir olmalıdır.

Finansal firmalar niçin ve hangi açılardan murakabe edilmelidir?

Başta bankalar olmak üzere finansal firmalar verdikleri ödünçlerin riskliliği ve kârlılığı yani aktif kaliteleri açısından murakabe edilmelidir. Finansal sistemin murakabe edilmesinde esasen 2 gaye vardır: İlk olarak finansal firmaların malî yapılarının sağlam olmasını, aşırı kırılğan hale gelmemesini sağlamaktır. İkinci olarak reel sektör işletmelerini murakabe etmesi kanalı üzerinden, finansal sistemin reel sektör işletmelerini yatırımlarının riskliliğini düşürmeye ve bu kayıpla kârlılığını artırmaya yani yatırımlarının kalitesini yükseltmeye zorlamasını sağlamaktır. Bu, reel sektör işletmelerinin malî yapılarının sağlam olmasını, kırılğanlaşmamasını hedeflemeyi imâ eder.

Finansal sistemin özel sektör işletmelerini yatırımlarının kalitesini yükseltmeye yani ödünç olarak aldıkları fonları düşük riskli yatırımlarda kullanmaya mecbur etmesi, finansal sistemin “etkin” çalışmasının vazgeçilmez bir unsurudur. Finansal sistemin en önemli misyonu finansal fonları “etkin” dağıtmaktır. Finansal sistemin “etkin” çalışması finansal fonların reel sektörde sırasıyla kârlı fakat en az riskli yatırım projelerinden başlayarak yine kârlı fakat riskliliği daha yüksek yatırım projelerine doğru kullanılmasını sağlamaktır.

Malî yapılarının sağlam olup kırılğan hale gelmemesi çerçevesinde finansal firmaların kredilerinin riskliliği (aktif kaliteleri), öz sermaye yeterliliği, rezerv yeterliliği, mevduatları ile alacakları arasında vade ve para birimi itibarıyla tutarsızlık derecesi murakabe edilmelidir.

3. Üçüncü kademe: Finansal sistemlerin uluslararası düzeyde murakabesi

Murakabenin 3. kademesi Uluslararası Finansal Murakabe ve Tanzimi ihtiva eder. Bunun da ülke ayağı ve uluslar arası ayağı vardır.

Bir finansal kuruluşun sadece yurtiçindeki şubeleri ve faaliyetleri değil, finansal krizin uluslar arası alanda bulaşıcılığı gözönünde bulundurulup, yurtdışındaki şubeleri ve faaliyetleri de etkin bir şekilde düzenlenip murakabe edilmelidir. Etkin murakabenin yurtiçi ile sınırlı kalmayıp yurtdışında da yapılabilmesi, uluslar arası bir murakabe ve izleme sisteminin meydana getirilmesini gerektirir.

Finansal sistemin ülke dışına vereceği ödünçlerin kalitesi nasıl korunabilir? Çünkü bir finansal firmanın uluslar arası finansal piyasalara verdiği ödünçlerin aşırı riskli olması da tabii ki bu firmanın aktif kalitesini düşürecek, malî yapısını kırılgan hale getirecektir. Dolayısıyla finansal sistemin kırılgan olmaması, finansal sistemden bir diğer ülkenin finansal sistemine çıkan finansal ödünçün kaliteli (riskliliğinin düşük) olmasını da gerektirir.

Bir ülkenin finansal sistemince yabancı finansal sistemlere verilen “ödünçlerin” “sağlam” olmasını temin etmenin yolu; ya diğer ülkelerdeki finansal sistemlerin her birisinin “etkin bir murakabe” sistemi kurmasıdır. Burada bir ülkenin finansal sisteminin sağlam kalabilmesi, diğer ülkelerin finansal sistemlerinin de murakabe sistemine sahip yani diğer ülkelerin finansal sistemlerinin de sağlam olmasına^(*) bağlıdır.

Bir diğer açıdan uluslar arası finansal ve ticarî münasebetlerin kuvvetli olduğu günümüz dünyasında hem uluslararası iş birliğine ve her ülke finansal sisteminin kendi etkin murakabe sistemini kurmasına hem de uluslar arası etkin bir murakabe sistemi kurulmasına ihtiyaç vardır.

Örneğin Türkiye’de finansal sistem “etkin murakabe” sistemini kurmuş olsun. Etkin murakabe sistemini Fransa, İngiltere, Avusturya da kendi finansal sistemleri için kurmuş, fakat Portekiz kendi finansal sistemi için etkin bir murakabe sistemi kurmamış olsun.

Böyle bir durumda Türkiye’den bir finansal firma, bir banka Londra, Paris, Viyana tahvil Piyasalarından bono veya Borsalarından hisse senedi satın alsa, bu ülkelerden bir bankaya kredi verse ödünçleri aşırı riskli olmaz. Çünkü otomatik olarak bu ülkelerin finansal piyasalarındaki kâğıtlar düşük riskli, bankalarının malî yapıları sağlam olacaktır. Zira bu ülkelerin finansal sistemleri “etkin murakabe” ve müdahale sistemi sayesinde “çürük” firmaları tasfiye edip eleyecektir. Sonuçta sözkonusu ülkelerin finansal piyasalarına, borsalarına kabul edilmiş kâğıtların, bankalarının büyük bir ihtimalle müteber ve güvenilir olduklarını düşünmek hatalı değildir. Dolayısıyla onlara ödünç güvenle verilebilir.

(*) Alternatif olarak bir ülkedeki finansal sistem, sağlamlığını bu ülkenin ekonomisi diğer ülkelerin ekonomileriyle önemli bir ekonomik münasebet veya finansal yatırıma sahip değilse muhafaza edebilir. Bu ise gerçekçi olmayan bir alternatiftir.

Fakat Portekiz bankaları, finansal piyasalarında ve borsasında tedavül eden kâğıtları için sağlam olduklarının bir garantisi yoktur.

Uluslararası finansal murakabe sisteminin ilk olarak her bir ülke ayağı ve ikinci olarak uluslararası ayağı vardır.

Hangi ülkelerin finansal sistemlerinin etkin murakabe sistemine sahip olduklarını, yani ülkelerin finansal sistemlerinin ne derecede sağlam veya kırılgan olduklarını murakabe etmeye ve bunun için de bir “uluslararası murakabe ve düzenleme kurumu”na ihtiyaç vardır.

Günümüzde ülkelerin finansal sistemlerini murakabe etme ve düzenleme misyonunu kısmen IMF yerine getirmektedir.

Burada uluslararası finansal murakabe konusunda uluslararası alanda hem para politikaları hem de farklı ülkelerdeki finansal piyasaların etkin bir şekilde murakabe ve düzenlemeye tabi tutulması bakımından “uluslar arası koordinasyon”un önem kazandığı görülmektedir.

2. Finansal Sektörün Düzenlenmesi

Bu çerçevede bankaların özellikle öz sermaye ve yeterlilik standartları yükseltilerek öz sermayesi ve rezerv yapısı zayıf firmaların sektöre girişleri önlenmelidir. Böylece bankalar sermaye ve rezerv yapılarını kuvvetlendirmeye zorlanmalıdır.^(*)

Sektöre giriş, çıkış prensip olarak serbest olmalı, bununla beraber sıkı şekilde düzenlenmelidir. Bu çerçevede sektöre yabancıların girişine izin verilmelidir.

Risk yönetimi üzerine odaklanılmalı,³⁸⁵ risk yönetimi prensipleri geliştirilmelidir. Standartlar tesbit edilerek bankaların aşırı risk almalarının önüne geçilmelidir.

Finansal kuruluşların aşırı risk almalarını önlemek üzere, hem aktif (kredi verme) hem de pasif yönetimi (mevduat toplama) cepheleriyle^(**) ilgili objektif prensipler tesbit edilip uygulanmalıdır.

(i) Mevduat/Öz sermaye oranı ile ilgili olarak

Böyle bir esas tesbit edilmesinden maksat, eğer riskli kredi açılır ise riskin mümkün olduğu kadar daha büyük kısmının, mevduat sahipleri üzerinde değil, öz sermaye sahipleri^(***) üzerinde kalmasını sağlamaktır. Açılan kredilerin riskinin mevduat sahipleri üzerinde değil, öz sermaye sahipleri üzerinde olması, onların geri dönmemesi halinde mevduatlardan değil, öz sermayeden karşılanacağı anlamına gelir. Bu münasebetle açılan kredilerin riski önemli ölçüde

^(*) BIS (Banking of International Settlement) G10 ülkeleri (ABD, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya, Japonya, Hollanda, Belçika, Kanada, İsveç, İsviçre ve Lüksemburg) merkez bankalarının oluşturduğu uluslar arası bir kuruluş durumundadır. BIS’e bünyesinde yer alan Basle Committee bu çerçevede uluslar arası standartlar geliştirmeye çalışmaktadır. Bankacılığın murakabesiyle ilgili olarak tek tip risk yönetimine geçilebilmesi önemsenmektedir. Basle Committee bankacılık sektörüyle ilgili olarak 1988’de Basle I ve 1998’de Basle II standartlarını tesbit etmiştir.

³⁸⁵ Mishkin (2000), s. 38-9.

^(**) blançolarının her iki tarafıyla

^(***) finansal kuruluşun malikleri

öz sermaye sahipleri üzerinde ise, finansal kuruluşun sahipleri, finansal kuruluşun “aşırı riskli krediler” açmasına hoş bakmayacaklar, sonuçta kuruluşun “aşırı risk alma temayülü” önemli derecede azalmış olacaktır.

(ii) Sermaye Yeterliliği ile ilgili olarak

BIS (Bank for International Settlements) G10 ülkeleri merkez bankalarının biraraya gelerek oluşturdukları uluslararası bir kuruluştur. Bankacılığın dünya çapında aynı standartlara göre çalışmasını sağlamak üzere, 1974 yılında BIS bünyesinde “Basel Committee” (Basel Committee on Banking Supervision) oluşturulmuştur. Basel Committee üyeleri ABD, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya, İspanya, Japonya, Hollanda, Belçika, Kanada, İsveç, İsviçre ve Lüksemburg merkez bankalarından oluşmaktadır.³⁸⁶ Bankaların asgarî sermaye yeterlilikleri ve üstlenebilecekleri maksimum risk seviyesi konusunda Basle Comitte uluslar arası ortak standartlar geliştirmeye çalışmaktadır. Basel Committee önce 1988’de Basel I kriterlerini kabul etmiştir. Ancak zaman içerisinde Basel I kriterlerinin yetersiz olduğu anlaşılmış ve 1998’de Basel II kriterleri kabul edilmiştir.

Basel Committee tarafından 1988’de yayınlanan “Basel I Standartları”^(*) ile bankaların uymaları gereken çalışma kriterleri belirlenmiş ve bankaların krizlere karşı dayanıklılığın artırmak üzere, banka sermayelerinin riskli aktiflere oranının %8’den az olamayacağını ifade eden sermaye yeterlilik rasyosu getirilmiştir. Zamanla finansal piyasaların daha da gelişmesi ve işlemlerin karmaşıklaşması üzerine Basel I kriterlerinin yetersiz kaldığını görerek Basel Comitte yeni standartlar için çalışmalar başlatmıştır. Bu çalışmaların sonucunda “Basel II Standartları” ortaya çıkmıştır.

Basle I (1988)’de bankacılık için asgarî sermaye yeterlilik standardı tanımlanıyor: Buna göre bir banka için;

$$\frac{\text{Sermaye}}{\text{Kredi riski}} \geq \%8$$

olmalıdır.³⁸⁷

Bu standarda göre bir bankanın sermayesi üstlendiği kredi riskinin %8 inden az

³⁸⁶ Basel Committee (January 2007), s. 1.

^(*) Basel Committee tarafından kabul edilen kriterler literatürde “Basel Kriterleri”, “Basel Prensipleri”, Basel Standartları”, “Basel Mutabakatı”, “Basel Uzlaşısı”, Basel I ve Basel II vb. suretinde yer almaktadır.

³⁸⁷ Basel Committee (July 1988), s. 14., Secretarial of the Basel Committee (January 2001), s. 11, [www/riskglossary.com/Basel Committee on Banking Supervision](http://www.riskglossary.com/Basel%20Committee%20on%20Banking%20Supervision). Basle I de kredi riskinin hesaplanmasında banka tarafından G10 hükümetlerine verilen kredilerin ağırlığı %0, G10 ülkelerinde hükümet dışında ticarî bankalar, işletmeler vb. kuruluşlara verilen kredilerin ağırlığı %20 ve G10 dışındaki ülke ekonomilerine verilen kredilerin ağırlığı ise %100 olarak kabul edilmiştir.

olmamalıdır.³⁸⁸ Bir diğer açıdan banka sermayesinin riskli aktiflerine^(*) oranı oranı %8'in altında düşmemelidir.

Basle I de sermaye iki kategori olarak tanımlanmıştır: Öz sermaye (core) ve diğer kısım (supplementary). Öz sermaye yeterliliği konusunda Basle I öz sermayenin toplam sermaye içerisindeki payının en az %50 olmasını öngörmüştür.³⁸⁹ Bu durumda sermaye yeterlilik ve risk sınırlama hususunda tanımlanan yukardaki standardı öz sermaye yeterliliği açısından;

$$\frac{\text{Öz sermaye}}{\text{Kredi riski}} \geq \%4$$

olarak³⁹⁰ ifade edebilmek mümkündür. Bu, bir bankanın öz sermayesinin kredi riskinin %4 ünden küçük olmamasını öngörür.

Sermaye yeterliliği ve risklilik konusunda Basel Committee 1990-6 arasında yeni standartlar tanımlamıştır. Asgari sermaye yeterliliği standardı konusunda Basle Committee risk kavramının bir bileşeni şeklinde “piyasa riski” unsurunu da dahil etmiştir. Asgarî sermaye yeterlilik standardı buna göre;

$$\frac{\text{Sermaye}}{\text{Kredi riski} + \text{Piyasa riski}} \geq \%8$$

şeklinde ifade edilmiştir.

Basle Committee 1998'de Basle II de asgarî sermaye yeterlilik standardını yeniden tanımlamıştır. Basle II de risk kapsamına bir bileşen olarak “operasyonel risk” unsuru da dahil edilmiştir. Basle II de asgarî sermaye yeterlilik standardı;

$$\frac{\text{Sermaye}}{\text{Kredi riski} + \text{Piyasa riski} + \text{Operasyonel risk}} \geq \%8$$

suretindedir.³⁹¹ Buna göre Basle II'de risk kavramına Basle I'den farklı olarak piyasa riski ve operasyonel risk türleri de girmiştir.³⁹²

(iii) Aktif/Pasif oranıyla ilgili olarak

³⁸⁸ Basel Committee (January 2007), s. 1-2. Ancak geçiş dönemini yaşayan ve istikrarsız faaliyet gösteren bankalar için BIS tarafından asgarî sermaye yeterlilik oranı olarak %15 tesbit edilmiştir. [Atan (2002), s. 15.]

^(*) Basel I e göre bankalar için birçok risk türü vardır. Ancak pek çok banka için ana risk kategorisi “kredi riski”dir. [Basel Committee (July 1988), s. 8.]

³⁸⁹ Basel Committee (July 1988), s. 14.

³⁹⁰ Basel Committee (July 1988), s. 14.

³⁹¹ Secretarial of the Basel Committee (January 2001), s. 3, riskglossary.com/Basel Committee on Banking Supervision, Selimler (2002), s. 7. Fakat Basle II de diğer taraftan “sermaye” kavramına “kısa vadeli ödünçler”i ifade etmek üzere 3. bir kategori dahil edilmiştir. Bununla beraber sermayeye dahil edilen 3. kategori yalnızca piyasa riski hesaplanırken sermaye tutarı kapsamında kabul edilebilecektir.

³⁹² Secretarial of the Basel Committee (January 2001), s. 10, Basel Committee (June 2006), s. 157. Basel Committee'ye göre kredi riski borçlu tarafın “aciz”e düşmesi ya da başka herhangi bir sebepten bankanın bir müşteriye veya ülkeye verdiği kredinin vadesinde geri dönmemesi riskidir. Piyasa riski; piyasa fiyatlarındaki aksi yöndeki hareketlerden kaynaklanmak üzere bankanın blanço (aktif) değerindeki düşme meydana gelmesi riskidir. Operasyonel risk (faaliyet riski) ise direkt veya dolaylı şekilde bankanın dahilî prosedür, insan, sistem uygunsuzlukları ve başarısızlıklarından veya haricî hadiselerden kaynaklanmak üzere kayba uğraması riskidir.

(iv) Açılan kredilerin sektörler ve kişiler arasında nisbî dağılımı ile ilgili olarak

İlk olarak kredilerin yoğun olarak tek bir müşteriye açılması veya tek bir sektöre verilmesi, portföy çeşitlendirme teorisi gereğince, -toplam- kredilerin toplam riskliliğini arttırır. Kredilerin toplam riskliliğini azaltmak amacıyla, özellikle onların tek ya da birkaç müşteriye verilmesinin önüne geçilmelidir. Bu maksatla, tek bir müşteriye toplam kredilerin en fazla ne kadarlık bir payının verilebileceği, tesbit edilip prensip haline getirilmelidir.

İkinci olarak, kredilerin öz sermaye sahiplerinin diğer şirketlerine açılıp açılmayacağı ve bunun şartları, en fazla hangi oranda olabileceği tesbit edilip esaslara bağlanmalıdır. Bu, finansal kuruluşların içlerinin, öz sermaye sahiplerince boşaltılmasının önüne geçilebilmesi için zorunlu bir husustur.

(v) Kredi ve mevduatların vade yapılarıyla ilgili olarak.

D. KRİZE MUKAVEMET KONUSUNDA DİĞER TEMEL POLİTİKALAR

1. “Kur” ya da “faiz” istikrarı hedeflemesi yerine “fiyat istikrarı hedeflemesi”

Krize mukavemet bakımından merkez bankası “fiyat istikrarı”nı hedeflemelidir.³⁹³ Çünkü hem kur istikrarının hem de faiz istikrarının sağlanabilmesi, fiyat istikrarına bağlıdır. Fiyat istikrarı sağlanamadığı ve hem gerçekleşen hem de gelecekte beklenen enflasyon arttığında bu, ilk olarak ödünç faiz oranlarında artışa ve vadelerinde kısaltmaya götürür. İkinci olarak borç sözleşmelerinin çoğunlukla döviz cinsinden yapılmasına ve döviz kurunda yükselme eğilimine yol açar. Borç sözleşmelerinin döviz cinsinden kısa vadeli olması ise firma blançolarının aşırı “likidite ve kur riski” almalarını yani blançolarının beklenmedik döviz kuru artışlarına ve olumsuz etkilerine daha açık hale geldiğini ifade eder.

Fiyat istikrarı sağlanamadığında yani gerçekleşen ve gelecekte beklenen enflasyon oranı yükseldiğinde bu, ulusal para cinsinden ödünç faiz oranlarında da artış meydana getirir. Faiz oranlarında artış da yine asimetrik bilgi problemlerinde artışa, dolayısıyla reel sektörde ortalama yatırım kalitesinin düşmesine, finansal firmaların aktif kalitelerinin kötüleşmesine yol açar.

2. “Başarısızlığa düşmesine izin verilemeyecek kadar çok büyük”ün kurtarılması politikası^(*)

Krize müdahalenin hem paniği yatıştırmak itibarıyla etkin olabilmesi ve hem de gelecekte yeni krizlerin vuku bulmasına zemin hazırlamaması gerekir. Bu açıdan başvuru olan önemli yollardan birisi “krizde gerçekte sağlam firmaların kurtarılacağına” piyasaları inandırmakla beraber, piyasanın disipline edici gücünün işlemesi ve firmaları mali durumlarını

³⁹³ Hahn ve Mishkin (2000), s. 46-7.

(*) “Big too big to fail policy”

iyileştirmeye, aşırı risk almaktan kaçınmaya zorlaması için “bir miktar belirsizlik” bırakılmasıdır. Ne zaman, nasıl müdahale edileceği, kimin kurtarılacağı kriz öncesi dönemde kasıtlı olarak “belirsiz” bırakılır. Bunda maksat belli bir firmanın, eğer kötü duruma düşerse kurtarılacağından emin olmamasını sağlamaktır.

Piyasanın özgüvenini zayıflatmamak için müdahalenin nasıl yapılacağı, hangi firmaların kurtarılacağı hangilerinin kurtarılmayacağı hususunda “belirsizlik” müdahale kuralları belirsiz bırakılarak veya değiştirilerek oluşturulur.

Bu maddede yer alan prensip başarısızlığa düşmesine izin verilemeyecek kadar çok büyük bir firmanın kurtarılacağını ifade eder.³⁹⁴ Çünkü çok büyük bir firmanın başarısızlığa düşmesi tüm finansal sisteme yönelik genel güveni şiddetli şekilde sarsacaktır. Bu prensip önceden ilan edilir.

En büyük firmanın kurtarılacağı kesindir fakat sonra başarısızlığa düşenlerden hangilerinin kurtarılacağı hangilerinin kurtarılmayacağı belirsiz bırakılmıştır. Dolayısıyla bir firma kendisinin gelecekte “en büyük mü” olacağını yani “kötü duruma düşerse” kurtarılıp kurtarılmayacağını tam olarak bilemez ve mali durumunun kötü olmasını istemez. Bu, kriz zemininin kuvvetlenmeyeceğini ima eder.

3. Başarısız olan birinci en büyüğün iflasına izin verilmesinin, fakat ikinci büyüğün ve diğerlerinin başarısız olması halinde iflaslarına izin verilmemesinin kararlaştırılıp ilan edilmesi

Piyasanın özgüvenininin zayıflamaması ve disipline edici güçlerinin işleme için “bir miktar belirsizlik bırakma” yollarından birisi de budur. Burada başarısızlığa düşen en büyük firmanın başarısızlığına izin verilir ancak ikinci büyük ve diğerleri kurtarılır. Bununla beraber başarısızlığa ilk düşenin kurtarılmayacağı fakat ikinci ve sonra düşenlerin kurtarılacağı kararı da alınabilir. Çünkü bu durumda bir firma ilk önce başarısızlığa düşen olmamak zorunda hissedecektir. Ayrıca bir firmanın kaçınıcı sırada başarısızlığa düşeceğini kontrol etmesi veya bilebilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla bu durumda da herhangi bir firmanın kurtarılıp kurtarılmayacağı kesin değildir. Bir firma kurtarılacağına kesin olarak bel bağlayamaz.

4. Kısa vadeli spekülâtif yabancı sermaye girişini caydırıcı ve uzun vadeli yabancı sermaye (özellikle FDI) girişini ve dış borçların vadesinin uzamasını teşvik edecek politikalar

Ülkeye giren kısa vadeli, uluslararası finansal sermayenin finansal kırılganlığı artırdığı genel olarak kabul edilmektedir. Uluslararası sermayenin miktarı ve vade yapısı son derece önemlidir. Uluslararası sermaye girişi içerisinde doğrudan yabancı yatırımların (FDI) veya uzun vadeli fonların payı arttıkça ekonominin dış finansal şoklara ve krize açıklığı azalır. Döviz cinsinden kısa vadeli uluslararası spekülâtif finansal sermaye, ekonominin krizle karşılaşması

³⁹⁴ Hahm ve Mishkin (2000), s. 42-3, Mishkin (2000), s. 20-2

bakımından son derece tehlikelidir. Çünkü bu tür sermaye son derece volatil, beklentiler, kur ve faiz değişmelerine karşı çok hassastır. Bu tür sermayenin çok hızlı ve çok büyük tutarlar halinde âniden hareket edebilme kabiliyeti çok yüksektir. Bu, ülkedeki çok büyük bir uluslararası spekülâtif, kısa vadeli sermayenin o ülkeyi istikrarsızlaştırma, tüm makro ve mikro dengelerini altüst edebilme kabiliyetine sahip olduğunu ifade eder.

Bu yüzden gerek finansal firmaların ve gerekse reel sektör firmalarının özellikle bu tür yani uluslararası spekülâtif, kısa vadeli fonlar cinsinden borçlanması kriz literatüründe arzu edilmez ve firmaların bu yöndeki cesaretlerinin kırılması teklif edilir. Mesele bunun nasıl yapılacağıdır.

Bununla beraber uluslararası sermaye hareketleriyle ilgili kontrol ve yasaklamaların “etkin olmadığı” ileri sürülmektedir.

5. Para otoritesinin bir krize tam zamanında ve yerinde (derhal ve doğru) müdahaleye her an hazır olması ve bunu ilân etmesi politikası^(*)

Merkez Bankası, “ödeyebilme” kabiliyeti olan fakat likidite sıkıntısı içerisine düşmüş finansal kurumlara gerekli ve yeterli likiditeyi tam zamanında, talep ettiklerinde derhal sağlamayı kararlaştırır ve buna hazır olduğunu ilan eder. Fakat Merkez Bankası hem “ödeyebilme gücünden mahrum” olan hem de likidite sıkıntısı içerisinde bulunan finansal kuruluşlara ise likidite temin etmemeyi, onların iflaslarına seyirci kalıp izin vermeyi kararlaştırır ve bu tarzda hareket edeceğini ilan eder.

Krize tam zamanında ve yeterince kuvvetli şekilde müdahale edilmesi paniğin önlenmesi ya da yatıştırılması bakımından önemlidir. Müdahale ne erken olmalı ne de geç kalmalıdır.³⁹⁵ Finansal firma başarısızlıkları münferit olmaktan çıktığında ve panik yaygınlaşmaya başladığında derhal müdahale edilmelidir. Panik henüz başlamamış ise bankacılık krizlerinde aktif piyasalarında finansal kâğıt arzı dampinge dönüşmeye başladığı anda merkez bankası müdahale etmelidir.

6. “Sistemik risk” ile “sistemik olmayan risk” arasında ayırma gidilmesi^()**

Merkez bankaları sistemik risk ile sistemik olmayan risk arasında bir ayırım yapmalıdır.³⁹⁶ Merkez bankasının politikasının istikametini belirlerken gözönünde bulunduracağı en önemli husus şudur: Bir finansal kuruluşun başarısızlığı, bir sistemik riske sebebiyet verecek midir, yoksa sadece sistemik olmayan bir riske mi yol açacaktır?

(*) “prompt correctiv action policy”

³⁹⁵ Hahm ve Mishkin (2000), s. 34-5.

(**) “Sistemik risk” (“systemic risk”) (ya da “system-wide risk”) ile “sistemik olmayan risk” (“idiosyncratic risk”) ayırımı

³⁹⁶ Mishkin (1994), s. 18.

Merkez bankası bu politikada “ödeyebilme gücüne sahip” olan ancak likidite sıkıntısı çeken finansal kuruluşlara, isterse onların başarısızlıkları sistemik bir risk değil de sistemik olmayan bir risk doğuracak olsun, likidite temin eder.

Fakat “ödeyebilme gücünden mahrum” finansal kuruluşlardan likidite sıkıntısı içerisinde bulunanlara ise, Merkez bankası, eğer onların başarısız olmaları sistemik bir riske yol açacak ise ancak, likidite temin eder. Eğer “ödeyebilme gücünden mahrum” finansal kuruluşların, diyelim ki likidite sıkıntısı içerisinde olup gerekli likiditeyi bulamamaları sebebiyle, başarısız olmaları sistemik değil, yalnızca sistemik olmayan bir riske sebep olacaksa, Merkez bankaları onlara likidite temin etmez; onların başarısız olmalarına izin verip seyirci kalır.

7. Merkez bankalarının, reel sektörde “ödeyebilme gücüne sahip” fakat likidite krizi içerisinde olan firmalara ya doğrudan doğruya ya da dolaylı surette yani bir banka aracılığıyla ödünç (likidite) temin etme ve “iskonto penceresi”ni açık tutma politikası

Merkez bankası, reel sektörde likidite darlığı çeken firmalara ister dolaylı isterse direkt surette likidite verecek olsun, vereceği ödünçün son tahlilde reel sektörde likiditeye muhtaç firmalardan sadece “ödeyebilme gücüne sahip” olanlara gitmesini hedefler.

Merkez bankasının doğrudan doğruya ödünç temin etmek yolunu seçmesi, ödünçün reel sektördeki firmaya daha çabuk ulaşmasına imkân verebilir. Fakat Merkez bankasının reel sektörde likidite sıkıntısı çeken firmalardan hangilerinin “ödeyebilme gücüne sahip” hangilerinin ise “ödeyebilme gücünden mahrum” olduğunu tefrik edebilmesi, dolayısıyla hangilerine likidite temin etmesi gerektiğine karar verebilmesi çok zordur.

Merkez bankasının reel sektördeki firmalara dolaylı yoldan, yani bir banka aracılığıyla likidite vermek yolunu tercih etmesi durumunda, ödünç firmaya nisbeten daha uzun bir sürede ulaşabilir. Ancak sözkonusu ödünçün, dolaylı surette verilmesi halinde, “ödeyebilme gücünden mahrum” değil, yalnızca “ödeyebilme gücüne sahip” firmalara gitme ihtimali daha kuvvetlidir. Bir diğer ifadeyle ödünçün bu durumda hangi firmaya verileceği hususundaki tercih, daha isabetli olacaktır. Çünkü, bankalar, Merkez bankasına ve diğer finansal kuruluşlara göre, özel durumları sebebiyle, reel sektörde hangi firmaların “ödeyebilme gücüne sahip” hangilerinin “ödeyebilme gücünden mahrum” durumda olduğunu daha doğru şekilde bilebilirler. Bankalar, Merkez bankasına ve diğer finansal kuruluşlara göre, reel sektördeki firmalar hakkında daha fazla bilgiye sahip durumda olup, doğru ve kuşatıcı bilgi toplamak, onların ekonomik durumlarını takip edebilmek bakımlarından çok daha avantajlıdır.^(*)

^(*) Örneğin kredi derecelendirme sayesinde.

Merkez bankasının reel sektöre dolaylı yoldan (bankalar aracılığıyla) ödünç temin etmesi durumunda, reel sektörde likidite krizi içerisindeki firmalardan solvent olanlar ile “ödeyebilme gücünden mahrum” olanları ayırdetmek ve ödünçün sadece “ödeyebilme gücüne sahip” firmalara intikal etmesini gerçekleştirmek mükellefiyeti, bankalar üzerindedir. Ödünçün, geri dönmeme riski, bu durumda Merkez bankasından, aracı bankaya geçmiş olur. Ayrıca Merkez bankası, reel sektördeki firmaların ekonomik durumlarını, onların “ödeyebilme gücüne sahip” ve “ödeyebilme gücünden mahrum” olanlarını ayırdetmek noktasında, takip etme, onlar hakkında bilgi toplama sorumluluk ve maliyetinden kurtulur. Reel sektördeki firmalar arasında “ödeyebilme gücüne sahip” ve “ödeyebilme gücünden mahrum” olanları ayırdetmek mükellefiyetinin kendisine geçmiş olması, bankaları reel sektördeki firmaları takip etme, haklarında bilgi toplamak sorumluluğu ile; dolayısıyla ilave bir maliyet ile karşı karşıya getirir. Bu, bankanın böyle bir durumda aracılığı rasyonel bulabilmesi için, Merkez bankasının bankaya verdiği ödünçün faiz haddinin^(*) bankanın reel sektördeki “ödeyebilme gücüne sahip” firmaya açtığı kredi faiz haddinden^(**) daha düşük olmasını zorunlu kılar. Merkez bankası, burada da hangi yolu tercih edeceğini yine önceden karara bağlayıp ilân etmelidir.

Merkez bankasının bankalara “iskonto penceresi”ni açık tutma politikası

Hem kriz dışı dönemde hem de finansal kriz tehlikesi kuvvetli iken veya finansal kriz ortaya çıktıktan sonra, ekonominin finansal krize karşı mukavemetinin artırılması ya da yaşanmakta olan bir finansal krizden kurtulması bakımından; ulusal son ödünç verici merciiin (Merkez bankası), ekonomide reel sektöre finansal sistem (bankalar) aracılığıyla likidite enjekte etmesi ve bunu “iskonto penceresini açık tutarak” yani bankalara iskonto kolaylıkları sağlayarak gerçekleştirmesi, en önemli politikalardan birisidir.

İskonto penceresinin açık tutulması, aracı banka bakımından ulusal son ödünç verici merciden alınan likiditenin maliyetinin^(***) ödünçün bankaya getirisinden^(****) daha düşük olmasına imkân verir.

Aracı bankanın uyguladığı kredi faizi ile Merkez bankasının bankaya ödünç verirken uyguladığı iskonto faizi arasındaki pozitif fark, aracı bankanın aracılık yapmak dolayısıyla elde ettiği kârını meydana getirir. İlk olarak söz konusu farkın, aracı kuruluş açısından aracılığın rasyonel kabul edilebilmesi yönünden pozitif olması zorunludur.

İkinci olarak söz konusu pozitif fark, bankaların reel sektördeki firmaları “ödeyebilme gücüne sahip”-“ödeyebilme gücünden mahrum” olmak itibarıyla ayırdetmek üzere “izlemeleri”

^(*) ödünçün bankaya maliyetinin

^(**) ödünçün bankaya getirisinden

^(***) Merkez bankasının bankalara verdiği ödünçlere uyguladığı faiz haddi yani iskonto faizi

^(****) aracı bankanın uyguladığı kredi faiz haddinden

için katlandıkları maliyeti aşmalıdır.

Üçüncü olarak bankaların reel sektördeki firmaları “izleme” maliyetinden, sözkonusu pozitif farkın daha büyük olması; bankalara reel sektördeki firmaları “izlemeleri” için kuvvetli bir gerekçe sağlar. Böylece finansal sistemde bilgi toplamak bakımından “bedavacılık” probleminin azalmasına önemli bir katkı ortaya çıkmış olur.

8. “Ödeyebilme gücünden mahrum” duruma düşen fakat faaliyetine fiilen hala devam etmekte olan finansal kuruluşların, derhal faaliyetlerine son verilerek kapatılması

İster kriz öncesinde finansal kriz potansiyelini ortadan kaldırıp finansal kırılganlığı azaltarak ekonominin finansal krize karşı mukavemet kazanmasını sağlamak için olsun, isterse meydana geldikten sonra bir finansal krizden kurtulmak için olsun, “ödeyebilme gücünden mahrum” hale gelen finansal firmalardan fiilen faaliyetine hala devam edenlerin faaliyetlerinin derhal durdurularak kapatılmaları savunulmaktadır.

Bunda başlıca iki hedef gözetilmektedir:

İlk olarak “ödeyebilme gücünden mahrum” duruma düşmeleri halinde faaliyetlerinin derhal durdurulacağını ve kapatılacaklarını önceden bilen finansal kuruluşlar, “ödeyebilme gücünden mahrum” hale gelmemeye çalışacaklar, “aşırı risk almak”tan kaçınacaklardır. Bu, finansal kırılganlığı azaltmak bakımından son derece önemlidir. Finansal kesimde piyasa disiplininin cari olması, piyasanın otokontrol mekanizmasının işleyebilmesi, “ödeyebilme gücünden mahrum” finansal kuruluşların faaliyetleri durdurularak kapatılmalarını gerektirir.

İkincisi, “ödeyebilme gücünden mahrum” hale düşen finansal kuruluşların kapatılmasında hem “bankacılık sistemi”ne hem de daha bütünsel anlamda finansal sisteme, hem yurtiçi hem de yabancı tasarruf sahipleri nezdinde tekrar “güven” kazandırılması veya mevcut “güven”in muhafaza edilmesi hedeflenmektedir. “Ödeyebilme gücünden mahrum” duruma düşen finansal kuruluşlar faaliyetleri derhal durdurulup kapatılır ise ve hem yurt içi hem de yabancı tasarruf sahipleri de buna inanırlar ise; tasarruf sahipleri mevcut bankacılık sistemine, daha geniş anlamda finansal sisteme güven duyarlar. Çünkü tasarruf sahipleri, faaliyetine devam eden (açık) finansal kuruluşların, kapatılmamış, hala faaliyetlerine devam etmekte oluşlarından hareket ederek, “ödeyebilme gücünden mahrum” değil, “ödeyebilme gücüne sahip” kurumlar olduklarını, malî yapılarının sağlam olduğunu düşünürler.

Bankacılık sistemine ve finansal sisteme tekrar güven duyulması, hem yurtiçi hem de yabancı tasarrufların bankacılık sistemine çekilebilmesi noktasından son derece önemli olup şarttır. Yabancı ve yurtiçi tasarruf sahipleri, finansal kuruluşlardan kapatılmış olanlar dışında geri kalanlara eğer güven duyarlar ise ancak, tasarruflarını finansal kuruluşlara yatırırlar.

Yurtiçi finansal sisteme-bankacılık sistemine yabancı tasarrufların çekilmesi döviz krizinin, yurtiçi tasarrufların çekilmesi ise bankaların sermaye yapılarının iyileşmesi sonucu likidite krizinin aşılması itibarıyla oldukça önemlidir. Sermaye yapıları kuvvetlendiğinde bankalar, kredi piyasasında kredi arzına tekrar yönelebilirler.

9. Yurtiçi para birimine serbest kur sistemi uygulamasından ayrılmamak şartıyla tekrar istikrar ve güven kazandırılması

Yurtiçi para birimine istikrar ve güven kazandırılmalıdır. Yurtiçi para birimine tasarruf sahiplerince güven duyulur ise ancak, tasarruf sahipleri tasarruflarını “yabancı para” ya da “mal” cinsinden değil “yurtiçi para” cinsinden tutmayı tercih ederler. Tasarruf sahipleri, tasarruflarını döviz ya da mal cinsinden değil, “yurtiçi para” cinsinden muhafaza etmeyi düşünürler ise ancak, o takdirde tasarruflarını yurtiçi para cinsinden ödünç olarak arz etmeye yönelirler. Ödünç sahipleri, tasarruflarını yurtiçi para cinsinden ödünç olarak arz ederler ise, ödünç talep edenler yurtiçi para cinsinden ödünç bulup borçlanabilecekler, aksi halde yabancı para cinsinden ödünç talep edip borçlanmaya yönelmek zorunda kalacaklardır. Yurtiçi para cinsinden ödünç arzındaki artış, ayrıca ödünçün fiyatının (borçlanma faizinin) düşmesi bakımından da önemlidir. Ekonomide yabancı para cinsinden borçların pakyının artması, hem ekonominin döviz ihtiyacını hem de finansal sektörde kırılganlığı, dolayısıyla de finansal kriz potansiyelini arttırır.

Ekonomide finansal kırılganlığın azalması bakımından bu durumda yabancı nakit cinsinden borçların payı düşürülmeli, bunun için ise tasarrufların ödünç piyasasına yurtiçi nakit cinsinden arz edilmesi; reel sektöre yurtiçi nakit cinsinden kredi açılması, bankalara yurtiçi nakit cinsinden mevduat yatırılması teşvik edilip cazip hale getirilmelidir. Fakat bu, asla yüksek faiz politikası uygulayarak değil, ulusal paraya istikrar ve itibar kazandırılarak, bir diğer ifadeyle fiyat istikrarı sağlanarak gerçekleştirilmelidir.

10. Merkez bankasının kuvvetli, bağımsız ve daha güvenilir hale getirilmesi

Gerek kriz zemininin önlenmesi, gerekse başladığında kriz yönetimi politikalarının etkin olabilmesi açısından merkez bankasının rezerv yapısının ve kredibilitesinin kuvvetliliği, güvenilirliği, bağımsızlığı son derece önemlidir. Krizden çıkış ve finansal sisteme yeniden genel güven kazandırılması bakımından kriz yönetimi politikalarının doğruluğu, tutarlılığı ve sürdürülebilirliğine duyulan güven önemlidir ve büyük ölçüde para otoritesinin güvenilirliğine bağlıdır.

Bu çerçevede kriz zemininin zayıflaması bakımından yine sağlam ve tutarlı, sürdürülebilir, güvenilir makroekonomik politikalar uygulanması son derece önemlidir.

11. Finansal kuruluşları aşırı risk almaktan vazgeçirmek üzere onların üzerinde piyasa otokontrolünün ve disiplininin sağlanması

Finansal kuruluşların aşırı risk üstlenmelerini önlemek maksadıyla onlar üzerinde piyasa disiplini sağlanmalıdır.³⁹⁷ Bu çerçevede asimetrik bilgi problemlerinin azaltılması kilit durumdadır. Aşırı risk alıp mali yapısı zayıflamaya başladığında bu bankadan mudiler ödünçlerini çekmeye yönelmeli, yalnızca kendilerine taahhüt edilen faiz ile ilgilenmemelidirler. Bu durumda mevduat garantisi-sigortası ve kefalet sistemi piyasa disiplininin ve otokontrol mekanizmasının işlemesine zarar vermektedir. Piyasa disiplininin çalışması gerek yurtiçi finansal araçlar ve uluslararası kreditorler gerekse yurtiçi mevduat sahipleri ve bankalar bakımından son derece önemlidir.

Mevduat garantisi-sigortası sisteminin varlığı bankacılık paniklerini önlemektedir fakat bankacılık krizlerini ise önleyememektedir.

12. Bir ülkedeki finansal kriz potansiyeline ya da finansal krize karşı, diğer ülkelerin ve uluslar arası finansal kuruluşların kayıtsız kalmayıp sorumluluk alması zorunluluğu

Finansal kriz, ülkeler arasında “bulaşıcı” bir tabiata sahiptir. Bir ülkede ortaya çıkmış finansal kriz, hızlı bir şekilde hem komşu hem de uzak ülkelere sıçrayabilir. Finansal krizin bir ülkeye sıçrayıp sıçramayacağını belirleyen en önemli iki unsur vardır: İlki o ülke ekonomisinin finansal kırılganlık derecesinin yüksek olup olmadığıdır. Burada reel sektör firmalarının finansal kırılganlıkları da önemli olmakla beraber temelde finansal sektörün finansal kırılganlığı önemli ve belirleyicidir. İkincisi, o ülkenin krizin çıktığı ve sıçradığı ülkelerle ekonomik münasebetlerinin mevcut olup olmadığıdır.

Finansal krizin bulaşıcı bir karakterde olması, bir ülkenin finansal krize karşı mukavemet kazanması ve meydana gelmiş bir krizin kendisine sıçramasından korunması açısından son derece önemli sonuçlar doğurur.

Diğer herhangi bir ülkedeki finansal kriz potansiyeli, aynı zamanda belirli bir ülke ekonomisi bakımından da bir kriz potansiyeli anlamına gelmektedir. Belirli bir ülke, kendi ekonomisinde finansal kriz potansiyelini eğer tamamen ortadan kaldırmak istiyor ise diğer ülkelerdeki finansal kriz potansiyellerinin ortadan kalkmasını da arzu etmelidir. Başka ülkelerde finansal kriz potansiyeli var ise, bilhassa az ya da çok finansal kırılganlığa sahip her ülke ekonomisi için finansal kriz potansiyeli var demektir.

³⁹⁷ Hahm ve Mishkin (2000), s. 28-9.

Belirli bir ülke, eğer bir başka ülkede vuku bulmuş finansal krizin kendi ülkesine intikal edip, kendi ekonomisinde de bir finansal kriz patlak verdirmesini arzu etmiyor ise, kriz ülkesinde finansal krizin şiddetlenmemesini ve diğer ekonomilere yayılmamasını arzu etmelidir. Bu, belirli bir ülkenin, hem kendi ekonomisi için finansal kriz potansiyelini tamamen kurutmak hem de ekonomisine diğer ülkelerden bir finansal krizin sıçramasına mâni olabilmek itibarıyla, iktisat politikası mercileri ve tüm finansal kuruluşlarıyla “aktif sorumluluk” almaları icap ettiğini imâ eder. Bir diğer ifadeyle, bir ülkedeki iktisat politikası mercileri ve finansal kuruluşların diğer ülkelerdeki finansal kriz potansiyeli ve finansal krizlerle aktif olarak ilgilenmeleri, o ülkelerdeki potansiyel ya da fiilî haldeki bir krizin ortadan kaldırılmasına katkıda bulunmak üzere çaba harcamaları için, yine kendi ekonomilerinin selameti noktasından önemli bir ekonomik rasyonalite vardır.³⁹⁸

Bir ülkedeki iktisat politikası yapımcıları ve finansal kuruluşların diğer bir ülkedeki finansal kriz potansiyelin ya da fiilen yaşanmakta olan bir finansal krizin ortadan kalkması bakımından birkaç surette “sorumluluk” alabilmesi mümkündür:

a) Bir ülkedeki finansal kuruluşlar ve Merkez bankası, diğer ülkelerdeki finansal kuruluşları, malî yapıları, ne derecede risk almakta oldukları gibi noktalardan yakından takip etmeli, haklarında bilgi toplamalıdır. Bir ülkedeki finansal kuruluşlar ve Merkez bankası, bir diğer ülkedeki finansal kuruluşların o ülkedeki murakabe-denetim ve izlemeyle ilgili yetkili merci ve Merkez bankası tarafından “izlenme”si faaliyetine direkt olarak da katkıda bulunabilirler.

Bir ülkedeki finansal kuruluşlar ve Merkez bankası, izleme faaliyeti sonucu diğer ülkelerdeki finansal kuruluşların aşırı risk üstlenmiş olduklarını, malî yapılarının zayıfladığını ve o ülkenin finansal sisteminin kırılmasını artırdığını görürler ise, o ülkedeki iktisat politikası mercilerine ve Merkez bankasına bunu haber vermelidirler.

b) Bir ülkedeki finansal kuruluşlar, Merkez bankası ve politika yapımcıları, diğer ülkedeki hükûmetleri, kendi ülkelerinde finansal kriz potansiyelinin ya da fiilen yaşanmakta olan bir finansal krizin ortadan kaldırılması noktasından finansal sistemde gerekli malî reformları yapmaya teşvik edip gerektiğinde iktisadî ve politik yollardan zorlayabilirler.

c) Bir ülkedeki finansal kuruluşların ve Merkez bankasının, diğer her bir ülkedeki finansal kuruluşları izleyebilmesi çok zor, hatta imkânsız ve çok maliyetlidir. Ayrıca bir ülkedeki belirli bir finansal kuruluşun birden fazla ülkenin finansal kuruluşları ve Merkez bankalarınca ayrı ayrı izlenmesi ve sözkonusu finansal kuruluş hakkında ayrı ayrı bilgi toplanması, dünya ekonomisi açısından boşuna katılan ilâve bir maliyettir. Sözkonusu ilâve maliyet birincisi, çeşitli ülkelerdeki finansal kuruluşların izlenmesi, haklarında bilgi toplanması

³⁹⁸ Mishkin (1994), s. 42-3.

hususunda ülkeler arasında bir uluslar arası koordinasyon kurulması yoluyla ortadan kaldırılabılır. Sözkonusu maliyet ikinci olarak, tüm ülkelerdeki finansal kuruluşları izlemek, murakabe etmek, haklarında bilgi toplamak ve talep edildiğinde arz etmek üzere muteber bir “uluslar arası murakabe-denetim ve izleme kurumu” tesis edilmek yoluyla ortadan kaldırılabılır. Böylece her ülkedeki finansal kuruluşların murakabe ve izlenme faaliyetleri tek elden, bu uluslar arası murakabe kurumu eliyle yürütülür. IMF, WB ve çeşitli uluslar arası kuruluşlar bu fonksiyonu bir ölçüde yerine getirmektedirler.

Böyle bir uluslar arası murakabe-denetim ve izleme kurumu, yeterli miktarda finansal kaynağa, uzman kadroya ve teknik donanımına sahip olmalıdır. Ülkeler, bu kuruma, finansal kaynak, uzman kadro ve teknik donanım temin etmek bakımından katkıda bulunabilirler.

İlaveten, oluşturulan “uluslar arası murakabe-denetim ve izleme kurumu”na, finansal piyasaların düzenlenmesi, her ülkede finansal kuruluşlar için geçerli olmak ve uyulması iradî veya mecburî olmak üzere tek tip standartlar geliştirilip tesbit edilmesi; finansal kuruluşların murakabe ve denetimlerinde uygulanacak esasların araştırılıp ortaya konulması görevi de verilmelidir. Bir bakıma Basle Committy bu misyonu kısmen yerine getirmektedir.

d) Bir ülkedeki finansal kuruluşlar ve Merkez bankası, uluslar arası finansal kuruluşlar, eğer bir diğer ülkede gelecekte kuvvetli bir finansal kriz tehlikesi belirir ya da finansal kriz patlak verir ve o ülkedeki Merkez bankası, “ödeyebilme gücüne sahip” finansal kuruluşlar finansal krizin önünü almak ya da ortaya çıkmış bir finansal krizden kurtulmak bakımından “likidite”ye ihtiyaç duyarlar ise, uluslar arası nihaî ödünç verici merci olarak harekete geçip onlara gerekli likiditeyi derhal vermeye hazır olduklarını “ilan etmeli”dirler.

e) Bir ülkedeki finansal kuruluşlar, Merkez bankası ve uluslar arası finansal kuruluşlar, eğer bir ülkede finansal kriz ortaya çıkar ise onun daha da şiddetlenmemesi ve ortadan kaldırılması için, likiditeye ihtiyaç duymaları halinde o ülkedeki Merkez bankasına ve “ödeyebilme gücüne sahip” finansal kuruluşlara derhal yeteri miktarda likidite (ödünç) vermeli; “uluslar arası nihaî ödünç verici merci” rolünü yerine getirmelidirler.

f) Uluslar arası likidite yardımının kriz tehlikesi ya da fiilen kriz içerisindeki bir ülkeye, o ülkede finansal kesimde gerekli reformları hükûmetlerin yerine getirmeleri gibi muhtelif şartlara bağlı tutulması, son derece tartışmalı bir konudur. Burada kriz tehlikesinin uzak olduğu (normal) dönem ile kriz tehlikesinin yakın veya fiilen krizin yaşanmakta olduğu dönemlerde verilecek likiditenin şarta bağlı kılınıp kılınmaması noktasında uluslar arası son ödünç verici merci rolünü oynayacak kurumların takip edecekleri yolları ayırdetmek gereklidir. Uluslar arası finansal kuruluşların, verecekleri finansal yardımları, hükûmetlerin finansal kırılğanlığı ortadan kaldırmak için gerekli olan finansal reformları yapmak şartına, normal yani finansal kriz tehlikesinin henüz uzak olduğu dönemlerde, tâbi tutmaları bir mahzur içermez.

Fakat finansal kriz tehlikesi çok şiddetli veya finansal kriz yaşanmakta iken, uluslar arası finansal kuruluşların gerekli likidite (ödünç) yardımını, politik iktidarın, ülkesinde gerekli finansal reformları yapması ya da diğer bir şarta bağlamaları kriz tehlikesinin önünün alınması veya krizin ortadan kaldırılması açısından müdahalede gecikmeye yol açar. Gecikme ise, hem krizi şiddetlendirip derinleştirerek toplumsal maliyetini arttırır hem de krizden çıkış için gerekli likidite miktarını önemli ölçüde yükseltir.

Nitekim, IMF'nin Asya Krizi ortaya çıktığında kriz ülkelerine yardımı birtakım şartlara bağlamasının, krize müdahalede gecikmeye yol açtığı, bu yüzden bir taraftan krizin şiddetlenip derinleşmesine ve toplumsal maliyetinin önemli derecede artmasına diğer taraftan da krizden çıkış için gerekli likidite miktarını önemli ölçüde yükselttiği ileri sürülmektedir. Bu tavrı sebebiyle IMF, önemli tenkitler almıştır.

13. Riskliliğin murakabe edilmesi ve azaltılması maksadıyla bankacılık sistemiyle ilgili olarak risk yönetimi ve aktif kalitesi üzerinde yoğunlaşılması

Reel sektörün şoklara maruz kalması ve firma başarısızlıkları meydana gelmesi ve de bunun finansal sektöre bulaşması ihtimaline karşı genelde finansal sektör özelde bankacılık sektörü blanço riskine karşı finansal yapısını sağlamlaştırmalıdır. Bu maksatla:

(a) Finanse edilecek projelerin risklilik derecesi araştırılıp gerçek şekilde fiyatlandırılmalı, bu esnada risk yönetimi ve araştırma teknikleri kullanılmalıdır.

(b) Blançoda aktiflerin toplam risklilik derecesinin düşük ve bu surette aktif kalitesinin yüksek olması gözetilmelidir. (Aktif yönetimi)

(c) Aktiflerin toplam risklilik derecesinin düşük olması çerçevesinde krediler;

(i) hem muhtelif sektörler,

(ii) hem aynı sektördeki muhtelif firmalar,

(iii) hem de iç piyasaya ve dış piyasalara yönelik firmalar

arasında “çeşitlendirilmeli”dir. Böylece bankanın aktifleri içerisinde herhangi bir firma veya sektöre verilen kredilerin ağırlığı azalacak, bankanın bağımlılığı düşecektir.

Herhangi bir firmaya veya sektöre bağımlılığının yüksek olmaması bankaların, bir firma başarısızlığı veya sektörel başarısızlık sonucu geri dönmeyen kredilerden çok fazla etkilenmemesine ve finansal kurumun da başarısızlığa düşmemesine imkân verecektir.^(*)

Yine reel sektörde iç piyasaya ve ihracata yönelik üretim yapan firmalar arasında krediler çeşitlendirildiğinde, banka iç talepte veya dış talepte vukû bulacak âni/beklenmedik bir daralmadan, iç veya dış şoktan ve müteakiben reel sektör firma başarısızlıklarından çok fazla etkilenmeyecektir.

(*) “porföy çeşitlendirme teorisi” gereğince.

(d) Bankaların likit rezerv/mevduat oranı yüksek olmalıdır.

(e) Bankalar; gerektiğinde aktiflerini nakde çevirmek ve bu surette likit rezerv bulmak üzere bankalar arası ve uluslar arası finansal piyasalara açılacak kâbiliyet ve kredibiliteye sahip olmalıdır.

(f) Ulusal ve uluslar arası son ödünç verme mercii^(*) mevcut olmalıdır.

(g) Hem kısa vadeli borç oranı hem de döviz cinsinden borç oranı düşük olmalı, pozisyon açığı oranı yüksek olmamalıdır.

(h) Döviz cinsinden rezerv/döviz cinsinden mevduat oranı yüksek olmalıdır.

(ı) Döviz cinsinden rezerv/döviz cinsinden kısa vadeli borç oranı yüksek olmalıdır.

(i) TL cinsinden likit varlıklar/TL cinsinden kısa vadeli borç oranı yüksek olmalıdır.

(k) Krediler; para birimleri ve dövizler itibarıyla çeşitlendirilmelidir. Bu çerçevede krediler:

İlk olarak yurtiçi para ve yabancı para cinsinden olmak üzere çeşitlendirilmelidir. Örneğin kredilerin değeri yurtiçi paraya ve yabancı paralara aşırı bağımlı olmamalıdır.

İkinci olarak döviz cinsinden olan krediler çeşitlendirilmeli; böylece dış kredilerin tek bir dövize (muayyen bir ülke parasının değerindeki düşmelere) aşırı derecede bağımlı olması önlenmelidir. Örneğin dış kredilerin en büyük miktarını sadece Rus Rublesi cinsinden verilmesi risklidir. Bunun yerine dış krediler; bir kısmı €, bir kısmı \$, bir kısmı Ruble, bir kısmı £ şeklinde verilmek yoluyla çeşitlendirilmelidir.

14. Yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişi

Kredileri bize göre döviz cinsinden olduğundan yabancı bankaların kredileri ile mevduatları arasında para birimi itibarıyla tutarsızlık olmaz. Bunlar daha az kur riski üstlenmiş olurlar.

Acaba bizim ülkemize TL cinsinden kredi verirlerse? Bu durumda yurtiçi bankalara benzemiş olurlar.

Banka reel sektöre döviz cinsinden kredi verirse bu defa kur riski reel sektöre aktarılmış olur. Yani para birimi itibarıyla tutarsızlık ve kur yükselişinin olumsuz sonuçlarına açıklık reel sektör işletmesine geçer.

Eğer kredi verilen firma hem ihracatçı hem de ithal girdi kullanmıyor ise böyle firmaya döviz cinsinden kredi verilmesi halinde ekonomi kur artışından olumsuz etkilenmez.

Bankalar döviz cinsinden borçlanmışlarsa kur riskini azaltmaları bakımından 2 yol vardır: (i) Döviz cinsinden rezerv tutmaları, (ii) Döviz cinsinden kredi vermeleri. Burada

^(*) “national” or “international lender of last resort”

bankaların kredilerini para birimi itibarıyla çeşitlendirmeleri, risk yönetimi çerçevesinde, önem kazanmaktadır.

Krize mukavemet açısından yabancı bankaların yurtiçi bankacılık sektörüne girişleriyle ilgili olarak burada 5 ana soruya cevap aranacaktır.

İlk olarak yabancılar, ödünçlerini dövizden (\$) ulusal paraya (TL) çevirip ulusal para cinsinden ülkemizdeki finansal aracı kuruluşlara borç olarak verirlerse, ülkemizin finansal sistemi yine de kırılganlaşır mı?

Çünkü yabancılar ödünçlerini dövizden (\$) ulusal paraya (TL) çevirip TL cinsinden ülkemizdeki örneğin bankalara borç verdiklerinde, ekonomimiz^(*) yabancılar (\$) cinsinden değil ulusal para (TL) cinsinden borçlanmış olmaktadır. Bize göre (ülkemiz nokta nazarından) döviz (\$) cinsinden borçlanmış olanlar yabancı finansal kuruluşlardır. Fakat burada yabancı finansal kuruluşlar; kendileri noktai nazarından ise döviz cinsinden değil, kendi ulusal paraları cinsinden^(**) borçlanmış durumdadırlar.

Şüphesiz ulusal para birimi (TL) cinsinden de olsa finansal sistemin, borç yükü arttığında finansal kırılganlığı da artar. Fakat TL (ulusal para) cinsinden borç yükü arttığında, döviz kuru artışı beklendiğinde, dövize hücum edecekler kervanı genişlemez. Çünkü, borç ulusal para (TL) cinsinden olduğunda ulusal finansal aracı açısından döviz kuru arttığında, borcunun reel yükü artmayacak, alacaklısı yabancılar olsa bile sabit kalacaktır.

Yabancılar açısından ise bu durumda^(***) alacaklarının kendi ulusal paraları (\$) cinsinden ve reel değeri düşecektir. Bu, \$/TL yükselişinin TL cinsinden alacaklı olan yabancı finansal kuruluşların malî durumlarını sıkıntıya götürebilir, fakat çok büyük bir malî sıkıntıya düşürmez. Çünkü ilk olarak sözkonusu yabancı finansal kuruluşun alacaklarının sadece bir kısmı TL cinsinden olup reel olarak azalacaktır. İkinci olarak yükümlülükleri (pasifleri; borçları); önemli ölçüde kendi ulusal para birimi cinsinden veya TL ile ilgisiz^(****) döviz cinsinden olup döviz karşısında TL değer kaybettiğinde reel olarak artmayıp sabit kalacaktır.

Eğer yabancı finansal kuruluşun kredileri arasında TL cinsinden olanlar çok büyük bir kısım ise yani sözkonusu kuruluş kredi çeşitlendirme yoluna gitmemişse, TL nin döviz karşısında değer kaybetmesi, sözkonusu yabancı finansal kuruluşu malî sıkıntıya düşürebilir.

Yabancı finansal kuruluş; TL cinsinden alacakları reel değer kaybettiğinde, bize göre döviz fakat sözkonusu kuruluşu göre kendi ulusal para birimi cinsinden borçlarını ödeyebilmek bakımından muhtemelen ciddi bir problem muhtemelen çıkmaz.

(*) ulusal finansal araçlar ve finansal sistemimiz

(**) örneğin Alman finansal kuruluşu ise € cinsinden

(***) döviz kuru (\$/TL) yükseldiğinde yani TL nin değeri düştüğünde

(****) TL değerinin düşmesi sayesinde sözkonusu yabancıların kendi ulusal parası karşısında değer kazanmayacak

Çünkü sözkonusu yabancı kuruluş açısından borçları da önemli ölçüde alacakları, elindeki fonları ve likit varlıkları da yine kendi ulusal parası cinsindedir. Para birimi itibarıyla borçları ile aktifleri arasında kayda değer bir tutarsızlık yoktur.

Örneğin bir Fransız bankası € cinsinden ödünçlerini TL ye çevirip ülkemizde bir finansal kuruluşa TL cinsinden borç vermiş ve bu süreçte de €/TL artmış olsun. TL cinsinden alacakları Fransız bankasının toplam alacaklarının %5 i seviyesinde kabul edilsin. Bu Fransız bankasının borçlarının %90 ı yine € (kendi ulusal paraları), sadece %10 u \$ (Fransız bankası bakımından döviz) cinsinden olsun. Ülkemizde sabit kur sisteminin ve mevduatlara devlet garantisi sisteminin mevcut olduğu farz edilsin.

€/TL artarsa (TL nin € karşısında değeri düşerse) Fransız bankasının malî durumu bundan^(*) nasıl etkilenir?

İkincisi döviz (€) cinsinden ödünçü ulusal paraya (TL) çevirip ülkemizde bir bankaya TL cinsinden borç veren bir yabancı finansal kuruluş (örneğin bir Fransız bankası); borçlarının ekserisi € (kendi ulusal para birimi) ve az bir kısmı da \$ cinsinden iken; €/TL (döviz kuru) yükseleceğini (TL nin € karşısında değer kaybedeceğini) beklediğinde; nasıl hareket eder?

Ülkemizdeki € cinsinden borcu olan bir ulusal finansal aracı kuruluş gibi hareket ederek dövize (€ a ve \$ a) hücum eder mi?

Yabancı finansal kuruluş vadesi gelen €, \$ cinsinden borçlarını ödemek için bizim ülkemizdeki döviz piyasalarında mı kendi ülkesindeki döviz piyasalarında mı yoksa diğer ülkelerdeki döviz piyasalarında mı \$, € satın alımına geçer? Bu, bizim ülkemizdeki döviz piyasalarında €, \$ ın TL cinsinden değerini etkiler mi?

Üçüncü olarak yabancı finansal sermaye girişine ulusal finansal aracının değil, çokuluslu (uluslararası) finansal araçların aracılık etmesi; ülkemizin finansal sisteminin sağlamlığı-kırılganlaşması bakımından farklılığa sahip midir?

Çünkü çok uluslu finansal kuruluşlar (örneğin HSCB) hem kendi ülkesinde (bize göre yabancı ülkede) hem de bizim ülkemizde örgütlenmiştir. Bu sebeple çokuluslu bankalar döviz (€, \$) cinsinden ödünçleri toplayıp TL ye (ulusal paraya) çevirerek bizim ülkemizde finansal kuruluşlara veya reel sektör işletmelerine TL cinsinden borç verme imkân ve kabiliyetine daha fazla sahiptirler. Bir diğer ifadeyle çokuluslu finansal firmaların ülkemize yabancı ödünç temin ederken,^(**) “kur riski”ni üzerlerine almaları mümkündür.^(***)

Ülkemizde ulusal paranın döviz karşısında değer kaybetmesi beklendiğinde ülkemizdeki bankalara, işletmelere TL cinsinden ödünç vermiş olan çok uluslu bankaların nasıl

^(*) döviz kuru yükselişinden

^(**) ülkemize yabancı finansal sermaye girişi gerçekleşirken

^(***) Çünkü bize göre döviz, fakat onlara göre ulusal para.

etkileneceğini tesbit etmek hususunda, onların aktif ve pasiflerinin para birimi itibarıyla yapısına bakmak gereklidir.

Çok uluslu bir banka (örneğin HSCB) İngiltere’de (£ veya) € cinsinden fonları alıp TL ye çevirerek ülkemizde bir ulusal bankaya veya ülkemizdeki şubeleri sayesinde doğrudan reel sektör işletmelerine TL cinsinden kredi olarak verebilir.

Dördüncüsü çokuluslu bankaların ülkemizde bankacılık sektörüne girmeleri hem $\Delta i = i - i^*$ farklılıklarını azaltacak, hem de döviz kurunun yükselmesi tehlikesine karşı muhtemelen finansal sistemimizin kırılganlığını azaltacaktır.^(*) Şu halde çok uluslu bankaların finansal sistemimize girmesi sistemin kırılganlığını azaltıp finansal kriz zeminini zayıflatmaktadır.. İsterse sabit kur sistemi geçerli olsun ve mevduatlara hazine garantisi ister olsun ister olmasın.

Eğer θ ve Δi artışı yabancı bankaları kendi ülkelerinde (\$, € vb.) döviz cinsinden ödünçleri toplayıp TL ye çevirerek bizim ülkemizde bankalara veya reel sektör işletmelerine TL cinsinden borç vermeye (yurtiçi finansal sektöre girmeye) realitede sevk ederse; finansal sistemin kırılganlığı, finansal ve reel sektör işletmelerinin döviz cinsinden borçlanma temayülünün kuvvetlenmesi ve döviz cinsinden borçlarının artması bakımından; sabit kur sisteminin varlığının (yani θ ve Δi artışının) tezat halde 2 etkisi ortaya çıkar:

İlki ulusal finansal araçları, θ ve Δi , döviz cinsinden borçlanmaya sevk eder. Bu, finansal sistemin kırılganlığını artırır. Bu, olumsuz etkisidir.

İkincisi yabancı finansal kuruluşları döviz cinsinden fonları kendi ülkelerinde toplayıp TL ye çevirip bizim ülkemizde finansal sisteme TL cinsinden borç vermeye (yurtiçi finansal sektöre girmeye) teşvik eder. Yani ülkemizde finansal ve reel sektör firmalarının döviz cinsinden borçlanma ihtiyaç ve temayülünü azaltır. Ülkemize hem de TL cinsinden, yabancı finansal sermaye girişini artırır. Bu, finansal ve reel sektör işletmelerinin döviz cinsinden borç yükünü, dolayısıyla da kur riskine açıklık derecesini azaltır. Bu da olumlu, finansal sistemin sağlaşmasına, kriz zemininin zayıflamasına yol açabilecek mahiyette bir etkidir.

Acaba hangi zıt etki ağır basacaktır?

Çok uluslu bankaların ülkemizde bankacılık sistemine girmeleri, ulusal finansal firmaları dış rekabete açılmaya sevkedecek, ulusal finansal sistemi “terbiye edici” bir rol üstlenecektir.^(**)

Beşincisi yabancı finansal araçları ülkelerinde topladıkları kendi ulusal paraları (\$) cinsinden ödünçleri bizim ülkemizde yurtiçi finansal araçlara TL cinsinden ödünç fon olarak vermiş olsalar, finansal sistemin kırılganlığı artar mı? Bu durumda ülke dışarıya döviz cinsinden

(*) Finansal sistemin döviz cinsinden borç yükünün artması temayülünü zayıflatacağı için.

(**) Çokuluslu bankaların finansal sistemimize girmelerinin kriz zemininin zayıflaması itibarıyla rolü, şimdilik konumuz dışında kalmaktadır.

değil, TL cinsinden borçlanmaktadır. Kur riski burada ulusal finansal aracı üzerinde değil, yabancı finansal aracı veya yabancı ödünç sahibi üzerindedir.

Çünkü yabancı finansal aracının alacakları sadece TL (kendi noktai nazarından herhangi bir yabancı para) cinsinden değil, en önemli kısmı itibarıyla büyük bir ihtimalle kendi ülke parası (\$) cinsindedir. Dolayısıyla \$/TL arttığında onun^(*) reel borç yükü yalnızca kısmen artar. Örneğin ülkemize ihracatçı değil ise onun \$ cinsinden borçlarının mal cinsinden değeri değişmez.

Bu hususta 2 kritik nokta ortaya çıkmaktadır: Bize göre Döviz (\$) (kendisine göre ulusal parası) cinsinden borcu, TL cinsinden alacağı olan yabancı finansal aracı, panik vukû bulup \$ ın TL cinsinden değerinin yükseleceği beklendiğinde, dövize (\$) (kendi ulusal parasına) hücumu geçer mi? Sözkonusu yabancı finansal aracı böyle bir durumda döviz (\$) (kendi ulusal parası) satın alımına koşar mı?

Eğer sözkonusu aracı dövize (\$) (kendi ulusal parasına) hücumu geçerse, kendi ülkesindeki döviz piyasalarından mı yoksa bizim ülkemizdeki döviz piyasalarında mı dövize (\$) (kendi ulusal parasına) hücumu katılır? Cevap muhtemelen “kendi ülkesinde” şeklindedir.

15. Finansal Aktif Piyasası Acil İstikrar ve Müdahale Fonu (EMSF)

Oluşturulması

Bankacılık sektörünün istikrarı bakımından tahvil piyasasının istikrarını sürdürebilmesi önemlidir. Aktif Piyasası Acil Müdahale Fonu oluşturulmalı, aktif piyasalarında fiyat çöküşlerini önlemek maksadıyla kullanılmalıdır. Çünkü bankaların malî yapısının zayıflamaması bakımından bono piyasalarında fiyat çöküşleri önlenmelidir. Bono piyasası çöküşü bankaların rezerv yapısını zayıflatarak bir bankacılık krizine götürebilir.

Aktif piyasası çöküşü ile bankaların malî yapılarının zayıflaması arasında kuvvetli bir geribesleme mekanizmasının varlığı, Aktif Piyasası İstikrarı Acil Müdahale Fonunun ihdas edilmesini daha da gerekli kılmaktadır. Böyle bir Fonun oluşturulması “kara delikler” teorisi ile de tutarlıdır.

Aktif piyasası “murakabe-düzenleme ve müdahale mercii” ihdas edilmelidir. Aktif piyasası istikrar fonu teklifi aktif piyasası murakabe-düzenleme ve müdahale sistemi ile birlikte bir bütün olarak değerlendirilmelidir.

Ülkemize θ ve Δi nin TL cinsinden yabancı sermaye girişini artırması, döviz ülkemizde TL ye çevrileceği için, ülkemizde döviz girişi anlamına gelir. Bu, bir taraftan sabit kur sistemi altında Merkez Bankası döviz rezervlerini artırır, bir taraftan i^* ı artırıp fakat önemli ölçüde i yi düşürür yani Δi yi düşürür.

^(*) TL cinsinden alacağına sahip yabancı finansal aracının veya yabancı ödünç sahibinin

III. KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI: KRİZE MÜDAHALE ve KRİZDEN ÇIKIŞ

Krizde müdahale ve krizden çıkış gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler açısından olmak üzere iki ana başlık altında ele alınabilir.

A. GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE KRİZ YÖNETİMİ

1. Ekonominin finansal krizden kurtulması itibarıyla “devalüasyon”un uygun bir alet olup olmadığı meselesi

a) Gelişmiş ülkelerde “finansal kriz”den kurtulmak amacıyla cari açığı azaltmak üzere devalüasyona başvurulmasının finansal ve reel sektörün reel borç yükü üzerinde olumsuz etkisi zayıftır. Çünkü gelişmiş ekonomilerde firmaların döviz cinsinden borçlulukları yüksek değildir. Gerek finansal gerekse reel sektör firmaları yine ulusal para birimleri cinsinden borçlanırlar.³⁹⁹ Borç sözleşmelerinin ulusal para cinsinden olması firma bilançolarının döviz kuru artışı dolayısıyla kötüleşmemesine izin verir.

Dış ticaret alanında rakip ülkeler de devalüasyon misillemesinde bulunurlar ise, cari açığı azaltmak bakımından, ilk ülke tarafından yapılan devalüasyon, etkisini şüphesiz ki kısmen de olsa kaybedecektir. Eğer karşılıklı misilleme devalüasyonları zinciri ortaya çıkarsa, bu ülkede finansal sektörde ulusal para cinsinden ödünç arzında daralma meydana getirir. Bu da reel sektörde likidite problemleri meydana getirerek firmaların üretim ve yatırım seviyelerinde düşme doğurabilir. Bu durumda ihracat düzeyi yine artmaz.

Devalüasyonun cari denge açısından başarıya ulaşabilmesi hususunda ekonominin “esneklik şartı”nı (Marshall-Lerner Şartı) taşıyıp taşımadığı, yani genel bir ifadeyle ihracat malları ile ithalat mallarının arz ve talep esneklikleri yapısı önemlidir.

İhracat mallarında kriz ülkesinin dünya piyasasında rekabet itibarıyla teknolojik avantaja ya da verimlilik ve maliyet avantajına sahip olması, cari işlemler dengesini iyileştirebilmesi bakımından devalüasyona ihtiyacı ortadan kaldırabilir.

b) Finansal kriz vuku bulduktan sonra ondan kurtulmak bakımından “devalüasyon”un uygun bir alet olup olmadığı hususunda tahlil edilmesi gereken önemli bir başka nokta daha bulunmaktadır.

İnsanlar, yurtiçi nakde tekrar güven duymaları ve dövize dair spekülasyon atakların kesilmesi bakımından, yurtiçi para biriminin yabancı para birimi karşısındaki halihazır değerinin ya gerçek seviyesinde ya da Merkez bankası tarafından sürdürülebilir bir seviyede olduğuna inanmalıdırlar. Halihazır döviz kurunu Merkez bankasının ayakta tutabilmesi, ilk

³⁹⁹ Mishkin (1996), s. 33-4.

olarak kurun fiilî seviyesinin gerçek değerinden ne kadar farklı olduğuna, ikinci olarak da Merkez bankasının kuru desteklemek için kullanabileceği^(*) döviz rezervlerinin büyüklüğüne bağlıdır.

Eğer insanlar yurtiçi paranın yabancı para karşısında hali hazır değerinin, halâ gerçek değerinin üzerinde veya Merkez bankası tarafından muhafaza edilebilecek değerinin yukarısında olduğuna inanmakta iseler gelecekte yeni devalüasyon meydana geleceği beklentisi içerisinde olmaya devam ederler. Bu, insanlar gelecekte devalüasyon meydana geleceği beklentilerini korumakta oldukları takdirde, çok önemli sonuçlar meydana getirir:

ba) Döviz ve yurt içi para birimine yönelik spekülâtif saldırılar kesilmez.

bb) İnsanlar tasarruflarını yurt içi nakit veya mal cinsinden değil, döviz cinsinden veya dövizle endeksli yatırım araçları^(**) cinsinden tutmaya devam ederler. Tasarruf sahipleri ellerindeki döviz döviz piyasasında arz edip yurt içi nakit talep etmeye kesinlikle yönelmezler, aksine ellerinde varsa yurtiçi nakit cinsinden tasarruflarını dövizle veya döviz cinsinden yatırım araçlarına dönüştürmeye yönelerek döviz ya da döviz cinsinden aktif^(***) taleplerini artırırlar.

Bu, bir bakıma hem yurtiçi para, yurt içi para cinsinden tahvil ve fiyatı yurtiçi nakit cinsinden belirlenen mallar yerine yabancı tahvil, yabancı nakit birimi ve yabancı nakde endeksli mal kalemleri ikamesinin devam etmekte olması anlamına gelir. Bu durum, bir diğer açıdan, dışarıya yabancı sermaye çıkışının ve döviz kaçışının sürmesi demektir.

bc) Ülke sakinleri tasarruflarını değeri yurtiçi para birimi cinsinden olan mallara dönüştürmekten, ihtiyaçları olsa bile yurt içi malları talep etmekten mümkün olduğu kadar kaçınmaya devam ederler.

bd) Hem bankalardaki mevduatın bileşeninde tercihlerin yurtiçi nakit cinsinden mevduatlardan yabancı nakit cinsinden mevduatlara ve elde tutulan portföyün bileşiminin yurtiçi nakit cinsinden likiditeden yabancı nakit cinsinden likiditeye kayması, hem de yurtiçi nakit yerine veya yurtiçi nakit cinsinden finansal aktifler yerine yabancı nakit veya yabancı nakit cinsinden^(****) finansal aktif ikame edilmesi anlamında, yabancı para ve yabancı aktif ikamesi varlığını sürdürür. Kısaca yurtiçi paradan, yurt içi para cinsinden muharrer finansal aktiflerden kaçış devam eder.

be) Döviz piyasalarında istikrarlı, gerçek bir fiyat (kur) teşekkül etmez ve kurda çok hızlı, keskin zikzaklar var olmaya devam eder. Piyasalarda aktörler beklemeye geçerek, döviz piyasası ile ilgili arz-talep (alışveriş) işlemlerini durdururlar.

Bu durum, fiyatları doğrudan dövizle endeksli malların gerçek ve istikrarlı denge fiyatlarının teşekkül edememesine yol açar. Yani hem döviz piyasaları, hem de fiyatı dövizle

(*) kendisine ait ya da diğer uluslar arası kuruluşlardan temin edebileceği toplam

(**) örneğin yabancı bonolar

(***) yabancı aktif

(****) Finansal aktifler yurtiçi nakit cinsinden ise “yerli” ya da “yurtiçi finansal aktif”, yabancı nakit cinsinden ise “yabancı finansal aktif” adını alır.

endeksli malların piyasaları, geleceğe dair döviz kuru beklentileri sebebiyle kilitlenip çalışmaz hale gelir. Bu, ekonomide fiyatı dövize sabitlenmemiş mal kalemlerinden bazılarının da mübadelelerinin durması, gerçek, istikrarlı denge fiyatlarının oluşmamasına, sonuçta piyasalarının kilitlenmesine sebep olabilir.

Piyasaların kilitlenmesi sonucuna, gerçekte mal ve döviz piyasalarında potansiyel olarak arz ve talep cephesinde yer alan aktörlerin, fiyatların ve döviz kurlarının gelecekteki seviyelerine dair düşeceği, değişmeyeceği veya yükseleceği yönünde birbirine zıt beklentilere sahip olmaları götürmektedir.

Bu durumdan çıkılması, piyasalarda istikrarlı denge fiyatları teşekkül ederek muamelelere girişilebilmesi yani piyasaların tekrar işler duruma gelebilmesi için, piyasalarda, geleceğe dair depresiasyon-devalüasyon beklentileri kırılmak zorundadır. İnsanlara gerçekçi gelecek bir döviz kuru seviyesi teşekkül etmelidir. Bu amaca yönelik olarak, uygun oranda bir devalüasyon yapılması ve döviz kurunun halihazır seviyesinden böylece insanlara inandırıcı gelecek seviyeye çekilmesi zorunlu olabilir.

2. Finansal krizden kurtulmak için sıkı veya genişletici para politikasından hangisinin uygulanması gerektiği meselesi

Genişletici para politikası uygulanması halinde finansal krize bunun nasıl tesir edeceği noktasında en önemli husus, genişletici para politikası uygulamasından gelecek döneme dair enflasyon beklentilerinin etkilenip etkilenmeyeceği ya da ne ölçüde etkileneceğidir. O halde bu hususta anahtar unsur “geleceğe dair enflasyon bekleyişleri” ya da “gelecekte beklenen enflasyon seviyesi”dir.

Geleceğe dair beklenen enflasyon seviyesi yükselir ise bu, nominal faiz hadlerinin yükselmesine yol açar. Faiz hadlerinde artış, asimetric bilgi yaklaşımına göre, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini arttırmakta olduğundan, finansal krizi daha da tetikleyecektir.

Genişletici para politikasından, gelecek döneme dair enflasyon bekleyişlerinin nasıl etkileneceğini önemli ölçüde tayin eden, ekonominin geçmiş dönemde yüksek enflasyon tecrübesi geçirmiş olup olmadığıdır.⁴⁰⁰

a) Eğer ekonomi geçmişte^(*) kronik yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş ise, fertlerin geleceğe dair enflasyon beklentileri seviyesi zaten yüksektir. Bu, nominal faiz oranlarının gelecek dönemde de düşmemesine, hatta yükselmesine sebep olur.

Geleceğe dair kuvvetli bir yüksek enflasyon beklentisi zemininde eğer Merkez bankası sıkı para politikası yerine para arzını arttırmak yolunu takip ederse, bu, gelecekte beklenen enflasyon seviyesini daha da arttırır. Dolayısıyla, gelecek dönemde nominal faiz hadleri daha da

⁴⁰⁰ Mishkin (1996), s. 34.

^(*) kriz öncesi dönemde

yükselir ve ahlakî tehlike ve ters seçim problemleri daha da artacağından, finansal kriz şiddetlenir. Sonuçta gelecek döneme dair böyle beklentiler zemininde, yani eğer ekonomi geçmişte yüksek enflasyon tecrübelerine sahip olduğunda, Merkez bankasının para arzını genişletmesi doğru değildir.

b) Eğer ekonomi geçmişte yüksek enflasyon değil kronik olarak düşük enflasyon tecrübeleri yaşamış ise, fertlerin gelecek dönem enflasyon beklentileri seviyesi düşük olur. Bu, gelecek dönemde nominal faiz hadlerinin yüksek seviyede seyretmesine ya da daha da yükselmesine sebep olmaz.

Fertlerin gelecek dönem enflasyon beklentileri seviyesi düşük ise, finansal krizden kurtulmak için Merkez bankası, dengeli olmak şartıyla para arzını genişletmek, krizden çıkış için gerekli finansal kaynağı kısmen bu surette sağlamak yoluna gidebilir. Çünkü, Merkez bankasının para arzını dengeli şekilde genişletmesi, fertlerin gelecek dönem yüksek enflasyon bekleyişlerini kamçulamayacak ve gelecek dönem nominal faiz hadlerini yükseltmeyecek; sonuçta ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini arttırarak finansal krizi tetiklemeyecektir.

Gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında en önemli farklılıklardan birisi, geçmişte yüksek enflasyon tecrübelerinin yaşanmış, dolayısıyla gelecek dönem enflasyon beklentilerinin yüksek olup olmadığıdır. Bununla beraber Asya krizini yaşayan ülkelerde olduğu gibi, geçmiş dönemlerde yüksek değil düşük enflasyon tecrübesi geçirmiş gelişmekte olan ülkeler de bulunmaktadır. Bu ülkelerde, gelecek dönem enflasyon bekleyişleri yüksek olmasa gerektir. Fakat gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğu, geçmiş dönemde yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş olup, bu ülkelerde fertler yüksek seviyede gelecek dönem enflasyon beklentilerine sahip durumdadırlar.

3. Finansal krizden kurtulmak için genişletici maliye politikası mı sıkı maliye politikası mı uygulanacağı meselesi

Finansal krizden çıkış için bütçe denkliliği prensibinden vazgeçilmesinin doğru olup olmadığı, en önemli tartışma noktalarından birisidir.

Kriz öncesi dönemde bütçesi çok az açık vermiş, dengede veya fazla vermiş olan yani malî disipline sahip ekonomilerde, finansal krizden kurtulmak için kısmen genişletici maliye politikaları uygulanabilir mi? Böyle bir durumda açık bütçe politikası takip edilmesi tercih edilebilir mi? Yoksa mali reformları gerçekleştirebilmek için gerekli fonu temin edebilmek üzere ülke bütçe fazlası vermek zorunda mıdır?

Önceki dönemde eğer bütçe önemli ölçüde açık vermiş ise, daraltıcı maliye politikaları uygulanarak bütçe açığının azaltılması, birincil (faiz dışı) fazlanın arttırılması savunulmaktadır. Çünkü ikincil açığın daha da artması, kamunun borçlanma ihtiyacını daha da şiddetlendirecektir.

Ancak önceki dönemde eğer bütçe hemen hemen denk olmuş ya da fazla vermiş ise, genişletici maliye politikasının uygulanmasının doğru olup olmadığı noktasında iki görüş vardır: Birincisi böyle bir durumda finansal krizden kurtulmak için bütçenin bir miktar açık vermesine izin verilebileceğini savunmaktadır. İkincisi ise, yine de mali disiplin ve bütçe denklığı-fazlası prensibinden vazgeçilmemesi gerektiğini ileri sürmektedir. Çünkü, finansal reformları gerçekleştirebilmek için ekonomide finansal kaynağa ihtiyaç duyulacaktır. Bu finansal kaynağın, sağlanabilmesi için, bütçenin bir miktar fazla vermesi gerekecektir.

4. Finansal krizden kurtulmak için gerekli finansal kaynağın yurtiçinden mi uluslararası finansal kuruluşlardan mı sağlanacağı meselesi

Finansal krizden kurtulmak için ekonomide öncelikle finansal sektörde olmak üzere bir takım finansal ve finansal dışı reformları gerçekleştirmek gereklidir. Söz konusu reformlar için finansal kaynağa ihtiyaç duyulacaktır.

Reformların gerçekleştirilmesi için gerekli finansal kaynak nereden sağlanmalıdır? Bu konuda başlıca 4 alternatif vardır:

a) Bütçe fazlası yolu

Bütçenin finansal kriz döneminde fazla verme imkânı son derece azdır. Kaldı ki, bütçe fazlası için daraltıcı maliye politikaları uygulamak gerekir ki, bu hem finansal hem de reel sektörde firmaların bilançolarını daha da kötüleştirerek “ödeyebilme gücüne sahip” firmaların miktarını arttırır. Bu durumda firmaların ve hane halklarının gelecek dönemdeki nakit akımları azalır. Bu, finansal kuruluşların ve finans dışı firmaların halihazır net piyasa değerlerinin, gelecek dönemde hanehalklarının ve firmaların nakit akımlarındaki azalma üzerinden, düşmesine yol açar. Bunun sonucu olarak da ahlakî tehlik ve ters seçim problemleri daha da artar.

Diğer taraftan ekonomide hem reel hem de finansal sektörde durgunluk, böyle bir durumda, daha da artar ki bu, Pigou'nun Servet Etkisinin ortaya çıkmasıdır.

b) Merkez bankasından borçlanma (açıktan finansman)

Eğer ekonomi kriz öncesi dönemde yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş ise, Merkez bankasından borçlanma ve para arzının genişlemesi, toplumda insanların gelecek döneme dair enflasyon beklentilerini daha da arttırır. Çünkü, kriz sonrasında, geçmişte ekonomi yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş olduğu için, zaten Merkez bankası para arzını genişletmeden önce de, fertler, geleceğe dair yüksek enflasyon bekleyişlerine sahiptirler.

Geleceğe dair enflasyon beklentilerinin daha da yükselmesi, gelecek dönemde nominal faiz oranlarının daha yüksek seyretmesi sonucunu doğurur. Faiz oranlarında artış ise, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini daha da arttıracığından, finansal krizi şiddetlendirir.

Gelişmiş ekonomiler geçmişlerinde çoğunlukla düşük enflasyon tecrübelerine sahiptirler. Bununla beraber gelişmekte olan ekonomilerde, çoğunlukla geçmişlerinde yüksek enflasyon tecrübeleri görülmektedir.

Eğer ekonomide geçmiş dönemde çoğunlukla yüksek enflasyon tecrübeleri geçirilmiş ise, yurtiçi para birimi cinsinden borçlar ortalama olarak kısa vadeli borç sözleşmelerine sahiptirler. Yurtiçi nakit cinsinden fiyatlar genel seviyesinde ve gelecek dönem enflasyon beklentilerindeki değişmelere (artışlara) ortalama olarak kısa vadeli olmaları sebebiyle borç sözleşmelerinin derhal intibak etmeleri mümkündür. Bu, yurtiçi nakit cinsinden borçların reel değerinin, fiyatlar genel seviyesindeki yükselişten etkilenmemesi, düşmemesi sonucunu doğurur.

Eğer gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi geçmiş dönemde düşük enflasyon tecrübeleri yaşanmış ise borç sözleşmeleri ortalama olarak uzun vadeli. Bu yüzden fiyatlar genel seviyesinde bir artışa ya da gelecekte beklenen enflasyon haddinde bir yükselişe, borç sözleşmeleri uzun vadeli yapıları sebebiyle hemen intibak edemezler. Borçlar uzun vadeli oldukları için sonuçta nominal miktarları ve borçlanma maliyetleri daha uzun bir dönem sona erinceye kadar eskisi gibi değişmeden kalır. Bu, borçların reel değerinin, fiyatlar genel seviyesindeki yükselme sebebiyle, düşmesi sonucunu; dolayısıyla da finansal kuruluşların ve reel sektör firmalarının blançolarında kısmen iyileşmeye yol açar. Blançolarda iyileşme, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini azaltır.

c) Yurtiçi piyasalardan borçlanma

Yurtiçi piyasalardan borçlanma, bir bakıma “dışlama etkisi”ne (crowding out effect) yol açacak, faiz hadlerinin yükselmesine sebep olacaktır. Faiz hadlerinde artış, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini daha da arttıracığından, finansal krizin daha fazla şiddetlenmesine yol açacaktır.

d) Yurtdışı piyasalardan veya uluslar arası son ödünç verici merci rolünü üstlenmiş uluslar arası finansal kuruluşlardan borçlanma

Geçmiş dönemlerinde yüksek enflasyon tecrübesi geçirmiş, toplumun geleceğe dair enflasyon beklentileri yüksek, yurtiçi nakit cinsinden borçların ortalama vadelerinin kısa olduğu ve bu sebeple borç sözleşmelerinin gelecek dönem enflasyon beklentilerindeki değişmelere (artışlara) borçlanma şartları itibarıyla hemen intibak edebileceği bir ekonomi açısından; finansal krizden çıkış için gerekli finansal fonun bu yolla sağlanması, en sağlıklı yol olarak görülmektedir. Asimetrik bilgi yaklaşımı da bu yönde sonuçlara ulaşmaktadır.

Çünkü, ancak bu takdirde nominal faiz hadlerinde bir artış gerçekleşmez. Çünkü ancak bu yol tercih edilir ise, dışlama etkisi dolayısıyla yurtiçi piyasalarda faiz hadleri yükselmez ve gelecek dönem enflasyon beklentileri değişmeyeceği için bu kanaldan da nominal faiz hadlerinde bir artış sözkonusu olmaz.

B. GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE KRİZ YÖNETİMİ

1. Ekonominin finansal krizden kurtulması itibarıyla “devalüasyon”un uygun bir alet olup olmadığı meselesi

Gelişmekte olan ülkelerde “finansal kriz”den kurtulmak maksadıyla “cari açığı azaltmak üzere devalüasyona başvurulmasının finansal ve reel sektörün reel borç yükü üzerine etkileri olumsuzdur. Çünkü döviz kuru artışı döviz cinsinden borçlu firmaların bilançolarında kötüleşme meydana getirmektedir. Döviz kuru artışı ayrıca bankacılık sektörünün net değerini düşürmekte, bu da bankalara yönelik genel güven kaybına götürmektedir. Bu ise bankalardan mevduat kaçışına yol açmaktadır. Bu çerçevede yabancı mudiler mevduatlarını bankacılık sisteminden çekip ülke dışına çıkarırlar. Yine yurtiçi mudiler de mevduatlarını çekerler. Başta yabancı mudiler olmak üzere mevduat sahipleri ödünçlerini daha güvenli gördükleri yabancı bankalara transfer etmeye yönelebilirler. Böylece döviz kuru artışı üzerinde yeniden yukarı yönlü bir baskı meydana gelecek, burada kur artışı ile bankaların bilançolarının kötüleşip net değerlerinin düşmesi arasında bir geribesleme mekanizması oluşacaktır.^(*)

Devalüasyon cari açığı kapatmak bakımından da uygun bir alet değildir. Çünkü reel sektör firmaları döviz cinsinden borçlu durumda olmasalar bile devalüasyon meydana geldiğinde finansal firma bilançolarındaki kötüleşme reel sektör firmalarının likidite problemlerini de artıracaktır. Dolayısıyla likidite sıkıntısına düşen ihracatçı firmalar üretim ve ihracatı artıramayacaklardır. Kaldı ki 1997/8 Asya krizinde kriz öncesi dönemde reel sektör firmalarının da döviz cinsinden borçluluk düzeylerinin yüksek olduğu görülmüştür.

Dış ticaret alanında rakip ülkeler de devalüasyon misillemesinde bulunurlar ise, cari açığı azaltmak bakımından, ilk ülke tarafından yapılan devalüasyon etkili olamaz. Devalüasyonun cari denge açısından başarıya ulaşabilmesi hususunda ekonominin “esneklik şartı”nı (Marshal-Lerner Şartı) taşıyıp taşımadığı, yani genel bir ifadeyle ihracat malları ile ithalat mallarının arz ve talep esneklikleri yapısı önemlidir.

Reel sektörün enerji, hammadde, yarımamul, fizikî sermaye malları tedariki bakımından ithalata bağımlılığı yüksek ise devalüasyon, krizi daha da derinleştirir. Çünkü bu durumda devalüasyon, SS kriz literatüründe çok iyi bilindiği gibi, reel sektörde darboğazlara, sonuçta üretim (arz) şoklarına götürür. Reel sektör firmalarının bilançolarında ve malî durumlarında kötüleşme de finansal sektör problemlerini artıracaktır. Gelişmekte olan ekonomilerde reel sektörün hammadde, enerji, fizikî sermaye malları vb. tedariki itibarıyla ithalata bağımlılığı kuvvetlidir. Bu nokta gelişmekte olan ekonomilerde krizden çıkış için devalüasyonun uygun bir alet olmadığı tezine bir başka temel gerekçeyi oluşturur.

(*) Sözkonusu geribesleme mekanizması ikiz para ve bankacılık krizi literatüründe ele alınmış temel hususlardan birisidir.

b) Finansal kriz vuku bulduktan sonra ondan kurtulmak bakımından “devalüasyon”un uygun bir âlet olup olmadığı hususunda tahlil edilmesi gereken önemli bir başka nokta daha bulunmaktadır.

İnsanlar, yurtiçi nakde tekrar güven duymaları ve dövize dair spekülâtif atakların kesilmesi bakımından, yurtiçi para biriminin yabancı para birimi karşısındaki halihazır değerinin ya gerçek seviyesinde ya da Merkez bankası tarafından sürdürülebilir bir seviyede olduğuna inanmalıdırlar. Cari döviz kurunu Merkez bankasının sürdürebilmesi, ilk olarak kurun fiilî seviyesinin gerçek değerinden ne kadar farklı olduğuna, ikinci olarak da Merkez bankasının kuru desteklemek için kullanabileceği, kendisine ait ya da diğer uluslar arası kuruluşlardan temin edebileceği toplam döviz rezervlerinin büyüklüğüne bağlıdır.

Eğer insanlar yurtiçi paranın yabancı para karşısında hali hazır değerinin, halâ gerçek değerinin üzerinde (aşırı değerlendirilmiş) veya Merkez bankası tarafından muhafaza edilebilecek değerinin yukarısında olduğuna inanmakta iseler gelecekte yeni devalüasyonlar meydana geleceği beklentisi içerisinde olmaya devam ederler.

İnsanlar gelecekte devalüasyon meydana geleceği beklentilerini korudukları takdirde bu, çok önemli sonuçlara götürür:

ba) Döviz ve yurt içi para birimine yönelik spekülâtif saldırılar kesilmez.

bb) İnsanlar tasarruflarını yurt içi nakit veya mal cinsinden değil, döviz cinsinden veya dövize endeksli yatırım araçları cinsinden tutmaya devam ederler. Tasarruf sahipleri ellerindeki döviz döviz piyasasında arz edip yurt içi nakit talep etmeye kesinlikle yönelmezler, aksine ellerinde varsa yurtiçi nakit cinsinden tasarruflarını dövize veya döviz cinsinden yatırım araçlarına dönüştürmeye yönelerek döviz ya da döviz cinsinden aktif taleplerini arttırlar.

Bu, bir bakıma hem yurtiçi para, yurt içi para cinsinden tahvil ve fiyatı yurtiçi nakit cinsinden belirlenen mallar yerine yabancı tahvil, yabancı nakit birimi ve yabancı nakde endeksli mal kalemleri ikamesinin devam etmekte olması anlamına gelir. Bu durum, bir diğer açıdan, dışarıya yabancı sermaye çıkışının ve döviz kaçışının sürmesi demektir.

bc) İnsanlar tasarruflarını değeri yurtiçi para birimi cinsinden olan mallara dönüştürmekten, ihtiyaçları olsa bile yurt içi malları talep etmekten kaçınmaya devam ederler.

bd) Hem bankalardaki mevduatın bileşeninde tercihlerin yurtiçi nakit cinsinden mevduatlardan yabancı nakit cinsinden mevduatlara ve elde tutulan portföyün bileşiminin yurtiçi nakit cinsinden likiditeden yabancı nakit cinsinden likiditeye kayması, hem de yurtiçi nakit yerine veya yurtiçi nakit cinsinden finansal aktifler yerine yabancı nakit veya yabancı nakit cinsinden finansal aktif ikame edilmesi anlamında, yabancı para ve yabancı aktif ikamesi varlığını sürdürür. Kısaca yurtiçi paradan, yurt içi para cinsinden muharrer finansal aktiflerden kaçış devam eder.

be) Döviz piyasalarında istikrarlı, gerçek bir fiyat (kur) teşekkül etmez ve kurda çok hızlı ve keskin zikzaklar var olmaya devam eder. Piyasalarda aktörler beklemeye geçerek, döviz piyasası ile ilgili arz-talep (alışveriş) işlemlerini durdururlar.

Bu durum, fiyatları doğrudan dövize endeksli malların gerçek ve istikrarlı bir fiyatlarının teşekkül edememesine yol açar. Yani hem döviz piyasaları, hem de fiyatı dövize endeksli malların piyasaları, geleceğe dair döviz kuru beklentileri sebebiyle kilitlenip işlemez hale gelir. Bu, ekonomide fiyatı dövize sabitlenmemiş mal kalemlerinden bazılarının da mübadelelerinin durması, gerçek, istikrarlı bir denge fiyatlarının oluşmamasına, sonuçta piyasalarının kilitlenmesine sebep olabilir.

Piyasaların kilitlenmesi sonucuna, gerçekte mal ve döviz piyasalarında potansiyel olarak arz ve talep cephesinde yer alan aktörlerin, fiyatların ve döviz kurlarının gelecekteki seviyelerine dair düşecekleri, değişmeyeceği veya yükseleceği yönünde birbirine zıt beklentilere sahip olmaları götürmektedir.

Bu durumdan çıkılması, piyasalarda istikrarlı denge fiyatları teşekkül ederek muamelelere girişilebilmesi yani piyasaların tekrar işler duruma gelebilmesi için, piyasalarda, geleceğe dair devalüasyon-depresiasyon beklentileri kırılmak zorundadır. Piyasa aktörlerine gerçekçi gelecek bir döviz kuru seviyesi teşekkül etmelidir. Bu maksatla, uygun oranda bir devalüasyon yapılması ve döviz kurunun halihazır seviyesinden böylece insanlara inandırıcı gelecek seviyeye çekilmesi zorunlu olabilir.

2. Finansal krizden kurtulmak için sıkı veya genişletici para politikasından hangisinin uygulanacağı meselesi

Genişletici para politikası uygulanması halinde finansal krize bunun nasıl tesir edeceği noktasında en önemli husus, genişletici para politikası uygulamasından gelecek döneme dair enflasyon beklentilerinin etkilenip etkilenmeyeceği ya da ne ölçüde etkileneceğidir. O halde bu hususta anahtar unsur “geleceğe dair enflasyon bekleyişleri” ya da “gelecekte beklenen enflasyon seviyesi”dir.⁴⁰¹

Geleceğe dair beklenen enflasyon seviyesi yükselir ise bu, nominal faiz hadlerinin yükselmesine yol açar. Faiz hadlerinde artış, asimetrik bilgi yaklaşımına göre, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini arttırmakta olduğundan, finansal krizi şiddetlendirecektir.

Genişletici para politikasından, gelecek döneme dair enflasyon bekleyişlerinin nasıl etkileneceğini önemli ölçüde tayin eden, ekonominin geçmiş dönemde kronik yüksek enflasyon tecrübesi geçirmiş olup olmadığıdır.

⁴⁰¹ Hahm ve Mishkin (2000), s. 46-51.

a) Eğer ekonomi geçmişte yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş ise, fertlerin geleceğe dair enflasyon beklentileri seviyesi zaten yüksektir. Bu, nominal faiz oranlarının gelecek dönemde de düşmemesine, hatta yükselmesine sebep olur.

Geleceğe dair böyle bir yüksek enflasyon beklentisi zemininde eğer Merkez bankası sıkı para politikası yerine para arzını arttırmak yolunu takip ederse bu, geleceğe dair enflasyon beklentilerini daha da arttırır. Dolayısıyla gelecek dönemde nominal faiz hadleri daha da yükselir ve finansal kriz, ahlakı tehlike ve ters seçim problemleri daha da artacağından, şiddetlenir. Sonuçta gelecek döneme dair böyle beklentiler zemininde, yani eğer ekonomi geçmişte yüksek enflasyon tecrübelerine sahip olduğunda, Merkez bankasının para arzını genişletmesi doğru değildir.⁴⁰²

b) Eğer ekonomi geçmişte yüksek enflasyon değil düşük enflasyon tecrübeleri yaşamış ise, fertlerin gelecek dönem enflasyon beklentileri seviyesi düşük olur. Bu, gelecek dönemde nominal faiz hadlerinin yüksek seyretmesine ya da daha da yükselmesine sebep olmaz.

Fertlerin gelecek dönem enflasyon beklentileri düşük ise, finansal krizden kurtulmak için Merkez bankası, dengeli olmak şartıyla para arzını genişletmek, krizden çıkış için gerekli finansal kaynağı kısmen bu surette sağlamak yoluna gidebilir. Çünkü, Merkez bankasının para arzını dengeli şekilde genişletmesi, fertlerin gelecek dönem enflasyon bekleyişlerini kamılamayacak, dolayısıyla gelecek dönem nominal faiz hadlerini yükseltmeyecek; sonuçta ahlakı tehlike ve ters seçim problemlerini arttırarak finansal krizi tetiklemeyecektir.

Gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında en önemli farklılıklardan birisi, geçmişte yüksek enflasyon tecrübelerinin yaşanmış olup olmadığı, dolayısıyla gelecek dönem enflasyon beklentilerinin yüksek olup olmadığıdır. Bununla beraber Asya krizini yaşayan ülkelerde olduğu gibi, geçmiş dönemlerde yüksek değil düşük enflasyon tecrübesi geçirmiş gelişmekte olan ülkeler de bulunmaktadır. Bu ülkelerde, gelecek dönem enflasyon bekleyişleri yüksek olmasa gerektir. Fakat gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğu, geçmiş dönemde yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş olup, bu ülkelerde fertler yüksek seviyede gelecek dönem enflasyon beklentilerine sahip durumdadırlar.

3. Finansal krizden kurtulmak için genişletici veya sıkı maliye politikasından hangisinin uygulanacağı meselesi

Finansal krizden çıkış için bütçe denkliği prensibinden vazgeçilmesinin doğru olup olmadığı, en önemli tartışma noktalarından birisidir.

Kriz ncesi dönemde bütçesi çok az açık vermiş, dengede veya fazla vermiş olan yani malı disipline sahip ekonomilerde, finansal krizden kurtulmak için kısmen genişletici maliye politikaları uygulanabilir mi? Böyle bir durumda açık bütçe politikası tercih edilebilir mi?

Yoksa mali reformları gerçekleştirebilmek için gerekli fonu temin edebilmek üzere bütçe fazlası verilmek zorunda mıdır?

Önceki dönemde eğer bütçe önemli ölçüde açık vermiş ise, daraltıcı maliye politikaları uygulanarak bütçe açığının azaltılması, birincil (faiz dışı) fazlanın artırılması savunulmaktadır. Çünkü ikincil açığın daha da artması, kamunun borçlanma ihtiyacını daha da şiddetlendirecektir.

Ancak önceki dönemde eğer bütçe hemen hemen denk olmuş ya da fazla vermiş ise, genişletici maliye politikasının uygulanmasının doğru olup olmadığı noktasında iki görüş vardır: Birincisi böyle bir durumda finansal krizden kurtulmak için bütçenin bir miktar açık vermesine izin verilebileceğini savunmaktadır. İkincisi ise, yine de mali disiplin ve bütçe denklığı-fazlası prensibinden vazgeçilmemesi gerektiğini ileri sürmektedir. Çünkü, finansal reformları gerçekleştirebilmek için ekonomide finansal kaynağa ihtiyaç duyulacaktır. Bu finansal kaynağın, sağlanabilmesi için, bütçenin bir miktar fazla vermesi gerekecektir.

4. Finansal krizden kurtulmak için gerekli finansal fonun yurtiçinden mi uluslararası finansal kuruluşlardan mı sağlanacağı meselesi

Finansal krizden kurtulmak için ekonomide öncelikle finansal sektörde olmak üzere bir takım finansal ve finansal olmayan reformları gerçekleştirmek gereklidir. Söz konusu reformlar için finansal kaynağa ihtiyaç duyulacaktır.⁴⁰³

Reformların gerçekleştirilmesi için gerekli finansal kaynak nereden sağlanmalıdır? Bu konuda başlıca 4 alternatif vardır:

a) Bütçe fazlası yolu

Bütçenin finansal kriz döneminde fazla verme imkânı son derece azdır. Kaldı ki, bütçe fazlası için daraltıcı maliye politikaları uygulamak gerekir ki, bu hem finansal hem de reel sektörde firmaların blançolarını daha da kötüleştirerek “ödeyebilme gücüne sahip” firmaların miktarını arttırır. Bu durumda firmaların ve hane halklarının gelecek dönemdeki nakit akımlarını azalır. Bu, finansal kuruluşların ve finans dışı sektörde firmaların halihazır net piyasa değerlerinin, gelecek dönemde hane halklarının ve firmaların nakit akımlarındaki azalma üzerinden, düşmesine yol açar. Bunun sonucu olarak da ahlakî tehlike ve ters seçim problemleri daha da artar.

Diğer taraftan ekonomide hem reel hem de finansal sektörde durgunluk, böyle bir durumda, daha da artar. Bu, Pigou'nun Servet Etkisinin ortaya çıkması demektir.

b) Merkez bankasından borçlanma (açıktan finansman)

⁴⁰² Mishkin (1999), s. 9.

⁴⁰³ Mishkin (1994). 1990'lı yıllardan itibaren finansal krizler uluslararası karakter kazanmıştır. Bu münasebetle gelişmekte olan ekonomiler için uluslararası son ödünç verici merciinin varlığına kuvvetli bir ihtiyaç vardır. [Mishkin (1999), s.20-1].

Eğer ekonomi kriz öncesi dönemde yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş ise, Merkez bankasından borçlanma ve dolayısıyla da para arzının genişlemesi, toplumda insanların gelecek döneme dair enflasyon beklentilerini daha da artırır. Çünkü geçmişte ekonomi yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş olduğu için, kriz sonrasında zaten Merkez bankası para arzını genişletmeden önce de fertler, geleceğe dair yüksek enflasyon beklentilerine sahiptirler.

Geleceğe dair enflasyon beklentilerinin daha da yükselmesi, gelecek dönemde nominal faiz oranlarının daha yüksek seyretmesi sonucunu doğurur. Faiz oranlarında artış ise, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini daha da arttıracığından, finansal krizi şiddetlendirir.

Gelişmiş ekonomiler geçmişlerinde çoğunlukla düşük enflasyon tecrübelerine sahiptirler. Fakat gelişmekte olan ekonomilerin geçmişlerinde çoğunlukla kronik yüksek enflasyon tecrübeleri geçirmiş oldukları görülmektedir.⁴⁰⁴

Eğer ekonomide geçmiş dönemde çoğunlukla yüksek enflasyon tecrübeleri geçirilmiş ise, yurtiçi para birimi cinsinden borçlar ortalama olarak kısa vadeli borç sözleşmelerine sahiptirler. Yurtiçi nakit cinsinden fiyatlar genel seviyesinde ve gelecek dönem enflasyon beklentilerindeki değişmelere (artışlara) ortalama olarak kısa vadeli olmaları sebebiyle borç sözleşmelerinin derhal intibak etmeleri mümkündür. Bu, yurtiçi nakit cinsinden borçların reel değerinin, fiyatlar genel seviyesindeki yükselişten etkilenmemesi ve düşmemesi sonucunu doğurur.

Eğer geçmiş dönemde düşük enflasyon tecrübeleri yaşanmış ise borç sözleşmeleri ortalama olarak uzun vadeli. Bu yüzden fiyatlar genel seviyesinde bir artışa ya da gelecekte beklenen enflasyon haddinde bir yükselişe, uzun vadeli yapıları sebebiyle borçlar hemen intibak edemezler. Sonuçta borçların sözleşmeleri uzun vadeli olduğu için nominal miktarları ve borçlanma maliyetleri daha uzun bir dönem boyunca eskisi gibi değişmeden kalır. Bu, borçların reel değerinin, fiyatlar genel seviyesindeki yükselme sebebiyle, düşmesi sonucunu; dolayısıyla da finansal kuruluşların ve reel sektörde firmaların blançolarında kısmî iyileşmeye yol açar. Blançolarda iyileşme, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini azaltır.

c) Yurtiçi piyasalardan borçlanma

Yurtiçi piyasalardan borçlanma, bir bakıma “dışlama etkisi”ne yol açacak, faiz hadlerinin yükselmesine sebep olacaktır. Faiz hadlerinde artış, ahlakî tehlike ve ters seçim problemlerini daha da arttıracığından, finansal krizin daha fazla şiddetlenmesine yol açacaktır.

d) Yurtdışı piyasalardan veya uluslar arası son ödünç verici merci rolünü üstlenmiş finansal kuruluşlardan borçlanma

Geçmiş dönemlerinde yüksek enflasyon tecrübesi geçirmiş, toplumun geleceğe dair enflasyon beklentileri yüksek, yurtiçi nakit cinsinden borçların ortalama vadelerinin kısa olduğu

⁴⁰⁴ Mishkin (1996), s. 34.

ve bu sebeple borç sözleşmelerinin gelecek dönem enflasyon beklentilerindeki değişmelere (artışlara) borçlanma şartları itibarıyla hemen intibak edebileceği bir ekonomi açısından; finansal krizden çıkış için gerekli finansal fonun bu yolla sağlanması, en sağlıklı yol olarak görülmektedir. Asimetrik bilgi yaklaşımı da bu yönde sonuçlara ulaşmaktadır.⁴⁰⁵

Ancak bu takdirde nominal faiz hadlerinde bir artış gerçekleşmez. Çünkü ancak bu yol tercih edilir ise hem dışlama etkisi dolayısıyla yurtiçi piyasalarda faiz hadleri yükselmez ve hem de gelecek dönem enflasyon beklentileri değişmeyeceği için nominal faiz hadlerinde bu kanaldan da bir artış söz konusu olmaz.

⁴⁰⁵ Mishkin (1999), s. 10.

BEŞİNCİ BÖLÜM

1980 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNDE

FİNANSAL KRİZ TECRÜBELERİ

I. FİNANSAL KRİZLERİN AMPRİK TANIMI

1980 sonrası Türkiye ekonomisinde vuku bulan finansal krizler konusunda para krizi (münferit) bankacılık krizi, dış borç krizi, ikiz para ve bankacılık krizi, ikiz para ve borç krizi tecrübeleri ele alınacaktır. Bir diğer ifadeyle Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası dönemi adıgeçen finansal kriz tipleri açısından araştırılacaktır.

1980 sonrasında Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen finansal kriz türleri inceleneceğinde işe finansal kriz tiplerinin amprik tanımlarından başlanabilir. Kriz vakaları teşhis edilirken yıllık veriler kullanılmış ve amprik tanımlar “olay metodu”na göre yapılmıştır. Buna karşılık krize giriş ve krizden çıkış dönemi tesbit edilirken “çeyrek dönemlik veriler”in kullanılması yoluna gidilmiştir. Bu münasebetle çalışmamızın bu bölümü finansal krizin amprik tanımı konusunda “olay–endeks metodu” tasnifinde olay metoduna yöneltilen bazı tenkit ve zaafiyetleri taşımaktadır.⁴⁰⁶

Finansal krizin amprik tanımında iki ana unsur vardır. Bunlardan ilki “finansal istikrarsızlık” ve ikincisi “ekonomik daralma”dır. Bir finansal kriz vakası eğer ekonomik daralmaya götürmüş yani toplam üretim, reel gelir, istihdamda önemli bir düşüş meydana getirmiş ise sözkonusu finansal istikrarsızlık vakası kriz mahiyetini almış, aksi halde bir krize dönüşmemiştir. Ekonomik daralma-ekonomik faaliyet hacminde düşme hususunda literatürde çoğunlukla reel ekonomik büyüme oranında, daha açık bir ifadeyle reel GSYİH büyüme oranında düşme kriteriyum alınmamaktadır. Ancak ekonomik faaliyetlerde azalma ve ekonomide daralma bakımından reel ekonomik büyüme (reel GSYİH artış) oranının negatif olmasının şart olup olmadığı açık değildir. Reel ekonomik büyüme oranının negatif olması şart mıdır, yoksa sözkonusu oranda önemli bir düşme de ekonomik daralma kabul edilebilir mi? Literatürde eğilim ikincisi lehinedir.

A. PARA KRİZLERİNİN AMPRİK OLARAK TANIMLANMASI

Para krizi vakalarının amprik olarak tanımı (teşhisi) iki ana unsurdan meydana gelir. İlki “finansal istikrarsızlık”tır ki, “döviz kuru istikrarsızlığı”nı ihtiva eder. İkincisi ise sözkonusu döviz kuru istikrarsızlığının önemli bir ekonomik daralmaya yol açmasıdır ki bu ekonomik

⁴⁰⁶ Krizlerin amprik tanımlanmasında “olay” metoduna yönelik eleştiriler için bak., Hagen and Ho (2003b).

faaliyet hacminde^(*) düşmeyi ihtiva eder ve reel GSYİH büyüme oranında düşme olarak ifade edilebilir.

1. Şiddetli Finansal İstikrarsızlık (Döviz Kuru İstikrarsızlığı) Unsuru

Para krizinin amprik tanımında şiddetli döviz kuru istikrarsızlık unsurunun varlığı hususunda çalışmanın bu bölümünde Frankel and Rose (1996a,b) ve Frankel (2005) takip edilerek üç şart aranmıştır. Aşağıdaki şartların her üçü de birlikte var iken⁽¹⁾ döviz kuru istikrarsızlık unsurunun mevcut olduğuna karar verilmiştir:

- (İ) Nominal döviz kurunda yıllık artış oranının en az %25 olması,
- (İİ) Cari yıldaki nominal döviz kuru yıllık artış oranının bir önceki yıldaki nominal döviz kuru yıllık artış oranını en az %10 aşması,
- (İİİ) Bir önceki finansal kriz (para veya bankacılık krizi) vakasından sonra en az 3 yıl geçmiş olmasıdır. Bu 3 şart birlikte müşahede edildiğinde ekonominin bir döviz kuru istikrarsızlığına girdiği ve bunun yeni bir finansal istikrarsızlık vakası olduğu kabul edilmiştir.

2. Ekonomik Daralma Unsuru

Döviz kuru istikrarsızlığı ancak finansal sektöre münhasır kalmayıp reel sektörü de etkilediğinde ve ekonomik faaliyet hacminde önemli bir düşme meydana getirdiğinde kriz mahiyetini almıştır. Döviz kuru istikrarsızlığı reel sektörü de olumsuz etkileyip ekonomide önemli bir daralma meydana getirmeye başladığında "krize giriş" gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak döviz kuru istikrarsızlığı reel GSYİH büyüme oranında düşmeye götürdüğü anda^(**) ekonomi artık bir para krizine girmiştir. Benzer surette reel sektörde daralma ve ekonomik faaliyet hacminde düşme durduğunda krizin derinleşmesi de durmuş, sözkonusu düşme ortadan kalktığına krizden çıkış başlamıştır. Reel sektörde ve ekonomik faaliyet hacminde genişleme yeniden başladığında ve kriz öncesi (normal) dönem seviyesine döndüğünde krizden çıkış gerçekleşmiştir.

Ekonomik daralma hususunda reel GSYİH büyüme oranındaki değişme kriteriyum alınabilir. Reel GSYİH büyüme oranında anlamlı düşme meydana geldiğinde krize giriş gerçekleşmiş, sözkonusu orandaki düşme durduğunda krizin derinleşmesi durmuştur. Reel GSYİH büyüme oranında artış başladığında ekonomide toparlanma ve krizden çıkış başlamış, sözkonusu oran kriz öncesi (normal) dönemdeki ortalama seviyesine döndüğünde krizden kurtuluş gerçekleşmiştir.

Kriz literatürüne göre para krizlerinin yol açtığı kümülatif reel çıktı kaybı^(***) GSYİH'nın %2-8'i kadardır. Bu durum hareket noktası alınarak çalışmamızda "ekonomik

(*) toplam üretim, reel gelir, istihdam ve reel ekonomik büyüme oranında

(**) ayda veya çeyrekte

(***) reel ekonomik maliyeti

daralma” unsuru konusunda, “reel çıktı kaybının kümülatif olarak reel GSYİH nin en az %2 si kadar olması” kıstas kabul edilmiştir. Döviz kuru istikrarsızlıkları reel GSYİH nin en az %1 i kadar reel ve kümülatif bir çıktı kaybına götürmüşse “finansal kriz” mahiyetinde, aksi halde “kriz mahiyetinde olmayan bir finansal istikrarsızlık” durumundadır.

Bir finansal istikrarsızlığın veya krizin reel ekonomik maliyeti bulunurken yıllık ortalama potansiyel çıktı büyüme oranı ile istikrarsızlık veya kriz yılındaki cari çıktı büyüme oranı farkı alınabilir. Potansiyel, reel, yıllık ve ortalama çıktı büyüme oranı kriz (istikrarsızlık) öncesi 3 veya 4 yıllık (normal) dönemde gerçekleşen reel, yıllık ve ortalama GSYİH artış oranıdır. Potansiyel, reel ve ortalama yıllık GSYİH büyüme oranı bulunurken kriz veya istikrarsızlık öncesi (normal) dönem 3 yıl alınacaktır. Fakat eğer kriz öncesi dönem 3 yıl alındığında bir kriz yılını içeriyor ise bu defa 2 yıl alınacaktır.

Kriz (istikrarsızlık) öncesi (normal) dönemde ortalama ve yıllık reel GSYİH büyüme oranından kriz (istikrarsızlık) döneminde gerçekleşen ortalama ve yıllık reel GSYİH büyüme oranı çıkarılır. Fark, istikrarsızlığın veya krizin yol açtığı yıllık ve ortalama reel GSYİH (çıkıtı) kaybını ifade eder. Yıllık ortalama reel çıktı kaybı ile kriz (istikrarsızlık) yılı çarpıldığında kümülatif çıktı kaybına varılacaktır.^(*)

B. BANKACILIK KRİZLERİNİN AMPRİK OLARAK TANIMLANMASI

Bankacılık krizlerinin amprik olarak tanımlanması bakımından para krizlerinde olduğu gibi 2 ana unsur vardır. Bu unsurlardan ilki finansal istikrarsızlık unsurudur ki bu defa bankacılık sektöründe vuku bulur. İkincisi ise yine “ekonomik daralma” unsurudur.

1. Bankacılık Sektöründe Finansal İstikrarsızlık Unsuru

Çalışmamızda 1980 sonrası Türkiye ekonomisinde gerek kriz mahiyetinde gerekse krize dönüşmemiş olsun tecrübe edilen bankacılık sektörü istikrarsızlıklarının amprik olarak teşhis edilmesi hususunda aşağıdaki şartlardan en az birisinin varlığı kriteriyum alınmıştır.

(İ) Bankacılık sisteminin toplam mevduatlarında büyük bir azalma ve sistemden mevduat çıkışı,

^(*) Krizin veya istikrarsızlığın reel çıktı maliyetine kısmen farklı bir yoldan da varılabilir. Şöyle ki: önce yine kriz (istikrarsızlık) öncesi dönem yıllık, ortalama, reel GSYİH büyüme oranı bulunur. Sonra kriz (istikrarsızlık) döneminin her bir yılında gerçekleşmiş reel GSYİH büyüme oranları bulunup toplanır ve bu toplam kriz (istikrarsızlık) döneminde gerçekleşmiş kümülatif reel GSYİH büyüme oranını verir. Daha sonra kriz döneminin içerdiği yıl sayısı ile yıllık ortalama reel ve potansiyel GSYİH büyüme oranı çarpılır. Çarpım kriz dönemine tekabül eden reel, potansiyel ve kümülatif GSYİH oranını verir. En son olarak kriz dönemine tekabül eden, reel, kümülatif ve potansiyel GSYİH büyüme oranından kriz döneminde gerçekleşen (filî) kümülatif ve reel GSYİH büyüme oranı çıkarılır. Fark kriz (istikrarsızlık)ın reel ekonomik maliyetini (reel GSYİH kaybını) ifade eder.

Toplam mevduatlarda en az %10 oranında bir azalma meydana gelip gelmediği kıstas alınmıştır.

(İİ) Bankacılık sektörünün tümünde veya önemli bir kısmında büyük miktarda toplam net dönem zararı edilmesi ve bunun sektörün toplam özsermayesinde önemli bir kayba götürmesi,

Bankacılık sektörünün tümü (veya büyük bir kısmı) için gerçekleşen toplam net, zararın bir önceki dönem itibarıyla bankacılık sektörünün veya sözkonusu kısmın toplam özsermayesine oranının asgari %5 olması kıstas alınmıştır.

(İİİ) Bankacılık sektörünün tümünde veya önemli bir kısmında aktif kalitesinde büyük bir kötüleşme çerçevesinde “geri dönmeyen krediler” (NPL) yani “takipteki alacaklar” miktarında çok önemli bir artış,

Aktif kalitesinde düşme konusunda Demirgüç-Kunt ve Detragiach (1997)’ye göre geri dönmeyen kredileri toplamının bankacılık sektörünün toplam aktiflerine oranının %10’a ulaşması kıstas alınmalıdır. Fakat “geri dönmeyen krediler” (“takipteki alacaklar”) toplamının bankacılık sektörünün toplam kredilerine oranının kriteriyum alınması daha doğrudur. Bu yüzden çalışmamızda “takipteki alacaklar” toplamının bankacılık sektörünün toplam kredilerine oranının asgarî %10 olması şartı aranmıştır.

(İV) Kapanan veya TMSF’ye intikal edenler dahil, faaliyetleri sona eren bankaların toplam bankacılık sektöründeki ağırlıkları (aktifleri toplamı itibarıyla)

Yaygın banka iflaslarının varlığı hususunda TMSF ye devreden ve kapanan bankalar dahil faaliyeti sona eren bankaların cari yıl (veya bir önceki yıl) itibarıyla aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine cari yıl veya bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı kıstas alınabilir. Çalışmamızda sözkonusu oranın asgarî %10 olması şartı aranmıştır.

V) Bankacılık sektöründe kısmi veya tümünden tatil ilanı, mevduat ödemelerinin kısmen veya tamamen durdurulması,

VI) Mevduatların bankacılık sisteminden kaçışını önlemek maksadıyla mecbur kalınarak hükümet tarafından “genelleştirilmiş (%100) mevduat garantisi” uygulaması getirilmesi.

Yukarıdaki şartlardan herhangi birisinin tezahür etmesi halinde bankacılık sektörü bir finansal istikrarsızlığa girmiş kabul edilmiştir.

2. Ekonomik Daralma Unsuru

Bankacılık sektörü istikrarsızlığının kriz mahiyetini alabilmesi açısından yalnızca finansal sektöre münhasır kalmayıp reel sektörü de olumsuz etkilemesi ve ekonomik faaliyet

hacminde önemli bir düşme meydana getirmesi gerekir. İstikrarsızlığın “kriz” kabul edilebilmesi için önemli bir reel ekonomik maliyete (reel çıktı kaybına) yol açması gereklidir.

Literatüre göre bankacılık krizlerinin reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak reel GSYİH'nın %4-13 ü arasındadır. Bu gerekçeyle bankacılık sektöründeki bir istikrarsızlık, eğer reel ekonomik (GSYİH) büyüme oranında kümülatif olarak asgari değeri %4 seviyesinde bir düşmeye götürmüş ise çalışmamızda bir “kriz” kabul edilmiş, aksi halde kriz kabul edilmemiştir.

Bankacılık sektöründeki istikrarsızlık reel sektörde de daralmaya ve son tahlilde reel GSYİH büyüme oranında önemli bir düşüşe götürdüğü dönemde sözkonusu istikrarsızlık “kriz”e dönüşmüş yani ekonomi bankacılık krizine girmiştir (krize giriş). Reel GSYİH büyüme oranındaki düşme durduğunda krizin derinleşmesi de durmuştur. Reel GSYİH büyüme oranında yeniden artış başladığında ekonomide toparlanma ve krizden çıkış başlamıştır. Reel GSYİH büyüme oranı artıp kriz öncesi (normal) dönemdeki ortalama seviyesine ulaştığı dönemde krizden kurtuluş gerçekleşmiştir.

C. İKİZ PARA VE BANKACILIK KRİZLERİNİN AMPRİK TANIMLANMASI

İkiz para ve bankacılık krizlerinin amprik tanımı 3 ana unsur üzerine oturtulabilir. Bunlardan ilki hem para krizi hem de bankacılık krizi vakalarının müşahade edilmesi, ikincisi “eşanlılık dönemi” başlangıcı ve uzunluğu, sonuncusu da “ekonomik daralma”dır.

1. Hem para hem de bankacılık krizinin vuku bulması

İkiz krizin amprik olarak tanımlanması ilk olarak para krizi ve bankacılık krizi vakalarının tanımlanmasını gerektirir. İkiz kriz vakasının teşhis edilirken para krizi ve bankacılık krizi unsurları bakımından ana hatlarıyla münferit para ve münferit bankacılık krizlerinin amprik tanımlarına istinat edilmelidir.

Çalışmamızın Türkiye örneği kısmında da bu tarzda hareket edilerek ikiz kriz vakasının para krizi ve bankacılık krizi fenomenlerinin tanımlanmasında münferit para krizi ve münferit bankacılık krizinin amprik tanımlarına sadık kalınmıştır.

2. “Eşanlılık” döneminin başlangıcı ve uzunluğu

İkiz kriz para ve bankacılık krizlerinin “eşanlı” olarak vuku bulmasıdır. Çünkü ikiz kriz para ve bankacılık krizlerinin birbirlerinden kopuk ve soyutlanmış şekilde değil, aksine kuvvetli geri besleme mekanizmalarının ve illiyet zincirlerinin aralarında işleyerek vuku bulmasını ifade eder. Tabiatıyla ikiz krizin tanımlanmasında “eşanlılık dönemi” öne çıkmak zorundadır.

İkiz kriz literatüründe "eşanlılık" döneminin ne zaman başladığı ve uzunluğu ile ilgili farklı görüşler vardır. Nitekim Kaminsky ve Reinhart (1996,1999)'a göre bankacılık krizinin başlamasını müteakip 48 aylık dönemdir. Bu, ikiz krizde illiyetin bankacılık krizinden para krizine doğru işlediğini ima eder. Buna göre ikiz krizde para krizi bankacılık krizini takip eder. Glick ve Hutchison (1999,2002)'ye göre ikiz krizde illiyet para krizinden bankacılık krizine doğru da işleyebilir ve bir para krizinin başlamasını daha sonra vuku bulan bir bankacılık krizi de takip edebilir. Glick ve Hutchison'a göre para veya bankacılık krizinden herhangi birisinin başlaması "kriz yılı" kabul edilmek üzere "eşanlılık" dönemi kriz yılı, arafesi yıl ve sonraki yıl olmak suretinde 36 aydır.

Çalışmamızda da Glick ve Hutchison (1999,2002)'deki gibi hareket edilmiştir. İki kriz türünden herhangi birisinin vuku bulunduğu dönem kriz yılını ifade etmektedir ve eşanlılık dönemi kriz yılı arafesi yıl, sonraki yıl olmak üzere 36 ay kabul edilmiştir.

3. Ekonomik daralma unsuru

İkiz kriz literatürüne göre ikiz krizlerin reel çıktı kaybı etkisi kümülatif olarak minimum reel GSYİH'nın %9'u seviyelerindedir.

İkiz krizde 2 kriz türünün kümülatif olarak bileşik etkisi yol açtığı reel çıktı kaybının GSYİH ye oranı anlamında asgari %6 seviyesindedir. İkiz krizde 2 kriz türünün minimum bileşik etkisi kavramı kümülatif olarak münferit para krizinin minimum etkisi (GSYİH'ya oranla çıktı kaybı) ile münferit bankacılık krizinin minimum etkisinin (GSYİH'ya oranla çıktı kaybının) cebirsel toplamından ibarettir.

İkiz para ve bankacılık krizlerinin amprik tanımında ekonomik daralma unsuru bakımından gerek ikiz krizlerin literatüre göre minimum etkisi (reel çıktı kaybının reel GSYİH ye oranının asgari %9 olması) gerekse ikiz krizin minimum bileşik etkisi (reel çıktı kaybının GSYİH'ya oranla asgari %6 olması) kıstas alınabilir. Çalışmamızda ikincisi tercih edilmiş ve kümülatif olarak reel çıktı kaybının reel GSYİH'nın en azından %6'sı kadar olması^(*) şartı aranmıştır (para krizi için %2 + bankacılık krizi için %4 ten hareketle).

D. SS KRİZLERİNİN AMPRİK OLARAK TANIMLANMASI

SS krizlerinin amprik olarak tanımlanması 4 ana unsur üzerine inşa edilebilir. Bunlardan ilki para veya bankacılık krizlerinden en azından herhangi birisinin varlığı, ikincisi net uluslararası özel sermaye girişinde (KI da) âni ve şiddetli daralma (reversal), üçüncüsü de cari

^(*) Yine minimum kümülatif olmak üzere bileşik etkiyi aşacak bir çıktı kaybı oranının kriteriyum alınıp alınmayacağı hususu ise esasen ikiz krizin marjinal etkisinin var olup olmadığıyla alakalı bir meseledir.

açıkta âni ve şiddetli bir düşme veya cari fazlada âni büyük bir artış (CAD de reversal) olarak ifade edilebilir.

1. Para veya Bankacılık Krizlerinden En Az Birisinin Müşahede Edilmesi

Bir vakaya SS krizi teşhisinin konulabilmesi için sözkonusu vakanın para veya bankacılık krizlerinden en azından birisini içermesi gereklidir.

2. Uluslararası Sermaye Girişinde Ani ve Şiddetli Bir Düşme

Uluslararası net özel sermaye girişinde 1 yıl içerisinde reel GSYİH'nin asgari %3'ü kadar bir düşme müşahede edilmelidir. Çalışmamızda da uluslar arası net özel sermaye girişinde ani ve şiddetli daralma hususunda GSYİH'nin asgari %3'ü kadar bir düşme meydana gelmesi kriteriyum alınmıştır. Bu çerçevede net sermaye ve finansal hesabın GSYİH'ya oranındaki yıllık değişimler üzerinde yoğunlaşmıştır.

3. Cari Açıkta Âni ve Şiddetli Bir Düşme

1 yıl içerisinde Cari açıkta GSYİH'nin en azından %5'i kadar bir düşme veya cari fazlada GSYİH'nin en azından %5 i kadar bir artış meydana gelmesi çalışmamızda cari açıkta ani ve şiddetli daralma unsuru itibarıyla kıstas alınmıştır. Bu çerçevede cari açığın (fazlanın) GSYİH ya oranındaki yıllık değişimler üzerine odaklanılmıştır.

4. Reel Sektörde Hammadde, Enerji, Yarı Mamul, Yatırım Malları Tedariki itibarıyla İthalata Bağımlılığı Kuvvetli Endüstrilerde Üretim Şoklarının Müşahede Edilmesi

Bu hususta şu kriterlerden herhangi birisinin varlığı aranabilir:

(I) Enerji, hammadde, sermaye malları, yarı mamul ithalat toplamındaki düşmenin Cari Açıkta düşmeye oranının en az %50 olması

(II) Reel sektörde firmaların %10 unun kapanması

Bir vakanın SS krizi olarak tanımlanabilmesi bakımından o vakada yukarıdaki 4 unsurun hepsi de mevcut olup müşahede edilmelidir. Herhangi birisi tezahür etmediğinde sözkonusu vaka SS krizi olarak teşhis edilemez. Çalışmamızda da bu tarzda hareket edilmiştir.

II. 1980 SONRASI FİNANSAL KRİZ TECRÜBELERİ

Çalışmamızda önce finansal istikrarsızlık vakaları teşhis edilmiş, sonra bunların hangilerinin bir finansal krize dönüştükleri tesbit edilmeye çalışılmıştır. Finansal istikrarsızlık

vakası krize dönüşmüşse “kriz mahiyetinde finansal istikrarsızlık”, dönüşmemişse “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” olarak nitelendirilmiştir.

A. PARA KRİZİ ve DÖVİZ KURU İSTİKRARSIZLIK TECRÜBELERİ

Döviz kuru istikrarsızlık vakaları 1980, 1984, 1986, 1988, 1991, 1994, 1996 ve 2001 yıllarında tanımlanmıştır. Tecrübe edilen döviz kuru istikrarsızlıklarından 1980, 1988, 1991, 1994 ve 2001 vakaları krize dönüşmüş fakat 1984, 1986 ve 1996 vakaları ise krize dönüşmemiştir. Buna göre 1980, 1988,1991, 1994 ve 2001 vakaları amprik olarak para krizi şeklinde ancak 1984, 1986 ve 1996 vakaları ise kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlıklar suretinde tanımlanmıştır.

Tablo 5.1: Döviz kuru istikrarsızlık vakaları

Para krizi vakaları (kriz mahiyetinde olan istikrarsızlıklar)	1980, 1988, 1991, 1994, 2001
Kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlıklar	1984, 1986, 1996

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

1984, 1986 ve 1996’da tecrübe edilen ve kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlık şeklinde tanımlanan döviz kuru istikrarsızlık vakalarında reel ekonomik büyüme (reel GSYİH büyüme) oranında düşme değil aksine artış meydana gelmiştir. Sözkonusu istikrarsızlık vakalarının finansal krizin istikrarsızlık unsuru durumunda olmasına rağmen kriz olarak tanımlanmamış olması bu gerekçeye yani krizin ekonomik daralma unsurunun müşahede edilmemiş olmasına dayanmaktadır.

Para krizlerinden 1980, 1994 ve 2001 vakalarında ekonomi mutlak olarak daralmış yani reel GSYİH miktarında azalma gerçekleşmiştir. Bir diğer ifadeyle 1980, 1994, 2001 para krizi vakalarında reel ekonomik büyüme oranı “negatif” değer almıştır. Buna karşılık 1988 ve 1991 para krizi vakalarında ekonomi mutlak anlamda değil, önceki yılın büyüme oranına nisbeten daralmıştır. Bu vakalarda reel GSYİH miktarı yine yükselmiş, fakat artış oranı bir önceki yılınkinin aşağısında kalmıştır. Bir diğer ifadeyle 1988 ve 1991 vakalarında reel ekonomik büyüme oranı negatif değil, pozitifdir ancak önceki yıla göre önemli derecede düşmüştür.

Hem para krizleri hem de kriz mahiyetinde olmayan döviz kuru istikrarsızlık vakaları;

a- Para krizi vakaları (kriz mahiyetinde olan döviz kuru istikrarsızlıkları)

1) 1980, 1994, 2001 (reel ekonomik büyüme oranı hem düşmüş, hem de negatif)

2) 1988, 1991 (reel ekonomik büyüme oranı düşmüş, fakat yine de pozitif)

b- Kriz mahiyetinde olmayan döviz kuru istikrarsızlık vakaları 1984, 1986 ve 1996

suretinde bir tasnife tabi tutularak incelenebilir.

İlk kademedeki finansal istikrarsızlıklara dair her bir vaka krizin amprik tanımında yer alan 2 unsur açısından yani (İ) finansal istikrarsızlık unsuru ve (İİ) ekonomik daralma unsuru bakımından ele alınacaktır. Böylece bir istikrarsızlık vakasının amprik olarak niçin kriz mahiyetinde istikrarsızlık veya kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlık suretinde tanımlandığı temellendirilecektir. Bu çerçevede krizlerin ve kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlıkların reel ekonomik maliyetleri de her bir vaka için tesbit edilmiş olacaktır.

İkinci kademedeki kriz vakalarında istikrarsızlığın başlaması, krize dönüşmesi yani krize giriş ve krizden çıkış dönemi çeyrek dönemler itibarıyla tanımlanmaya çalışılacaktır. Bu kademedeki ayrıca kriz vakalarının reel ekonomik maliyeti hususunda önceki kademedeki varılan sonuçlara kısaca yer verilecektir.

1. PARA KRİZİ VAKALARI

a. 1980 (1978-1980) Para Krizi Vakası

(1) İlk kademe: Amprik tanım

(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından

Ortalama nominal döviz kurunda (\$/TL) yıllık artış oranı 1977, 1978, 1979^(*) ve 1980 yılları itibarıyla sırasıyla %12,4, %35, %56 ve %128,1 dir. Buna göre cari yıllardaki nominal döviz kuru artış oranları hem %25 in üzerindedir ve hem de bir önceki yılda gerçekleşmiş nominal döviz kuru yıllık artış oranlarından en az %10 daha büyüktür. Bu yüzden vaka “ döviz kuru istikrarsızlığı” yani “finansal istikrarsızlık” olarak tanımlanmıştır. Şu halde vakanın” döviz kuru istikrarsızlığı” (finansal istikrarsızlık) unsuru mevcuttur.

1975, 1976, 1977 yıllarına bakıldığında ortalama nominal döviz kurunda (\$/TL) yıllık değişiminin sırasıyla %4,1, %10,8 ve %12,4 olduğu görülmektedir. Bu, sözkonusu yıllarda para krizinin amprik tanımında yer alan ana unsur mahiyetinde bir döviz kuru istikrarsızlık vakasının, dolayısıyla da bir para krizinin tezahür etmediğine delalet eder. Ayrıca 1975, 1976, 1977 yıllarında reel GSYİH büyüme oranlarına bakıldığında oranların sırayla %7,2, %10,5 ve %3,4 olduğu, sözkonusu oranda 1977 hariç artış gerçekleştiği görülmektedir. 1975, 1976 için ekonomik daralma unsuru yoktur, 1977 için ise vardır. Ancak 1977 için finansal istikrarsızlık unsuru ise yoktur. Şu halde 1978 öncesi 3 yılda bir para krizi vakası tecrübe edilmemiştir. Bu durum 1980 (daha doğrusu 1978-1980) vakası bakımından finansal istikrarsızlık unsurunda “en son tecrübe edilen para krizi vakasından sonra en az 3 yıl geçmiş olması” şartının mevcut olduğunu ifade eder. Sonuç olarak 1980 (1978-19980) para krizi vakası önceki herhangi bir vakanın devamı niteliğinde olmayıp “ yeni” bir vakadır.

(b) Ekonomik daralma unsuru bakımından

1978, 1979 ve 1980 yılında harcama yöntemine göre ve 1987 sabit fiyatlarıyla reel GSYİH büyüme oranı sırasıyla %1,5, -%0,6 ve -%2,4 olarak gerçekleşmiştir. 1979 ve 1980 yıllarında ekonomide mutlak bir daralma yaşanmış, reel GSYİH seviyesinde düşme, tabiiyle da reel ekonomik büyüme oranının negatif bir değer alması müşahade edilmiştir.

1980 yılındaki reel GSYİH miktarındaki düşme oranı bile yalnız başına para krizlerinin ekonomik daralma unsuru hususunda kriteriyum alınan %2 oranının üzerindedir (%2,4>%2). Vakada 1979 ve 1980 yıllarında reel GSYİH’da toplam (%6+%2,4=) %3 düşme gerçekleşmiştir. Tabiiyle vakada ekonomik daralma unsurunun varlığı aşikardır.

Şu halde vaka krizin amprik tanımının gerektirdiği her iki unsura da sahiptir. Bu sebeple vaka amprik olarak “para krizi vakası” şeklinde tanımlanmıştır.

(2) İkinci kademe: Kriz vakasının reel ekonomik maliyeti

Potansiyel reel çıktı (GSYİH) büyüme oranı mahiyetinde ikinci olarak uzun vadeli reel ekonomik büyüme oran ortalaması alınabilir. Türkiye ekonomisinin muhtelif dönemlerde kaydettiği uzun vadeli reel GSYİH büyüme oranı ortalaması aşağıdaki gibi özetlenebilir (Tablo 5.2).

Tablo 5.2: Muhtelif dönemler itibarıyla reel GSYİH büyüme oranları ortalaması

Dönemler	1970-9	1980-9	1990-9	2000-6	1970-99	1980-99	1970-2006	1980-2006	1990-2006
Ortalama reel GSYİH büyüme oranı (%) (Dönem ortalaması)	4,7	4,1	3,9	5,1	4,2	3,99 \cong 4,0	4,4	4,3	4,4

Kaynak: DPT Temel Makroekonomik Büyüklüklerdeki Gelişmeler verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Dönemler itibarıyla uzun vadeli reel ekonomik büyüme oranları ortalamasının %3,9 - %5,1 aralığında olduğu görülmektedir. Sözkonusu ortalama oranın 2000-2006 dönemi hariçte bırakıldığında ise %3,9 ile %4,7 arasında yer aldığı görülüyor. Subjektif şekilde olmakla beraber çalışmamızda uzun vadeli reel ekonomik büyüme oranları ortalaması olarak 1970-2006 dönemine dair reel ekonomik büyüme oranları ortalaması (%4,4) tercih edilecektir.

Buna göre 1980 para krizinde kriz döneminin içerdiği 1978, 1979, 1980 yılları için kriz vakasının kümülatif ve reel ekonomik (çıkıtı) maliyeti;

$$(%4,4-%1,5)+[%4,4-(-%0,6)]+[%4,4-(-%2,4)] = %2,9+%5+%6,8 = %14,7$$

olarak hesaplanabilir. Sonuç olarak bu metoda göre 1980 para krizi vakasının reel çıkıtı kaybı kümülatif olarak reel GSYİH’nın %14,7 si kadardır.

Potansiyel ve reel çıkıtı (GSYİH) büyüme oranı bir bakıma ekonominin istikrarlı büyüme potansiyeli mahiyetinde ilk olarak kriz öncesi (normal) 3 veya 4 yılın büyüme ortalaması temel alınabilir. Burada kriz öncesi (normal) 3 veya 4 yıllık dönemde hangi tür olursa olsun bir

finansal kriz vuku bulmamış olmalıdır. Eğer kriz öncesi 3 veya 4 yıllık tüm dönem kriz vakası olmaksızın geçmemiş olup bir kriz tecrübesini içeriyor ise sözkonusu dönemi kısaltıp kriz öncesi 2 yıla düşürmek mümkündür. Eğer kriz öncesi 2 yıllık dönemde krizsiz değilse bu durumda zaten ikiz kriz vakası sözkonusu olacaktır.

1980 para krizine 1978 yılında girilmiştir. Bu kriz bir bakıma 1978-1980 vakası olarak adlandırılabilir. Kriz öncesi 4 yıllık dönem 1974, 1975, 1976, 1977 yıllarını içermektedir ve bu yıllarda bir kriz vakası müşahade edilmemiştir. 1975, 1976, 1977 yıllarına ait reel GSYİH büyüme oranları sırasıyla %5,6, %7,2, %10,5 ve %3,4 olup bunların ortalaması $26,7 : 4 \cong \% 6,7$ olmaktadır. Kriz öncesi dönem ortalama yıllık reel ekonomik büyüme oranı %6,7 alındığında 1978-80 yakasının reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak;

$$[\%6,7-\%1,5]+[\%6,7-(-\%0,6)]+[\%6,7-(-\%2,4)]=\%5,2+\%7,3+\%9,1=\%21,6 \text{ bulunur.}$$

Bu metoda göre 1978-80 para krizinin kümülatif ve reel çıktı kaybı reel GSYİH'nin %21,6'dır.

(3) Son kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları

Döviz kuru istikrarsızlığının 1978 yılında başladığı ve aynı yıl reel GSYİH büyüme oranında %1,5'in üzerinde bir düşme meydana getirdiği görülmektedir. Para krizlerinde döviz kuru istikrarsızlığının krize dönüşme ve krize giriş dönemi (yıl) tesbit edilirken reel GSYİH büyüme oranında yıllık bazda en az %1,5'lik düşme gerçekleşmesi kıstas alınacaktır. Burada büyüme oranında düşme hususunda %1,5'in tercih edilmesi önemli ölçüde subjektiftir. Ancak zayıf da olsa şu gerekçeye dayanmaktadır: Literatüre göre para krizlerinin ortalama ömrü 1,3 yıldır, yıllık %1,5'lik bir reel çıktı kaybı 1,3 yıllık dönem için yaklaşık %2'lik bir kümülatif çıktı kaybına tekabül eder, %2'lik reel çıktı kaybı ise literatüre göre para krizlerinin minimum reel çıktı kaybı seviyesidir. Reel GSYİH büyüme oranında en az %1,5 düşmenin gerçekleştiği dönem krize giriş yılı olarak kabul edilecektir. Buna göre krize giriş dönemi 1978 yılıdır.

Krizden çıkışın gerçekleştiği yıl 1981'dir. Çünkü 1981 yılında reel ekonomik büyüme oranı %4,9 olarak gerçekleşmiştir. %4,9 büyüme oranı kriz öncesi 4 yıllık dönem büyüme oranı ortalamasının (%6,7) altındadır, fakat gerek 1980-1989 ortalama büyüme oranının (%4,1) gerekse 1970-2006 dönemi ortalama büyüme oranının (%4,4) üzerindedir. Çalışmamızda krizden çıkışın herhangi bir yılda gerçekleşip gerçekleşmediği tesbit edilirken muhtelif dönemlere ait uzun vadeli büyüme oranlarından en düşük olana veya kriz öncesi dönem yıllık ortalama büyüme oranına ulaşmış olması kriteriyum alınacaktır. Çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama yıllık büyüme oranları içerisinde en düşük olan 1990-1999 dönemine ilişkin %3,9 oranıdır.

Krizden çıkışın 1981 yılında krizin finansal istikrarsızlık unsuru itibarıyla de gerçekleşmiş olduğu görülmektedir. Döviz kuru istikrarsızlığı 1981’de ortadan kalkmış durumdadır. Nitekim yıllık ortalama nominal döviz kuru artış oranı (\$/TL) 1981 yılında %61,2 dir ki bu, önceki yılın nominal döviz kuru artış oranının, %10 kadar üzerinde olmak bir yana, yarısından bile daha azdır.

b. 1988 Para Krizi Vakası

(1) İlk kademe: Amprik tanım

(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından

Ortalama nominal döviz kurunda (\$/TL) yıllık artış oranı 1988 yılında %66,9 olarak gerçekleşmiştir. Nominal döviz kurunda bir önceki yıl (1987’de) gerçekleşen yıllık artış oranı %28,0 dır. Buna göre cari yılda gerçekleşen yıllık nominal döviz kuru artış oranı hem %25 i ve hem de bir önceki yıl nominal döviz kuru yıllık artış oranının %10 fazlasını aşmaktadır. Bu münasebetle vaka “döviz kuru istikrarsızlığı” yani “finansal istikrarsızlık” olmak itibarıyla yeterince şiddetli olup amprik tanımının gerektirdiği ilk 2 şartı taşımaktadır. Bir diğer ifadeyle 1988 vakasında para krizinin finansal istikrarsızlık unsuru amprik olarak vardır.

1988 öncesi asgari 3 yıllık dönemde herhangi bir para krizi vakası tecrübe edilmemiştir. Çünkü tecrübe edilen en son para krizi 1980 vakasıdır. 1984 yılında döviz kuru istikrarsızlığı tezahür etmiş olsa da bir krize dönüşmemiştir, zira reel GSYİH büyüme oranı 1984 yılında %6,7 olarak gerçekleşmiştir. Kaldı ki 1984 yılı 1988 vakası bakımından “öncesi 3 yıllık dönem” haricinde kalmaktadır. Şu halde 1988 döviz kuru istikrarsızlığı yeni bir vakadır. Zira en son tecrübe edilmiş para krizi sonrasında en az 3 yıl geçmiş olmak” şartına sahiptir. Bir diğer açıdan 1988 krizi önceki bir kriz vakasının devamı değil yeni bir para krizi vakasıdır.

(b) Ekonomik daralma unsuru bakımından

Reel GSYİH büyüme oranı 1987 yılında %9,0 gerçekleşmişken 1988’de %2,3 e ve 1989’da %0,3 e düşmüştür. Buna göre reel ekonomik büyüme oranında bir önceki yıla kıyasla 1988 yılında %7,4 lük ve 1989 yılında da %1,8 lik düşme müşahade edilmektedir. Kriz öncesi 4 yıllık dönem 1984, 1985, 1986 ve 1987 yıllarını içermekte olup bu dönem için yıllık reel ekonomik büyüme oranı ortalaması $[\%6,7+\%4,2+\%7,0+\%9,0]/4=26,9/4 \cong 6,7$ dir. Bu oranı reel ekonomik büyüme potansiyeli kabul ettiğimizde 1988 döviz kuru istikrarsızlığının reel ekonomik büyüme oranı üzerinde 1988’de %4,4 ve 1989’da %6,4 olmak üzere kümülatif olarak $(\%4,4+\%6,4=)$ %10,8 düşmeye götürmüştür. Bu oran para krizlerinin amprik tanımında ekonomik daralma unsuru itibarıyla taban durumundaki %2’nin üzerindedir.

Reel GSYİH büyüme potansiyeli olarak 1980-9 dönemine ait ortalama yıllık uzun vadeli ekonomik büyüme oranı (%4,1) alınırsa 1988 vakasını kümülatif ve reel ekonomik maliyeti $[(\%4,1-\%2,3)+(\%4,1-\%0,3)]=\%1,8+\%3,8=$ %5,6, 1970-2006 dönemine ait uzun vadeli ortalama yıllık ekonomik büyüme oranı (%4,4) tercih edilirse sözkonusu vakanın reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak $[(\%4,4-\%2,3)+(\%4,4-\%0,3)]=$ %6,2 bulunur. Bu oranlar da yine para krizlerinin amprik tanımında ekonomik daralma unsuru için tesbit edilen eşik olan %2'nin üzerindedir.

Şu halde vakanın ekonomide meydana getirdiği daralma krizin amprik tanımının gerektirdiği kadar büyüktür. Tabiatıyla para krizinin ekonomik daralma unsuru amprik olarak bu vakada mevcuttur. Bu yüzden 1988-9 vakası krize dönüşmüş olup bir para krizi vakası olarak tanımlanmıştır.

(2) İkinci kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti

Ekonominin potansiyel ve reel ekonomik büyüme oranı olarak ilk önce kriz öncesi (normal) dönemin ortalama yıllık reel ekonomik büyüme oranı tercih edilebilir. Kriz öncesi dönemin içerdiği 4 yıl 1984, 1985, 1986 ve 1987; bu yıllara ait reel ekonomik büyüme oranları sırasıyla %6,7, %4,2, %7,0 ve %9,0; bunların ortalaması %6,7'dir. Bu durumda 1988 para krizinin reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak %10,8 bulunur.

Ekonominin potansiyel ve reel ekonomik büyüme oranı mahiyetinde ikinci olarak uzun vadeli ortalama reel ekonomik büyüme oranlarından birisi esas alınabilir. 1988 para krizinin reel ekonomik maliyeti eğer 1980-9 dönemine ait ortalama yıllık büyüme oranı (%4,1) esas alınırsa %5,6; 1970-2006 dönemine ait ortalama yıllık büyüme oranı (%4,4) esas alınırsa %6,2 bulunmaktadır.

(3) Sonuncu kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları

Döviz kuru istikrarsızlığının hem başladığı ve hem de krize dönüştüğü yıl 1988'dir. Bir diğer ifadeyle krize giriş dönemi 1988 yılıdır.

Krizden çıkış 1990 yılında gerçekleşmiştir. Krize dair döviz kuru istikrarsızlık unsuru 1989'da ortadan kalkmıştır. Zira 1989 yılında ortalama nominal döviz kurunda (\$/TL) artış oranı %48,3'tür. Bu oran bir önceki yıl nominal döviz kuru artış oranından düşüktür. Sözkonusu oran ayrıca TÜFE artış oranının da altındadır. Fakat krizin ekonomik daralma unsuru 1989'da ortadan kalkmamış, reel ekonomik büyüme oranında artış ancak 1990 yılında gerçekleşmiştir. Reel ekonomik büyüme oranı 1990'da %9,3 olmuştur. Bu oran hem uzun dönem ekonomik büyüme ortalama oranlarının hem de kriz öncesi dönem ortalama büyüme oranının üzerindedir. Kaldı ki onlardan birini aşmış olması bile ekonomik daralma unsurunun amprik olarak ortadan kalktığı ve krizden çıkışın gerçekleştiği sonucuna varmaya yeterlidir.

c. 1991 Para Krizi Vakası

(1) İlk Kademe: Amprik Tanım

(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından

Ortalama yıllık nominal döviz kuru oranında (\$/TL) artış oranı 1991 yılında %60,2 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama yıllık nominal döviz kuru artış oranı 1990 yılında ise %22,8 olmuştur. 1991 yılına ait ortalama yıllık nominal döviz kuru artış oranı hem %25'i aşmaktadır ve hem de bir önceki yılda gerçekleşmiş ortalama nominal döviz kuru yıllık artış oranının %10 fazlasından daha büyüktür. Bu yüzden vakadan para krizinin döviz kuru istikrarsızlığı unsuru amprik olarak mevcuttur.

Ancak 1991 vakasında döviz kuru istikrarsızlığı “en son para krizi tecrübesinden sonra asgari 3 yıl geçmiş olması” şartını taşımamaktadır. Çünkü 1988-9 yıllarında para krizi tecrübe edilmiştir. Bu nokta nazarından 1991 vakasının döviz kuru istikrarsızlık unsuru “yeni” değildir. Tabiatıyla 1991 para krizi tecrübesi “yeni” bir vaka değildir.

Bununla beraber “en son para krizi tecrübesinden sonra asgari 3 yıl geçmiş olmak” şartı “asgari 1 yıl geçmiş olması” şeklinde değiştirilip yumuşatılabilir. Böyle bir yumuşatmayı Glick ve Hutchison (1999,2002)'ye göre ikiz krizde eşanlılık döneminin krizin vuku yılı, arafesi ve sonrası yıllar şeklinde 3 yıl olmasına yani krizin sona ermesinden itibaren 1 yıl geçtiğinde eşanlılık döneminin bitmiş olmasına dayandırmak bir ölçüde mümkündür.

Kriz literatüründe 1991 tecrübesi yeni bir para krizi vakası olarak kaydedilmektedir. Çünkü son para krizi tecrübesi üzerinden en az 3 yıl geçmiş olması şartı, para krizinin amprik tanımının asli unsuru olarak görülmeyip ihmal edilmektedir. Ayrıca asgari “3 yıl” geçmesi yerine kimi çalışmalarda “4 yıl” geçmesi şartı aranmaktadır. Burada belli uzunlukta bir sürenin geçmiş olması gerektiği kesindir, fakat bu sürenin asgari uzunluğunun 1 yıl mı 3 yıl mı yoksa 4 yıl mı olacağı kesin değildir.

Çalışmamızda vakanın döviz kuru istikrarsızlığı unsurunun “yeni” olmaması bir tarafa bırakılmış ve 1991 tecrübesi yeni bir para krizi vakası olarak kabul edilmiştir.

(b) Ekonomik daralma unsuru

Reel GSYİH büyüme oranı 1990'da %9,3 iken 1991 yılında %0,7'ye düşmüştür. Bu, 1991 yılı döviz kuru istikrarsızlığının reel ekonomik büyüme oranında önceki yıla kıyasla %8,6'lık bir düşmeye götürdüğünü ifade eder.

Kriz öncesi 3 yıllık dönem kriz vakası içermektedir. Bundan da öte kriz öncesi 2 yıllık döneme bile bir kriz vakasının son yılı dahil durumdadır. Kriz öncesi (normal) 4 yıllık dönemin ortalama yıllık reel ekonomik büyüme oranına varmak maksadıyla 1988, 1989 yıllarının atlanıp

kriz öncesi döneme 1990, 1987, 1986, 1985 yıllarının dahil edilmesi şeklinde bir çıkış yolu bulunabilir. Bu takdirde kriz öncesi 4 yılın ortalama yıllık büyüme oranı %7,4 olur. 1991 vakasının reel ekonomik maliyeti %7,4-%0,7 den %6,7 bulunur ki bu oran para krizinin ekonomik daralma unsuru itibarıyla eşik durumundaki %2'den büyüktür. Kriz öncesi döneme başka bir para krizinin tecrübe edildiği 1988 ve 1989 yılları dahil edilip kriz öncesi dönem 1988, 1989, 1990 yıllarından oluşan 3 yıllık dönem sayılsa yıllık reel ekonomik büyüme oranı ortalaması %2,98 olur. 1991 vakasının reel ekonomik maliyeti bu durumda %2,2 olur ki yine bu oran da eşik durumundaki %2 oranının üzerindedir.

Potansiyel ve reel ekonomik büyüme oranı olarak uzun vadeli reel ekonomik büyüme oranlarından herhangi birisi alınabilir. Vakanın kümülatif reel ekonomik maliyeti eğer 1990-9 dönemi büyüme oranı ortalaması (%3,9) esas alınır (%3,9-%0,7=) %3,2, eğer 1970-2006 ortalama büyüme oranı (%4,7) esas alınır %4 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranı (%4,4) esas alınır da %3,7 bulunur ki bu oranların her birisi %2'den yüksektir.

Şu halde vakada para krizinin ekonomik daralma unsuru amprik olarak müşahede edilmiştir. Bir diğer ifadeyle vakada döviz kuru istikrarsızlığı amprik olarak krize dönüşmüştür.

Bu yüzden 1991 vakası amprik olarak bir para krizi şeklinde tanımlanmıştır.

(2) İkinci kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti

Reel ekonomik büyüme potansiyel oranı olarak kriz öncesi 3 yıllık dönemin büyüme ortalamasının alınması hususunda problem vardır. Problem kriz öncesi 3 yıllık dönem içerisinde bir kriz vakasının (1988 para krizi) tecrübe edilmiş olmasıdır. Bu problemi aşmak amacıyla 1988, 1989 yılları atlanıp kriz öncesi döneme 1990, 1987, 1986, 1985 dahil edilip dönem 4 yıla çıkarılabilir. Bu durumda kriz öncesi dönemin reel ekonomik büyüme ortalaması $[(\%4,2+\%7,0+\%9,0+\%9,3):4]=\%7,4$ ve 1991 vakasının kümülatif reel ekonomik maliyeti %6,7 olmaktadır.

Potansiyel ve reel ekonomik büyüme oranı mahiyetinde ikinci olarak çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarından herhangi birisi alınabilir. Bu çerçevede 1991 vakasının kümülatif reel ekonomik maliyeti eğer 1990-9 dönemi ortalama büyüme oranı (%3,9) esas alınır %3,2, 1970-2006 dönemi ortalama büyüme oranı (%4,4) veya 1990-2006 büyüme ortalaması (%4,4) esas alınır vakanın reel ekonomik maliyeti %3,7 olmaktadır.

(3) Son kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yollarının tesbiti

Vakada döviz kuru istikrarsızlığı 1991 yılında başlamış ve aynı yıl krize dönüşmüştür. Bu yüzden krize giriş yılı 1991 yılıdır.

1992 yılında ortalama nominal döviz kurunda (\$/TL) yıllık artış oranı %64,6'dır ki bu oran önceki yılın nominal döviz kuru artış oranından %10 yüksek değildir. Buna göre krizin döviz kuru istikrarsızlık unsuru 1992 yılında ortadan kalkmış durumdadır.

1992 yılında reel ekonomik büyüme oranı %5,0 olarak gerçekleşmiştir. Bu büyüme oranı kriz öncesi (normal) 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranının ve 1990 yılı büyüme oranının altındadır. Fakat 200-2006 dönemine ait oran hariç uzun vadeli büyüme oranları ortalamalarının üzerindedir. Kaldı ki sözkonusu oranlardan herhangi birini aşması o yılı krizden çıkış yılı olarak tanımlamaya yeterlidir. Bu yüzden 1992 yılında krizin ekonomik daralma unsuru da ortadan kalkmış durumdadır. Sonuç olarak krizden çıkış yılı 1992'dir.

d. 1994 Para Krizi Vakası

(1) İlk kademe: Amprik tanım

(a) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından

Ortalama nominal döviz kurunda (\$/TL) yıllık artış oranı 1994 yılında %168,9 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama nominal döviz kuru artış oranı 1993 yılında ise %60,5 olmuştur. Buna göre cari yıldaki nominal döviz kuru artış oranı hem %25'ten ve hem de bir önceki yılda gerçekleşmiş nominal döviz kuru artış oranının %10 fazlasından daha büyüktür. Bu yüzden döviz kuru istikrarsızlığı yeterince şiddetlidir ve vakada krizin finansal istikrarsızlık unsuru amprik olarak müşahede edilmiştir.

Döviz kuru istikrarsızlık unsuru “en son tecrübe edilen para krizinden sonra asgari 3 yıl geçmiş olması” şartını taşımamaktadır. Çünkü 1991 yılında para krizi tecrübe edilmiştir. Buna göre vaka “yeni” değildir. Fakat sözkonusu şartı “en son para krizi tecrübesi üzerinden asgari 1 yıl geçmiş olması” şeklinde değiştirip yumuşatabilmek mümkündür. Bu takdirde 1994 döviz kuru istikrarsızlığı “yeni” bir vaka olarak kabul edilebilir.

Nitekim kriz literatüründe de 1994 tecrübesi yeni bir kriz vakası olarak geçmekte, 1980 sonrası Türkiye ekonomisinde müşahede edilen en önemli ve şiddetli krizler arasında sayılmaktadır.

(b) Ekonomik daralma unsuru

Harcama yöntemine göre reel ekonomik büyüme oranı 1993 yılında %7,7 iken 1994 yılında -%4,7'ye düşmüştür. Üretim yöntemine göre ise reel ekonomik büyüme oranı 1993'te %8,0 iken 1994 yılında -%5,5'e düşmüştür.

1994 vakasında ekonominin mutlak olarak daraldığı yani reel GSYİH seviyesinin düştüğü görülmektedir. Bir diğer ifadeyle reel ekonomik büyüme oranı negatif değer almıştır. Yalnız başına cari yılda reel GSYİH seviyesinde görülen düşme oranı bile para krizinin ekonomik daralma unsuru bakımından kıstas alınan %2 oranının üzerindedir. Dolayısıyla

vakada ekonomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olduğu aşikârdır. Buna göre döviz kuru istikrarsızlığı krize dönüşmüş durumdadır.

Sonuç olarak 1994 tecrübesi hem finansal istikrarsızlık hem de ekonomik daralma unsurları mevcut olduğundan amprik açıdan para krizi vakası olarak tanımlanmıştır.

(2) İkinci kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti

Kriz öncesi dönemin ancak en yakın 2 yılında bir kriz vakası müşahede edilmemiştir. Bir para krizinin tecrübe edildiği 1991 yılı 1994 kriz vakası açısından kriz öncesi (normal) dönemden çıkarılmalıdır. Bu, kriz öncesi dönemin 3 yıldan 2 yıla indirilmesini gerektirir. Burada da bu yönde hareket edilerek kriz öncesi dönem 1992, 1993 yıllarını içermek üzere 2 yıl alınacaktır. Kriz öncesi 2 yıllık dönem reel ekonomik büyüme ortalaması harcama yöntemine göre $[(\%5,0 + \%7,7) : 2 =] \%6,3$ ve üretim yöntemine göre $[(\%6,0 + \%8,0) : 2 =] \%7$ bulunur. Bu takdirde krizin reel ekonomik faaliyeti kümülatif olarak harcama yöntemine göre $[\%6,3 - (-\%4,7) =] \%11$, üretim yöntemine göre ise $[\%7 - (-\%5,5) =] \%12,5$ olur.

Potansiyel ve reel ekonomik büyüme oranı mahiyetinde ikinci olarak çeşitli dönemlere ait uzun vadeli reel ekonomik büyüme oranı ortalaması esas alınabilir. Vakanın kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti 1990-9 dönemine ait ortalama büyüme oranı ($\%3,9$) esas alınır $[\%3,9 - (-\%5,5) =] \%8,8$, 1990-2006 dönemi ortalama büyüme oranı ($\%4,4$) veya 1970-2006 dönemi ortalama büyüme oranı ($\%4,4$) esas alınır $[\%4,4 - (-\%5,5) =] \%9,9$ bulunmaktadır.

(3) Üçüncü kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları

Döviz kuru istikrarsızlığı 1994 yılında vuku bulmuş ve aynı yıl krize dönüşmüştür. Bu yüzden krize giriş yılı 1994'tür.

1995 yılında ortalama nominal döviz kuru (\$/TL) artış oranı $\%53,5$ olmuştur. Bu oran önceki yılda gerçekleşmiş nominal döviz kuru artış oranının altındadır. Bu durum krizin döviz kuru istikrarsızlığı unsurunun 1995 yılında ortadan kalktığını ifade eder. Bu çerçevede nominal döviz kuru artış oranının ayrıca TÜFE ye göre enflasyon oranının da altında kalmış olduğu vurgulanabilir.

1995 yılında reel ekonomik büyüme oranı harcama yöntemine göre $\%7,9$, üretim yöntemine göre $\%7,2$ olarak gerçekleşmiştir. Bu büyüme oranı 1993 yılı büyüme oranına hemen hemen eşittir. Söz konusu büyüme oranı diğer taraftan gerek kriz öncesi 2 yıllık dönem ortalama büyüme oranından ($\%6,3$) gerekse çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarından daha büyüktür. Bu durum krizin ekonomik daralma unsurunun 1995 yılında amprik olarak müşahede edilmediğini ifade eder. Buna göre 1995 yılı vakanın hem finansal istikrarsızlık hem de ekonomik daralma unsurunun tezahür etmediği bir yıldır. Dolayısıyla krizden çıkış yılı 1995 yılıdır.

(4) 1994 Tecrübesinin Türü ve Karakteri Bakımından SS Krizi Olması

1994 kriz vakası bir para krizini içerir fakat gerçekte SS krizi tecrübesi mahiyetindedir. 1994 krizi bazen literatürde de SS krizi olarak geçmektedir.

Para krizini içermekle beraber 1994 kriz vakasının bir SS kriz türü olarak kabul edilmesinin en önemli dayanağı bu vakada SS fenomeninin amprik olarak müşahede edilmiş olmasıdır. Bir diğer ifadeyle 1994 kriz tecrübesinin para krizini içermekle beraber SS krizi olarak nitelendirilmesine sebep bu vakada hem net uluslararası özel sermaye girişinde (KI) hem de eşanlı olarak cari açıkta âni ve büyük bir daralmanın meydana gelmiş olmasıdır. Ayrıca burada SS fenomeni olarak tanımlanmak bakımından aranan “cari açıkta vuku bulan şiddetli daralmanın önemli ölçüde enerji, hammadde, yarımamül ve sermaye malları ithalatındaki şiddetli düşmeden kaynaklanmış olması” şartı da gerçekleşmiştir.

Uluslararası sermaye girişinde âni ve şiddetli daralmanın varlığından eğer 1 yıl içerisinde uluslararası sermaye girişinin GSYİH’ya oranı en az %3 azalmış ise söz edilebilir. Bu hususta net sermaye ve finansal hesabın GSYİH’ya oranı ve bu orandaki yıllık değişimler üzerinde durulmuştur.

Tablo 5.3: 1994 krizi bakımından nominal GSYİH (\$)’ya oranı itibarıyla Uluslararası sermaye girişinde ve Cari açıkta yıllık değişme

Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Sermaye ve finansal hesabın (net) (\$) GSYİH (\$) ya oranı (%)	-0,8	1,4	4,9	-3,4	-0,01	0,6	1,95
Cari fazlanın (açığın) (\$) GSYİH (\$) ya oranı (%)	0,3	0,13	-3,11	3,11	-0,3	-1,2	-1,3
Reel ekonomik büyüme (GSYİH artış) oranı (%) (Üretim yöntemine göre)	0,9	6	8	-5,5	7,2	7	7,5

Kriz yılı (t_0): 1994

Kaynak: BOP istatistikleri, WEO veritabanından hareket edilerek hazırlanmıştır.

1994 yılında net sermaye ve finansal hesabın reel GSYİH’ya oranında önceki yıla göre %8,3 düşme meydana gelmiştir. Çünkü sermaye ve finansal hesap (net) 1993 yılında reel GSYİH’nın %4,9’u kadar fazla vermişken 1994 yılında ise %3,4 açık vermiştir. Buna göre ülkeye net uluslararası sermaye girişinde 1994’te reel GSYİH’ya oranla yaklaşık %8,3 düşme meydana gelmiştir. Ülkeye net uluslararası sermaye girişindeki bu düşme reel GSYİH’ya oranında %3’lük azalmadan yüksektir. Şu halde uluslararası sermaye girişinde âni şiddetli daralma 1994 vakasında amprik olarak müşahede edilmiştir.

Cari açıkta âni ve şiddetli bir düşmenin varlığından eğer cari açığın (fazlanın) reel GSYİH’ya oranı en az %5 azalmış ise söz edilebilir. Bu çerçevede cari açığın (fazlanın) (\$) GSYİH (\$) ya oranında yıllık değişimler üzerinde yoğunlaşmıştır.

1994 yılında cari açığın (fazlanın) reel GSYİH’ya oranında 1993 yılına göre % 6,22’lik bir azalma meydana gelmiştir. Çünkü cari hesap reel GSYİH’ya oranla 1993 yılında %3,11’lik açık vermişken 1994 yılında %3,11 fazla vermiştir. Reel GSYİH’ya oranı itibarıyla cari açıkta vuku bulan %6,22’lik azalma cari açıkta ani ve şiddetli daralmanın (reversal) amprik tanımında

kriteriyum olan %5'lik azalmanın üzerindedir. Buna göre 1994 vakasında cari açıkta ani ve şiddetli düşme (reversal) unsuru amprik olarak müşahede edilmiştir.

Sonuç olarak 1994 vakasında SS fenomeni amprik olarak vardır.

SS fenomeninin krize dönüşmesi bakımından cari açığındaki şiddetli daralmanın önemli ölçüde enerji, hammadde, yarı mamul ve sermaye malları ithalatında düşmeden kaynaklanıp kaynaklanmadığı veya doğrudan “reel sektörde üretim şoku vuku bulup bulmadığına” (ithalata bağımlılığı yüksek endüstrilerde örneğin kapanan firma sayısına, kapasite kullanım oranına,..vb) bakılabilir. Burada ilkinin ele alınması yoluna gidilecektir.

1994 vakasında her şeyden önce cari açığındaki şiddetli daralmanın ve fazlaya dönüşmenin temelinde önemli ölçüde hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşme yatmaktadır. Bu maksatla “hammadde ve yatırım malları ithalat toplam miktarındaki düşmenin (değişmenin) cari açığındaki düşme^(*) miktarına oranı” kavramı tanımlanıp kullanılabilir. Hammadde ve yatırım malları toplam miktarındaki değişimin cari hesap miktarındaki değişmeye oranı 1994 yılında %54,9'dur. Bir diğer ifadeyle 1994 vakasında cari hesapta açığın düşmesi ve fazlaya dönüşmesi şeklindeki değişme içerisinde hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşmenin payı %54,9 olarak tespit edilmiştir. Bu oran eşik durumundaki %50'nin üzerindedir.

İkinci olarak Türkiye ekonomisinde hammadde ve yatırım malları ithalat toplamının toplam ithalat içerisindeki payı hem 1990'lar sonrasında hem de 1994 yılında çok yüksek olup %90'nın üzerindedir. Hammadde ve yatırım malları ithalat toplamının toplam ithalat içerisindeki payı 1994 yılında sırasıyla %71,2 + %22,4 olmak üzere %93,6'dır. Bu nokta reel sektörün hammadde, enerji, yarı mamul ve sermaye malları tedariki bakımından ithalata bağımlılığının çok yüksek, ithalat dar boğazları kaynaklı üretim (arz) şoklarına çok açık olduğuna delâlet eder. Sözkonusu payın yüksekliği ayrıca 1994 vakasında cari açıkta vuku bulan şiddetli düşmenin reel sektörde büyük bir ithalat dar boğazına ve üretim şokuna yol açmış olduğuna işaret etmektedir.

Şu halde 1994 vakasında cari açığındaki şiddetli daralmanın kaynağında önemli ölçüde hammadde ve yatırım mali toplam ithalatında daralmanın yer alması, hammadde ve yatırım mali ithalat toplamının toplam ithalat içindeki payının yani reel sektörün hammadde, enerji, yatırım malları vb. temini bakımından ithalata bağımlılığının çok yüksek olması, son olarak ekonomik daralma unsurunun müşahede edilmiş olması, hepsi birlikte, SS fenomeninin krize (SS krizi) dönüştüğünü ortaya koymaktadır.

(*) cari dengede fazla yönündeki değişme

TABLO 5.4.A : SS krizi vakasının amprik olarak tanımlanması bakımından gerekli veriler

	Sermaye ve finansal hesabının (:net, (\$) (cari fiyatlarla ve \$ cinsinden) GSYİH ya oranı (%)[KI da şiddetli daralma açısından])	Sermaye ve finansal hesabının (:net, (\$) (cari fiyatlarla ve \$ cinsinden) GSYİH ya (%) oranında yıllık değişme	Cari açık (fazla) (\$) / (cari fiyatlarla ve \$ cinsinden) GSYİH oranı (%) [Cari açıkta şiddetli daralma açısından]	Cari açık (fazla) (\$) / (cari fiyatlarla ve \$ cinsinden) GSYİH (%) oranında yıllık değişme
1980	2,8		-4,4	
1981	1,8	-1,0	-2,7	1,7
1982	1,6	-0,2	-1,5	1,2
1983	2,5	0,9	-3,1	-1,6
1984	1,6	-0,8	-2,4	0,7
1985	2,8	1,1	-1,5	0,9
1986	2,1	-0,7	-1,9	-0,4
1987	1,5	-0,6	-0,9	1,0
1988	-2,4	-3,9	1,8	2,7
1989	-1,8	0,6	0,9	-0,9
1990	2,1	3,9	-1,7	-2,6
1991	-0,8	-2,9	0,3	2,0
1992	1,4	2,2	0,1	-0,2
1993	4,9	3,5	-3,1	-3,2
1994	-3,4	-8,3	3,1	6,2
1995	0,0	3,4	-0,3	-3,4
1996	0,5	0,5	-1,2	-0,9
1997	1,9	1,4	-1,1	0,1
1998	-0,6	-2,6	1,0	2,1
1999	-0,2	0,4	-0,7	-1,7
2000	6,3	6,5	-5,0	-4,3
2001	-1,2	-7,5	2,4	7,4
2002	0,8	1,9	-0,8	-3,2
2003	1,2	0,4	-3,3	-2,5
2004	4,4	3,2	-5,2	-1,9
2005	4,3	-0,1	-6,2	-1,0
2006	6,8	2,5	-7,9	-1,7

KAYNAK: DPT, TÜİK, İFS, BOP istatistikleri, WEO veritabanı kullanılarak hazırlanmıştır.

- (1) SS fenomeninin amprik olarak teşhisinde Uluslar arası sermaye girişinde şiddetli daralma bakımından GSYİH'ya oranında asgari %3 düşme meydana gelmesi şartı aranmıştır.
(2) SS fenomeninin amprik olarak teşhisinde Cari açıkta şiddetli daralma bakımından GSYİH ya oranında asgari %5 düşme meydana gelmesi şartı aranmıştır.

TABLO 5.4.A (Devamı)

(MİLYON \$)

	Yatırım malı thalatı	Toplam ithalat içindeki payı (%)	Yatırım malı ithalatında yıllık değişme (%)	Hammadde de ithalatı	Toplam ithalat içindeki payı (%)	Hammadde ithalatında yıllık değişme (%)	Yatırım malı ve hammadde ithalatı toplamı	Yatırım malı ve hammadde ithalatı toplamında yıllık değişme (%)	Yatırım malı ve hammadde ithalatı toplamındaki değişme miktarı (\$, yıllık)	Yatırım malı ve hammadde ithalatı toplamındaki değişmenin cari denge değişmesine oranı (%)	Tüketim malı ithalatında yıllık değişme (%)	Toplam ithalat içindeki payı (%)	Tüketim malı ithalatında yıllık değişme (%)	Toplam ithalat	Toplam ithalatta yıllık değişme (%)	Cari denge (açık veya fazla) (DPT den)	Cari dengede değişme miktarı (\$)
1980	1.581	20,0	254,5	6.158	77,9	1.256,4	7.739,0	759,9			170	2,2	258,0	7.909	734,7	-3.408	
1981																-1.936	1.472
1982																-952	984
1983	1.327	14,4	(16,1)	7.795	84,4	26,6	9.121,2	17,9			114	1,2	(33,3)	9.235	16,8	-1.923	-971
1984	1.495	13,9	12,7	9.039	84,0	16,0	10.533,9	15,5	1.412,7	291,9	223	2,1	96,2	10.757	16,5	-1.439	484
1985	1.830	16,1	22,4	9.052	79,8	0,1	10.881,5	3,3	347,6	81,6	461	4,1	106,7	11.344	5,5	-1.013	426
1986	2.382	21,4	30,2	8.232	74,1	(9,1)	10.613,5	(2,5)	(268,0)	59,3	482	4,3	4,6	11.105	(2,1)	-1.465	-452
1987	2.423	17,1	1,7	11.044	78,0	34,2	13.466,4	26,9	2.852,9	432,9	690	4,9	42,9	14.158	27,5	-806	659
1988	2.662	18,6	9,9	11.059	77,1	0,1	13.720,9	1,9	254,5	10,6	612	4,3	(11,3)	14.335	1,3	1.596	2.402
1989	2.548	16,1	(4,3)	12.500	79,2	13,0	15.047,7	9,7	1.326,8	(201,6)	738	4,7	20,5	15.792	10,2	938	-658
1990	4.041	18,1	58,6	16.154	72,4	29,2	20.194,8	34,2	5.147,1	(144,5)	2.076	9,3	181,4	22.302	41,2	-2.625	-3.563
1991	4.296	20,4	6,3	15.053	71,5	(6,8)	19.348,9	(4,2)	(845,9)	(29,4)	1.575	7,5	(24,1)	21.047	(5,6)	250	2.875
1992	4.826	21,1	12,3	16.185	70,8	7,5	21.010,1	8,6	1.661,2	(135,7)	1.772	7,7	12,5	22.871	8,7	-974	-1.224
1993	7.358	25,0	52,5	19.403	65,9	19,9	26.760,5	27,4	5.750,4	(105,3)	2.526	8,6	42,5	29.428	28,7	-6.433	-5.459
1994	5.220	22,4	(29,0)	16.565	71,2	(14,6)	21.785,7	(18,6)	(4.974,8)	(54,9)	1.381	5,9	(45,3)	23.270	(20,9)	2.631	9.064
1995	8.119	22,7	55,5	25.078	70,2	51,4	33.197,1	52,4	11.411,4	(229,6)	2.416	6,8	74,9	35.709	53,5	-2.339	-4.970
1996	10.336	23,7	27,3	28.736	65,9	14,6	39.072,0	17,7	5.874,9	(5.994,8)	4.424	10,1	83,1	43.627	22,2	-2.437	-98
1997	11.109	22,9	7,5	32.119	66,1	11,8	43.228,0	10,6	4.156,0	(2.067,7)	5.052	10,4	14,2	48.559	11,3	-2.638	-201
1998	10.624	23,1	(4,4)	29.562	64,4	(8,0)	40.186,3	(7,0)	(3.041,7)	(65,8)	5.364	11,7	6,2	45.921	(5,4)	1.984	4.622
1999	8.727	21,5	(17,9)	26.854	66,0	(9,2)	35.581,0	(11,5)	(4.605,3)	138,5	4.820	11,9	(10,1)	40.671	(11,4)	-1.340	-3.324
2000	11.365	20,9	30,2	36.010	66,1	34,1	47.375,0	33,1	11.794,0	(139,1)	6.928	12,7	43,7	54.503	34,0	-9.821	-8.481
2001	6.940	16,8	(38,9)	30.301	73,2	(15,9)	37.241,0	(21,4)	(10.134,0)	(76,7)	3.813	9,2	(45,0)	41.399	(24,0)	3.392	13.213
2002	8.400	16,3	21,0	37.656	73,0	24,3	46.056,0	23,7	8.815,0	(179,3)	4.898	9,5	28,5	51.554	24,5	-1.524	-4.916
2003	11.326	16,3	34,8	49.735	71,7	32,1	61.061,0	32,6	15.005,0	(230,4)	7.813	11,3	59,5	69.340	34,5	-8.036	-6.512
2004	17.397	17,8	53,6	67.549	69,3	35,8	84.946,0	39,1	23.885,0	(315,6)	12.100	12,4	54,9	97.540	40,7	-15.604	-7.568
2005	20.363	17,4	17,1	81.868	70,1	21,2	102.231,5	20,3	17.285,5	(239,4)	13.975	12,0	15,5	116.774	19,7	-22.824	-7.220
2006	22.135	16,2	8,7	98.276	71,7	20,0	120.411,1	17,8	18.179,6	(214,1)	15.956	11,6	14,2	137.032	17,3	-31.316	-8.492

TABLO 5. 4.B : SS fenomenleri ve kriz vakaları

<p style="text-align: center;">1994 kriz vakasında:</p> <p>(i) Sermaye ve finansal hesabın GSYİH ya oranında düşme 3.9 olup eşik oran olan 3.0 in üzerindedir. (ii) Cari açığın GSYİH ya oranında düşme 6.2 olup eşik oran olan 5.0 in üzerindedir. (iii) Cari açıktaki düşme önemli ölçüde hammadde ve yatırım malları ithalatındaki düşmeden kaynaklanmaktadır. Çünkü hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşme miktarının cari dengedeki ("açık" tan "fazla"ya doğru) değişme miktarına oranı payı %54.9 dur. Bir diğer ifadeyle hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşmenin cari hesap dengesindeki (açığın azalması ve fazlanın artması istikametindeki) değişme miktarı içindeki payı %54.9 dur. Bu oran, eşik kabul edilen %50 nin üzerindedir ve ithalattaki daralmanın reel sektörde ithalata bağlı endüstrilerde büyük bir ithalat darboğazına ve arz (üretim) şokuna yol açtığına delalet eder. 1994 vakasında hammadde ve yatırım malları ithalat toplamında yıllık düşme %18.6 dir. Hammadde ve yatırım malları ithalatının toplam ithalat içerisindeki payı 1993 yılında (sırasıyla %65.9+%25.0=) %90.9 ve 1994 yılında ise (yine sırasıyla %71.2+%22.4=) %93.6 dir. Bu, reel sektörün hammadde, enerji, yarımamul, fiziki sermaye (yatırım) malları tedariki bakımından ithalata bağımlılığının çok yüksek olduğunu ifade eder. Bu sebeplerle 1994 vakası amprik olarak bir SS krizi tecrübesidir.</p>
<p style="text-align: center;">2001 kriz vakasında:</p> <p>(i) Sermaye ve finansal hesabın GSYİH ya oranında düşme 7.5 olup eşik oran olan 3.0 in üzerindedir. (ii) Cari açığın GSYİH ya oranında düşme 7.4 olup eşik oran olan 5.0 in üzerindedir. (iii) Cari açıktaki düşme önemli ölçüde hammadde ve yatırım malları ithalatındaki düşmeden kaynaklanmaktadır. Çünkü hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşme miktarının cari dengedeki ("açık" tan "fazla"ya doğru) değişme miktarına oranı payı %76.7 dir. Bir diğer ifadeyle hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşmenin cari hesap dengesindeki (açığın azalması ve fazlanın artması istikametindeki) değişme miktarı içindeki payı %76.7 dir. Bu oran, eşik kabul edilen %50 nin üzerindedir ve ithalattaki daralmanın reel sektörde ithalata bağlı endüstrilerde büyük bir ithalat darboğazına ve arz (üretim) şokuna yol açtığına delalet eder. 2001 vakasında hammadde ve yatırım malları ithalat toplamında yıllık düşme %21.4 tür. Hammadde ve yatırım malları ithalatının toplam ithalat içerisindeki payı 2000 yılında (sırasıyla %66.1+%20.9=) %87.0 ve 2001 yılında ise (yine sırasıyla %73.2+%16.8=) %90.0 dir. Bu, reel sektörün hammadde, enerji, yarımamul, fiziki sermaye (yatırım) malları tedariki bakımından ithalata bağımlılığının çok yüksek olduğunu ifade eder. Bu sebeplerle 2001 vakası amprik olarak bir SS krizi tecrübesidir.</p>
<p style="text-align: center;">1991 kriz vakasında:</p> <p>(i) Sermaye ve finansal hesabın GSYİH ya oranında düşme 2.9 olup eşik oran olan 3.0 in altındadır. (ii) Cari açığın GSYİH ya oranında düşme 2.0 olup eşik oran olan 5.0 in altındadır. (iii) Cari açıktaki düşme önemli ölçüde hammadde ve yatırım malları ithalatında bir daralmadan kaynaklanmamaktadır. Çünkü hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşme miktarının cari dengedeki ("açık" tan "fazla"ya doğru) değişme miktarına oranı payı %29.4 tür. Bir diğer ifadeyle hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşmenin cari hesap dengesindeki (açığın azalması ve fazlanın artması istikametindeki) değişme miktarı içindeki payı %29.4 tür. Bu oran, eşik kabul edilen %50 nin aşağısındadır ve cari açıktaki vuku bulan daralmanın reel sektörde ithalata bağlı endüstrilerde büyük bir ithalat darboğazı ve arz (üretim) şokuna yol açtığına delalet etmemektedir. 1991 vakasında hammadde ve yatırım malları ithalat toplamında yıllık düşme %4.2 dir. Hammadde ve yatırım malları ithalatının toplam ithalat içerisindeki payı 1990 yılında (sırasıyla %71.5+%18.1=) %89.6 ve 1991 yılında ise (yine sırasıyla %72.4+%20.4=) %92.8 dir. Bu, reel sektörün hammadde, enerji, yarımamul, fiziki sermaye (yatırım) malları tedariki bakımından ithalata bağımlılığının çok yüksek olduğunu ifade eder. Bu sebeplerle 1991 tecrübesi amprik olarak bir SS krizi vakası olarak tanımlanamaz.</p>
<p style="text-align: center;">1988 kriz vakasında:</p> <p>(i) Sermaye ve finansal hesabın GSYİH ya oranında düşme 3.9 olup eşik oran olan 3.0 in üzerindedir. (ii) Fakat Cari açığın GSYİH ya oranında düşme 2.7 olup eşik oran olan 5.0 in altında kalmıştır. (iii) Cari açıktaki düşmenin kaynağında hammadde ve yatırım malları ithalatında bir daralma önemli derecede yer almamaktadır. Çünkü hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşme miktarının cari dengedeki ("açık" tan "fazla"ya doğru) değişme miktarına oranı payı %10.6 dir. Bir diğer ifadeyle hammadde ve yatırım malları ithalat toplamındaki düşmenin cari hesap dengesindeki (açığın azalması ve fazlanın artması istikametindeki) değişme miktarı içindeki payı %10.6 dir. Bu oran, eşik kabul edilen %50 nin bir hayli aşağısındadır ve cari açıktaki vuku bulan daralmanın reel sektörde ithalata bağlı endüstrilerde önemli bir ithalat darboğazı ve arz (üretim) şokuna yol açtığına delalet etmez. 1988 vakasında hammadde ve yatırım malları ithalat toplamında yıllık düşme %1.9 dur. Hammadde ve yatırım malları ithalatının toplam ithalat içerisindeki payı 1987 yılında (sırasıyla %78.0+%17.1=) %95.1 ve 1991 yılında ise (yine sırasıyla %77.1+%18.6=) %95.7 dir. Bu, reel sektörün hammadde, enerji, yarımamul, fiziki sermaye (yatırım) malları tedariki bakımından ithalata bağımlılığının çok yüksek olduğunu ifade eder. Bu sebeplerle 1988 tecrübesi amprik olarak bir SS krizi vakası olarak tanımlanamamıştır.</p>
<p style="text-align: center;">1984 kriz mahiyetinde olmayan döviz kuru istikrarsızlığı vakasında:</p> <p>(i) Sermaye ve finansal hesabın GSYİH ya oranında düşme 0.8 olup eşik oran olan 3.0 in son derece altındadır. (ii) Cari açığın GSYİH ya oranında düşme 0.7 olup eşik oran olan 5.0 in son derece altındadır. Bu sebeplerle 1984 tecrübesi amprik olarak bir SS fenomeni, hatta bu fenomen yönünde bir gidişat müşahede edilmemiştir. Ayrıca bu vaka, ekonomik daralma unsuru amprik olarak mevcut olmadığından zaten bir kriz vakası da değildir. Sonuç olarak 1984 vakası ne kriz olarak ne de SS krizi şeklinde tanımlanamamıştır.</p>

SS kriz vakaları olarak 1994 ve 2001 krizleri tesbit edilmiştir.

Kaynak: Tarafımdan hazırlanmıştır.

e. 2001 Para Krizi Vakası

(1) İlk kademe: Amprik tanım

(a) Finansal istikrarsızlık unsuru

Ortalama nominal döviz kuru (\$/TL) artış oranı 2001 yılında %96,5 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama nominal döviz kuru artış oranı 2000 yılında ise %48,5 olmuştur.

Buna göre 2001 yılında gerçekleşen ortalama nominal döviz kuru artış oranı hem %25'ten ve hem de bir önceki yılın ortalama nominal döviz kuru artış oranının asgari %10 fazlasından daha yüksektir. Bu yüzden 2004 yılında döviz kuru istikrarsızlığı yeterince şiddetlidir. Vakada para krizinin döviz kuru istikrarsızlığı unsuru amprik olarak vardır.

Vakada döviz kuru istikrarsızlığı “en son para krizi tecrübesi sonrasında asgari 3 yıl geçmiş olması” şartını da taşımaktadır. Çünkü 2001 itibarıyla en son para krizi tecrübesi 1994 vakası olup 2001 vakası öncesi 3 yıllık dönemde herhangi bir para krizi müşahede edilmemiştir. Gerçi 1998-9 yıllarında bir kriz müşahede edilmiştir ve 2001 vakası öncesi 3 yıllık döneme 1998, 1999 kriz yılları dahildir. Fakat 1998-9 krizi bir para krizi tecrübesi değildir. 1998-9 kriz vakasında 1998 yılında nominal döviz kurunda önemli bir artış (yıllık ortalama olarak (\$/TL) kurunda %71,7) gerçekleşmiş olsa da bu artış 1997 yılı ortalama nominal döviz kuru artış oranından (%86,9) en az %10 daha büyük değildir. Yine 1999 yılında nominal döviz kurunda önemli bir artış (yıllık ortalama olarak (\$/TL) kurunda %60,9) gerçekleşmiş fakat bu artış 1998 yılı ortalama nominal döviz kuru artış oranından (%71,2) en az %10 daha büyük olmamıştır. Ortalama değil de dönem sonu döviz kuru artış oranı esas alındığında nominal döviz kuru artış oranının 1998'de %52,7 iken 1999'da %72,7 olduğu^(*) görülmektedir ki bu durumda nominal döviz kuru artış oranı hem %25'i hem de önceki yıl nominal döviz kuru artış oranının %10 fazlasını aşmış olur. Bu 1999-9 vakasında döviz kuru istikrarsızlık unsurunun amprik olarak varlığı, ekonomik daralma unsuru da zaten mevcut (1999 yılı için reel ekonomik büyüme oranı -%4,7) olduğundan bir para krizi tecrübe edildiği sonucuna götürür. Fakat döviz kuru istikrarsızlığı unsuru tanımlanırken yıl sonu kur seviyesi itibarıyla kur artış oranı değil, yıllık ortalama kur seviyesi itibarıyla kur artış oranı esas alınmalı, böylece çok şiddetli ancak geçici olan istikrarsızlıklar elimine edilmelidir. Bu yüzden 1998-9 kriz vakasını para krizi olarak tanımlamamak daha doğrudur.

Sonuç olarak 2001 para krizi tecrübesi “yeni” bir vakadır, çünkü öncesi 3 yıllık dönemde herhangi bir para krizi vuku bulmamıştır.

^(*) TÜİK, İstatistik Göstergeler (1923-2006)'da yer alan yıl sonu kur seviyelerine göre hesaplandığında.

(b) Ekonomik daralma unsuru itibarıyla

Reel GSYİH büyüme oranı 2000 yılında harcama ve üretim yöntemlerine göre sırasıyla %7,3 ve %7,4 iken 2001 yılında her iki yönetime göre de -%7,5 olup negatif bir değer almıştır. Ekonomide mutlak bir daralma yani yalnızca reel ekonomik büyüme oranında değil, aynı zamanda reel GSYİH seviyesinde de düşme gerçekleşmiştir. Herhangi bir normal dönem büyüme oranı ortalamasının en azından negatif olamayacağı hatırlanıp ve $|-2| < |-7,5|$ olduğu dikkate alınırsa 2001 vakasında ekonomik daralma unsurunun apaçık şekilde varlığı görülür. Çünkü yalnız başına reel GSYİH'da %7,5 oranında düşme bile ekonomik daralmanın ampirik tanımında eşik oran olan %2'nin üzerindedir.

2001 vakasında kriz öncesi (normal) dönem 3 yıl alınıp bu döneme 1998 ve 1999 kriz yılları atlanarak 1996, 1997, 2000 yılları dahil edilirse reel ekonomik büyüme oranı ortalaması $[(7,0+7,5+7,4):3]=7,3$ olur. Bu durumda 2001 vakasının reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak $7,3-(-7,5)=14,8$ bulunur. Reel ekonomik büyüme potansiyel oranı olarak gerek kriz öncesi (normal) büyüme oranı ortalaması gerekse çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama oranlarından herhangi birisi esas alınsın 2001 vakasının kümülatif reel ekonomik maliyeti ekonomik daralma unsuru itibarıyla kriteriyum olan %2'nin üzerindedir. Sonuç olarak 2001 vakası ampirik olarak vardır ve döviz kuru istikrarsızlığı krize dönüşmüştür.

Bu sebeplerle 2001 vakası ampirik olarak para krizi şeklinde tanımlanmıştır.

(2) İkinci Kademe: Vakanın reel ekonomik maliyeti

Reel ekonomik büyüme potansiyel oranı olarak kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem büyüme ortalaması (%7,4) alınırsa 2001 krizinin kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti %14,9 bulunur. Burada bir kriz yılı olduğu için 1998 ve 1999 yılı 2001 vakası itibarıyla kriz öncesi (normal) döneme dahil edilmemiştir. 1998 ve 1999 yılı yine hariçte bırakılmak şartıyla kriz öncesi (normal) 4 yıllık dönem büyüme oranı ortalaması $[(7,9+7,4+7,6+7,3):4]=7,5$ olur ki bu takdirde 2001 krizinin reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak biraz yükselir ve $7,5-(-7,5)=15,0$ bulunur.

Reel ekonomik büyüme potansiyel oranı mahiyetinde ikinci olarak çeşitli dönemlere ait uzun vadeli büyüme oranları ortalamalarından birisi esas alınabilir. 2001 krizinin kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti; 1990-9 dönemine ait ortalama büyüme oranı (%3,9) esas alınırsa $3,9-(-7,5)=11,4$, 1980-2006 dönemine ait ortalama büyüme oranı (%4,3) esas alınırsa $4,3-(-7,5)=11,8$, 1970-2006 dönemine ait ortalama büyüme oranı (%4,4) esas alındığında ise $4,4-(-7,5)=11,9$ bulunur.

(3) Üçüncü kademe: Krize giriş ve krizden çıkış yılları

Döviz kuru istikrarsızlığı 2001 yılında vuku bulmuş ve aynı yıl krize dönüşmüştür. Bu yüzden krize giriş yılı 2001 yılıdır.

2002 yılında ortalama nominal döviz kuru (\$/TL) artış oranı %22,9 olarak gerçekleşmiştir. Hem %25'ten hem de bir önceki yıl ortalama nominal döviz kuru artış oranının asgari %10 fazlasından daha düşüktür. Bu, para krizinin “döviz kuru istikrarsızlığı” unsurunun 2002 yılında müşahede edilmediğini, amprik olarak mevcut olmadığını ifade eder. Bu çerçevede ayrıca 2002 yılı ortalama nominal döviz kuru artış oranının (%22,9) TÜFE ye göre enflasyon oranının (%45) altında kalmış olduğu vurgulanabilir.

2002 yılında reel ekonomik büyüme oranı %7,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu büyüme oranı 2000 yılı büyüme oranından (%7,4) daha büyüktür. Sözkonusu büyüme oranı yine gerek kriz öncesi (normal) 3 veya 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranından (sırasıyla %6,0 ve %6,4) gerekse çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının her birisinden daha yüksektir. Bu durum 2002 yılında ülke ekonomisinin kriz öncesi (normal) trendine döndüğüne, krizin “ekonomik daralma” unsurunun amprik olarak müşahede edilmediğine delalet eder.

Sonuç olarak 2002 yılı vakanın hem finansal istikrarsızlık hem de ekonomik daralma unsurunun tezahür etmediği bir yıldır. Bu yüzden 2001 krizinden çıkış yılı 2002 yılıdır.

2. KRİZ MAHİYETİNDE OLMAYAN DÖVİZ KURU İSTİKRARSIZLIK VAKALARI

Kriz mahiyetinde olmayan döviz kuru istikrarsızlıkları 1984, 1986 ve 1996 vakalarıdır.

a. 1984 Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakası

(1) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından

Ortalama nominal döviz kuru (\$/TL) artış oranı 1984 yılında %63,3 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama nominal döviz kurunda yıllık artış oranı 1983 yılında ise %38,7 olmuştur. Buna göre cari yıldaki ortalama yıllık nominal döviz kuru artış oranı hem %25'ten ve hem de bir önceki yılın nominal döviz kuru artış oranının asgari %10 fazlasından yüksektir. Şu halde vaka “döviz kuru istikrarsızlığı” şeklinde tanımlanmak itibarıyla yeterince şiddetlidir ve amprik tanımın içerdiği ilk iki şartı taşımaktadır. Bir diğer ifadeyle 1984 vakasında para krizinin döviz kuru istikrarsızlık unsuru amprik olarak vardır.

1984 öncesi 3 yıllık dönemde herhangi bir para krizi vakası tecrübe edilmemiştir. Çünkü 1984 itibarıyla en son tecrübe edilmiş para krizi 1978-80 vakasıdır. 1978-1980 para krizinden çıkış yılı 1981 olup krizin son yılı 1980'dir. Bu durumda 1978-80 para krizi dönemi 1984 vakası itibarıyla kriz öncesi 3 yıllık dönem haricinde kalmaktadır. Şu halde 1984 vakasında “en son tecrübe edilen para krizinden sonra asgari 3 yıl geçmiş olması” şartı vardır. Dolayısıyla 1984 vakası “yeni” bir vakadır.

Sonuç olarak 1984 vakasında döviz kuru istikrarsızlık unsuru amprik olarak müşahede edilmiştir.

(2) Ekonomik daralma unsuru bakımından

Reel GSYİH büyüme oranı 1983 %5,0 iken 1984 yılında %6,7'ye çıkmıştır. Dolayısıyla 1984 yılında reel ekonomik büyüme oranı düşmemiş, aksine yükselmiştir. Bu 1984 yılında ekonomik daralmanın değil, aksine ekonomik genişlemenin varlığını ifade eder.

İkinci olarak 1984 yılında müşahede edilen ekonomik büyüme oranı gerek vaka öncesi 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranından, gerekse çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının her birisinden çok daha yüksektir.

Şu halde vakada ekonomik daralma unsuru amprik olarak yoktur. 1984 döviz kuru istikrarsızlığı krize dönüşmemiştir. Bu sebeple vaka amprik açıdan para krizi olarak tanımlanamaz. Çalışmamızda da vaka “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” şeklinde tanımlanmıştır.

b. 1986 Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakası

1986 vakası kriz mahiyetinde olmayan bir finansal istikrarsızlıktır. Bu vaka döviz kuru olarak (\$/TL) oranı alındığında döviz kuru istikrarsızlığı şeklinde tanımlanamaz. Zira yeterince şiddetli değildir. Fakat döviz kuru olarak (Mark/TL) alındığında vakada döviz kuru istikrarsızlığı unsuru amprik olarak vardır, çünkü (Mark/TL) oranında döviz kuru istikrarsızlığı olarak tanımlamaya yeterli şiddette artış vuku bulmuştur. Diğer taraftan 1980'li 1990'lı yıllarda Türkiye'nin dış ticaretinde Mark bölgesi de çok büyük bir ağırlığa sahiptir. Döviz kuru istikrarsızlığının amprik olarak tanımlanması hususunda bu yüzden (Mark/TL) oranına da bakılabilir. Bununla beraber genellikle ortalama (\$/TL) ve ortalama (Mark/TL) kurlarının birbirlerine paralel seyrettikleri müşahede edilmektedir.

(1) Finansal istikrarsızlık unsuru bakımından

(\$/TL) değeri itibarıyla ortalama nominal döviz kuru oranında artış 1985 yılında %42,1 iken 1986 yılında %28,9'a düşmüştür. Ortalama nominal döviz kuru artış oranı %25'in üzerinde olmakla beraber bir önceki yıl nominal döviz kuru artış oranının %10 fazlasından çok daha küçüktür. Buna göre döviz kuru istikrarsızlığı (\$/TL) değerindeki değişme esas alındığında yeterince şiddetli değildir. Vakada krizin amprik tanımının gerektirdiği finansal istikrarsızlık unsuru mevcut değildir.

Fakat (Mark/TL) değerindeki değişme esas alındığında durum farklı görünmektedir. (Mark/TL) değeri anlamında ortalama nominal döviz kuru artış oranı 1985 yılında %39,7 iken 1986 yılında %73,6 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre ortalama nominal döviz kuru artış oranı hem %25'in ve hem de bir önceki yıl nominal döviz kuru artış oranının %10 fazlasının üzerindedir. Döviz kuru istikrarsızlığı bu durumda yeterince şiddetli olup finansal istikrarsızlık unsurunun amprik tanımının gerektirdiği ilk iki şartı taşımaktadır.

1986 döviz kuru istikrarsızlığı öncesi 3 yıl içinde herhangi bir para krizi tecrübe edilmemiştir. Çünkü 1984 vakası bir kriz tecrübesi değildir. En son para krizi tecrübesi 1986 itibarıyla 1978-80 para krizidir. Dolayısıyla 1986 döviz kuru istikrarsızlığı "yeni" bir vakadır.

(2) Ekonomik daralma unsuru bakımından

Reel GSYİH büyüme oranı 1985 yılında %4,2 iken 1986 yılında %7,0'a çıkmıştır. 1986 yılındaki reel ekonomik büyüme oranı gerek vaka öncesi 3 yıllık dönem büyüme oranı ortalamasından gerekse çeşitli dönemlere ait uzun vadeli büyüme oranlarının her birisinden bir hayli yüksektir. Ekonomi 1986 yılında daralmamış, aksine büyük bir genişleme vuku bulmuştur. Bu durum ekonomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olmadığını ifade eder.

Sonuç olarak 1986 vakasında bir döviz kuru istikrarsızlığının varlığı kabul edilse bile bu istikrarsızlık, ekonomik daralma unsuru var olmadığından, krize dönüşmemiştir.

Bu sebeplerle 1986 vakası amprik olarak "para krizi" şeklinde tanımlanamaz. Kur istikrarsızlığının varlığı kabul edilse bile vaka ancak "kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlık" olarak adlandırılabilir.

c. 1996 Döviz Kuru İstikrarsızlık Vakası

1996 döviz krizi istikrarsızlığı krize dönüşmemiş bir finansal istikrarsızlık vakasıdır. Vakanın niçin kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlık suretinde tanımlandığı amprik olarak yine krizin finansal istikrarsızlık ve ekonomik daralma unsurlarının müşahade edilip edilmediği ele alınarak temellendirilecektir.

(1) Finansal istikrarsızlık unsuru itibarıyla

Ortalama nominal döviz kuru (\$/TL) artış oranı yıllık bazda 1995 yılında %53,5 iken 1996 yılında %77,9 olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılında ortalama nominal döviz kurunda meydana gelen artış oranı hem %25'ten ve hem de bir önceki yılın nominal döviz kuru artış oranının %10 fazlasından daha büyüktür. Buna göre döviz kuru istikrarsızlığı yeterince şiddetli olup amprik tanımın finansal istikrarsızlık unsuruna dair ilk 2 şartı taşımaktadır. Bir diğer ifadeyle vakada döviz kuru istikrarsızlık unsuru amprik olarak vardır.

Vaka öncesi 3 yıllık döneme 1994 para krizi dahil olmaktadır. Dolayısıyla 1996 finansal istikrarsızlık vakası “en son para krizi tecrübesinden sonra asgari 3 yıl geçmiş olması” şartını taşımamakta olup “yeni” bir vaka değildir. Fakat sözkonusu şartın “en son para krizi tecrübesinden sonra asgari 1 yıl geçmiş olması şeklinde yumuşatılması mümkündür. Böyle yapıldığında 1996 döviz kuru istikrarsızlığı “yeni” bir vaka hüviyetini alır. Çünkü 1995 yılı 1994 kriz dönemine dahil değildir.

(2) Ekonomik daralma unsuru itibarıyla

Reel GSYİH artış oranı harcama yöntemine göre 1995 yılında %7,2 iken 1996 yılında %7,0 a düşmüştür. Reel ekonomik büyüme oranı üretim yöntemine göre ise 1995 yılında %7,9 iken 1996 yılında %7,4 e düşmüştür. Reel ekonomik büyüme oranı, hafifçe düşme kaydetse de yine hayli yüksektir. 1994 kriz yılını hariçte bırakmak şartıyla vaka öncesi 3 yıllık dönem büyüme oranı ortalaması üretim yöntemine göre $[(\%5,0+\%7,7+\%7,9):3=]$ %6,9 harcama yöntemine göre $[(\%6,0+\%8,0+\%7,2):3=]$ %7,1 olmaktadır. Bu durumda 1996 yılı reel ekonomik büyüme oranı hem önceki 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranından hem de çeşitli dönemlere ait uzun vadeli büyüme oranı ortalamasının her birisinin üzerindedir. Buna göre 1996 yılında bir ekonomik daralma müşahade edilmemiştir. Dolayısıyla vakada amprik olarak kriz tanımının ekonomik daralma unsuru mevcut değildir. Bir diğer ifadeyle 1996 döviz kuru istikrarsızlığı bir kriz dönüşmemiştir.

Bu sebeple 1996 vakası amprik açıdan “kriz mahiyetinde olmayan istikrarsızlık” şeklinde tanımlanmıştır.

Satır

no: **TABLO.5.5.A: Döviz Kurları (ortalama, alış)**

1		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
2	Döviz kuru (alış, Döviz/TL) ve yıllık değişme (%)											
3	(ABD \$/TL)	32,0	73,0	117,7	161,3	223,8	365,4	519,4	669,6	857,4	1431,1	2121,8
4	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		128,1	61,2	37,0	38,7	63,3	42,1	28,9	28,0	66,9	48,3
5	Yıllık değişme yüzdesinde değişme (fark, önceki yıla göre)			-66,9	-24,2	1,7	24,5	-21,1	-13,2	-0,9	38,9	-18,6
6												
7	(Mark/TL)	16,6	40,0	50,4	66,5	87,5	128,1	179,0	310,8	479,2	812,9	1130,2
8	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		141,0	26,0	31,9	31,6	46,4	39,7	73,6	54,2	69,6	39,0
9	Yıllık değişme yüzdesinde değişme (fark, önceki yıla göre)			-115,0	5,9	-0,4	14,8	-6,7	33,9	-19,4	15,5	-30,6
10												
11	(Euro/TL)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
12	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
13	Yıllık değişme yüzdesinde değişme (fark, önceki yıla göre)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak: TCMB, Aylık Bülten

(*) Döviz kuruyla ilgili olarak 2 şart aranmıştır:

(1) Hem yıllık değişme % si > %25 ve

(2) hem de yıllık değişme % si > önceki yıl döviz kuru artış % si + %10 olması.

TABLO 5.5.B: Harcama ve Üretim yöntemleriyle GSYİH (1987 fiyatlarıyla)

14	GSYİH (Harcama ve Üretim yöntemlerine göre)	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
15	GSYİH da yıllık değişme oranı (harcama yöntemine göre, %)	-2,4	4,9	3,6	5,0	6,7	4,2	7,0	9,0	2,3	0,3
16	GSYİH da yıllık değişme oranı (üretim yöntemine göre, %)	-2,4	4,9	3,6	5,0	6,7	4,2	7,0	9,5	2,1	0,3
17	Harcama ve Üretim yöntemleriyle GSYİH (1987 fiyatlarıyla)										
18	GSYİH (Harcama yöntemine göre)	50.297	52.739	54.618	57.333	61.181	63.776	68.246	74.416	76.143	76.364
19	GSYİH (Üretim yöntemine göre)	50.297	52.738	54.618	57.333	61.181	63.776	68.246	74.721	76.306	76.498

TABLO 5.5.C: Para krizi vakaları

20	Para krizi vak'aları (reel GSYİH da yıllık düşme oranı>%1,3) (Kümülatif maliyet > %2)	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
21	Kriz mahiyetinde olmayan finansal (döviz kuru) istikrarsızlık tecrübeleri										
22	Kur istikrarsızlığı olmaksızın reel GSYİH artış oranında yıllık düşme (>%1,3) tecrübeleri										
23	Kur istikrarsızlığı tecrübesine rağmen reel GSYİH büyüme oranında artış tecrübeleri										

(*) Döviz kuru (finansal) istikrarsızlık tecrübesinin para krizi kabul edilmesi itibarıyla ilki döviz kuru dalgalanma şiddeti, diğeri

reel GSYİH büyüme oranıyla ilgili olmak üzere 2 şart aranmıştır:

A) Döviz kuru istikrarsızlık şiddeti hususunda:

(1) Hem yıllık değişme % si > %25 ve

(2) hem de yıllık değişme % si > önceki yıl döviz kuru artış % si + %10 olması.

B) Reel ekonomik büyüme oranında düşme hususunda:

(1) Reel GSYİH büyüme oranında yıllık düşme > %1,3 ve kümülatif maliyet > %2 olması)

C) Geçmiş en son para krizi vak'ası tecrübesinden sonra en az 3 veya 4 yıl geçmiş olması.

TABLO 5.5.D : Endeks metoduna göre para krizi tecrübeleri

26		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
27	Nominal döviz kurunda (\$/TL) yıllık artış oranı (%)		128,1	61,2	37,0	38,7	63,3	42,1	28,9	28,0	66,9	48,3
28	Merkez Bankası Uluslar arası rezervlerinde (R) yıllık değişme (azalma) oranı (%)		63□6 (*)	3,8	16,8	4,9	30,4	3,8	50,1	17,5	18,0	75,5
29	Spekülatif baskı endeksi (ISP) (1) = (DE/E) - (DR/R)		64,5	57,4	20,2	33,9	32,9	38,3	-21,2	10,5	48,9	-27,2
30	Spekülatif baskı endeksi (ISP) değeri > %100=1 puan şartını taşıyan finansal istikrarsızlık tecrübeleri (1)											
31	Para krizi tecrübeleri											
32												
33	Merkez Bankası Uluslar arası rezervlerinde (R) yıllık azalma oranı (%) (artış durumu hariç)		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
34	Spekülatif baskı endeksi (ISP) (2) = (DE/E) - (DR/R)		128,1	61,2	37,0	38,7	63,3	42,1	28,9	28,0	66,9	48,3
35	Spekülatif baskı endeksi (ISP) değeri > %100=1 puan şartını taşıyan finansal istikrarsızlık tecrübeleri (2)											
36	Para krizi tecrübeleri											

(*) Merkez Bankasının 1979 (IFS verilerinden) ve 1980 yılı Brüt rezerv seviyelerine göre.

1) Merkez Bankası rezervlerinde artış şeklindeki değişmeler de dikkate alınmıştır.

2) Merkez Bankası rezervlerinde yalnızca azalma şeklindeki değişmeler dikkate alınmıştır.

Satır

no: TABLO.5.5.A (Devamı)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
2																	
3	2606,3	4175,3	6874,4	11035,7	29788,3	45738,5	81386,2	152071,3	261045,3	420126,2	623704,0	1225411,8	1505839,5	1493067,8	1425771	1,344	1,435
4	22,8	60,2	64,6	60,5	169,9	53,5	77,9	86,9	71,7	60,9	48,5	96,5	22,9	-0,8	-4,5	-5,7	6,8
5	-25,4	37,4	4,4	-4,1	109,4	-116,4	24,4	8,9	-15,2	-10,7	-12,5	48,0	-73,6	-23,7	-3,7	-1,2	12,5
6																	
7	1621,1	2515,6	4428,2	6659,8	18567,4	31953,5	53981,2	87368,1	149135,0	227870,8	293452,2	559191,5	655111,0				
8	43,4	55,2	76,0	50,4	178,8	72,1	68,9	61,8	70,7	52,8	28,8	90,6	17,2	-			
9	4,4	11,7	20,9	-25,6	128,4	-106,7	-3,2	-7,1	8,8	-17,9	-24,0	61,8	-73,4	-			
10																	
11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	445676,5	573942,5	1093683,5	1429766,0	1685301,2	1771948,0	1,674	1,804
12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28,8	90,6	30,7	17,9	5,1	-5,5	7,8
13												61,8	-59,8	-12,9	-12,7	-10,7	13,3

TABLO.5.B (Devamı)

(yıllık değişme oranı, %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
14																	
15	9,3	0,7	5,0	7,7	-4,7	7,9	7,4	7,6	3,2	-4,7	7,3	-7,5	7,9	5,8	9,0	7,4	6,1
16	9,3	0,9	6,0	8,0	-5,5	7,2	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,9	5,8	8,9	7,4	6,1
17																	
18	83.440	84.041	88.273	95.027	90.591	97.729	104.940	112.892	116.541	111.083	119.147	110.267	118.923	125.778	137110	147200	156249
19	83.579	84.353	89.400	96.591	91.321	97.888	104.745	112.631	116.114	110.646	118.789	109.885	118.612	125.485	136693	146781	155733

TABLO 5.5.C (Devamı)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
20																	
21																	
22																	
23																	

TABLO 5.5.D (Devamı)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
26																	
27	22,8	60,2	64,6	60,5	169,9	53,5	77,9	86,9	71,7	60,9	48,5	96,5	22,9	-0,8	-4,5	-5,7	6,8
28	20,5	-13,6	18,7	1,2	10,6	68,6	22,7	26,0	-6,6	18,5	-5,7	-14,5	41,8	25,3	7,1	39,3	20,7
29	2,3	73,8	45,9	59,3	159,3	-15,1	55,3	60,8	78,3	42,4	54,2	111,0	-18,9	-26,1	-11,6	-45,0	-13,9
30																	
31																	
32																	
33	0,0	-13,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,6	0,0	-5,7	-14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
34	22,8	73,8	64,6	60,5	169,9	53,5	77,9	86,9	78,3	60,9	54,2	111,0	22,9	-0,8	-4,5	-5,7	6,8
35																	
36																	

Tablo 5.6: Para krizi tecrübeleriyle ilgili özet (tasnif, kümülatif reel ekonomik maliyet, kriz türü, kriz yılları, kriz ömrü, krize giriş, krizden çıkış)

	Kriz mahiyetinde olmayan (krize dönüşmemiş) döviz kuru istikrarsızlık vakaları			Para krizi vakaları (Kriz dönüşmüş döviz kuru istikrarsızlık vakaları)				
				Pür (münferit) para krizi vakası				İkiz para ve bankacılık krizi vakası
Vaka yılı	1984 vakası:	1986 vakası:	1996 vakası:	1980 (78-80) vakası:	1988 (88-9) vakası:	1991 vakası:	1994 vakası: (Aynı zamanda SS krizi)	2001 vakası: (Aynı zamanda SS krizi)
Kümülatif olarak ve Reel GSYİH'ya oranı itibarıyla Reel ekonomik maliyet	-	-	-	(a) Kriz öncesi 4 yıllık (normal) dönem ortalama büyüme oranına (%6,7) göre: %21,6 (b) %14,7	(a) Kriz öncesi 4 yıllık (normal) dönem ortalama büyüme oranına (%6,7) göre: %10,8 (b) %6,2	(a) Kriz öncesi 4 yıllık (normal) dönem ortalama büyüme oranına (%7,4) göre: %6,7 (b) %3,7	(a) Kriz öncesi 2 yıllık (normal) dönem ortalama büyüme oranına (%7) göre: %12,5 (b) %9,9	(a) Kriz öncesi 3 yıllık (normal) dönem ortalama büyüme oranına (%7,4) göre: %14,9 (b) %11,9
(a) Kriz öncesi 3 veya 4 yıllık (normal) dönem ortalama büyüme oranına göre	“Ekonomik amprik	daralma olarak	unsuru” yok					
(b) 1970-2006 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranına (%4,4) göre								
Krizin ömrü (Kriz yılları)				3 yıl (1978, 1979, 1980)	2 yıl (1988, 1989)	1 yıl (1991)	1 yıl (1994)	1 yıl (2001)
Krize giriş: - Yıl - Çeyrek dönem				1978	1988	1991	1994	2001
Krizden çıkış: - Yıl - Çeyrek dönem				1981	1990	1992	1995	2002

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

B. BANKACILIK SEKTÖRÜNDE İSTİKRARSIZLIK ve KRİZ TECRÜBELERİ

Bankacılık krizi tecrübelerini amprik olarak teşhis ederken bankacılık krizlerinin amprik tanımında yer alan finansal istikrarsızlık unsurunun varlığı bakımından yeterince şiddetli olup olmadıkları bir tarafa önce 1980 sonrasında vuku bulan bankacılık sektörü istikrarsızlıklarını sıralamakta fayda vardır. Sonra bunlardan hangi yıllardakilerin finansal istikrarsızlık unsuru bakımından yeterince şiddetli olduğu ve daha sonra da yeterince şiddetli istikrarsızlık tecrübelerinden hangilerinin bankacılık krizinin ekonomik daralma unsuru itibarıyla yeterince büyük bir ekonomik daralmaya götürüp krize dönüştüğü tesbit edilmeye çalışılacaktır.

Bankacılık krizleri amprik olarak tanımlandıktan sonra gerek para gerekse bankacılık krizi tecrübelerinden hangilerinin pür (münferit) hangilerinin önceden tanımlı eşanlılık dönemi içerisinde vuku bulmuş yani ikiz kriz olduğu tesbit edilebilir. İkiz para ve bankacılık krizleri amprik olarak tanımlandıktan sonra ikiz kriz vakalarının kümülatif ekonomik maliyeti bulunacaktır.

1. BANKACILIK SEKTÖRÜNDE İSTİKRARSIZLIK TECRÜBELERİ

Bankacılık krizlerinin tanımında yer alan “ finansal istikrarsızlık” unsuru amprik olarak 2 safhada tanımlanmıştır. İlk safhada “yeterince şiddetli olmak” şartı aranmaksızın bankacılık sektörü istikrarsızlıkları teşhis edilmiştir. İkinci safhada ise bunlardan bankacılık krizinin istikrarsızlık unsuru bakımından “yeterince şiddetli” olan istikrarsızlık vakaları tesbit edilmiştir.

Önce yeterince şiddetli olup olmadıkları ayırt edilmeksizin bankacılık sektöründe müşahede edilen istikrarsızlık tecrübeleri ele alınacak, sonra bunlardan hangilerinin “yeterince şiddetli oldukları tesbit edilecektir.

a. Yeterince Şiddetli Oldukları Dikkate Alınmaksızın Tecrübe Edilen İstikrarsızlıklar

Bankacılık sektörü istikrarsızlıkları amprik olarak teşhis edilirken mevduatlarda azalma, net zarar, özsermaye kaybı, takipteki alacaklarda (geri dönmeyen kredilerde NPL) artış (aktif kalitesinde düşme), kapanan bankaların sayısı ve aktif büyüklükleri toplamı itibarıyla sektördeki ağırlığında artış, mevduat garantisi uygulamasının genelleştirilmesi, tatil ilan edilmesi esas alınabilir. Çalışmamızda da bu tarzda hareket edilecektir.

(1) Yeterince şiddetli olmaları bir tarafa istikrarsızlık tecrübelerinin nasıl tanımlandığı

Bankacılık sektöründe yeterince şiddetli olmaları şartı göz ardı edilmek üzere bankacılık sektörü istikrarsızlıkları şu şekilde tanımlanmıştır:

Mevduatlarda azalma tecrübesi:

Bir önceki yıla göre toplamda veya vadesi, para birimi v.b itibarıyla herhangi bir mevduat türünde yıllık olarak en az %1'lik azalma esas alınmıştır.

Net dönem zararı vakası:

Herhangi bir net zarar türünün müşahede edilmesi esas alınmıştır. Daha açık bir ifadeyle bankacılık sektörünün toplam net kâr (zarar)ı veya kamu bankaları, özel bankalar, yabancı bankalar kategorilerinden herhangi birisinin net dönem kâr (zarar)ının negatif olması halinde sözkonusu vaka net zarar istikrarsızlığı olarak tanımlanmıştır. Burada bankacılık sektörünün tümü veya herhangi bir banka kategorisi için sözkonusu zararın cari veya bir önceki yılın aynı kategorisine ait toplam özsermayeye oranının asgarî %1 olması şartı aranmıştır.

Takipteki alacaklar itibarıyla istikrarsızlık tecrübesi:

Bankacılık sektörünün tümü veya kamu bankaları, özel bankalar, varsa TMSF bankaları, yabancı bankalar grubundan herhangi birisi için genel (brüt) veya net takipteki alacakların yine bankacılık sektörünün tümünün veya aynı kategorisinin kredilerine oranının asgari %5 olması şartı aranmıştır.

Özsermaye kaybı itibarı ile istikrarsızlık tecrübesi:

Özsermaye kaybının bir önceki yıla göre gerek tüm bankacılık sektörü gerekse kamu bankaları, özel bankalar, TMSF bankaları, yabancı bankalar grubundan herhangi birisi için yıllık asgari %1 olması kıstas alınmıştır.

Kapanan bankalar itibarıyla istikrarsızlık tecrübesi:

TBB'nin verilerine göre faaliyeti sona eren en az bir tane bankanın varlığı halinde sözkonusu vaka istikrarsızlık olarak tanımlanmıştır.

Tatil ilanı ve mevduat garantisinin genelleştirilmesi:

Kısmi veya tümünden tatil ilan edilmesi mevduat ödemelerinin dondurulması, mevduat garantisinin genelleştirilmesi vaka yine "istikrarsızlık" olarak tanımlanmıştır.

(2) Yeterince Şiddetli Olup Olmadıkları Dikkate Alınmaksızın Tesbit Edilen İstikrarsızlık Vakaları

(a) Mevduatlarda Azalma itibarıyla (herhangi bir tür mevduatta azalma)

Mevduatlarda azalma esas alındığında herhangi bir mevduat türünde azalma şeklindeki istikrarsızlık tecrübeleri; yıllar, mevduat türü ve bir önceki yıla göre azalma oranı (%) itibarıyla şunlardır: 1982 yılı (TL) 1 yıl vadeli mevduatta, -%24, 1983 yılı (TL) (1 ay vadelide -%100,

3 ay vadelide -%20, 6 ay vadelide -%19), 1984 yılı (TL) (6 ay vadelide -%66, 1 yıl vadelide -%78), 1985 yılı (TL) (3 ay vadelide -%7), 1987 yılı [(TL) 3 ay vadelide -%8, (TL) 6 ay vadelide -%26 (döviz) 1 ay vadelide -%26], 2000 yılı (TL) (6 ay vadelide -%51, 1 yıl vadelide -%76), 2001 yılı (TL) (6 ay vadelide -%25), 2002 yılı; (döviz) (1 ay vadelide, -%0,27), 2003 yılı (döviz) (toplam mevduatta -%4, vadesizde -%0,6 toplam vadeli mevduatta -%5 1 ay vadelide -%14, 3 ay vadelide -%0,02).

Mevduatlarda azalma itibarıyla 2004-6 alt döneminde istikrarsızlık meydana gelmediği ele alınırken vadeleri itibarıyla mevduat türlerindeki değişimler ele alınamamıştır. Toplam TL, Toplam döviz, Toplam (TL+döviz) mevduat türlerinde azalma açısından 2004-6 alt döneminde herhangi bir istikrarsızlık vakası tesbit edilememiştir.

Mevduatlar esas alındığında diğer taraftan yıllık değişim itibarıyla gerek “toplam (TL+döviz) mevduatlarında” gerekse toplam TL veya toplam döviz mevduatında 1980 sonrası dönemde önemli düşme müşahade edilmemiştir. Yine ister TL, isterse döviz cinsinden olsun toplam vadeli mevduatlarda da bir azalma meydana gelmemiştir. Bir diğer ifadeyle kimi mevduat türlerinde düşüşler vuku bulmuşsa da bunların mevduatların yalnızca vade yapısını etkilemiş olduğu tesbit edilmektedir. Mevduatlarda azalma açısından 1980 sonrası dönem çalışmanın Ek’inde yer alan tablolarda özetlenmiştir (Tablo 5.B1 ve Tablo 5.B.6).

(b) Net Dönem Zararı Tecrübeleri (herhangi bir tür zarar tecrübesi)

Net dönem zararı esas alındığında bankacılık sektöründe müşahade edilen istikrarsızlık tecrübeleri; yıllar, tür ve aynı yıldaki özsermayesine oranı itibarıyla şöyle sıralanabilir: 1979 yılı (tüm bankacılık sektörü -%1,1, kamu bankaları -%2,9), 1994 yılı [kamu bankaları -%5,1 (TBB, bankalarımız kitabı), -%8 (HM, BDDK, MB, Hazine istatistikleri, 1980-2003)], 1999 yılı [tüm bankacılık sektörü/yurtiçi, -%24; özel bankalar/yurtiçi, -%224; tüm bankacılık sektörü/genel konsolide, -%16; özel bankalar/genel konsolide, -%74], 2000 yılı [genel konsolide/tüm bankacılık sektörü, -%38; genel konsolide/kamu bankaları -%17; genel konsolide/TMSF bankaları, %161,3^(*)], 2001 yılı [genel konsolide/tüm bankacılık sektörü (toplam), -%9; genel konsolide/kamu bankaları, -%0,5; genel konsolide/TMSF bankaları -%540^(*)], 2002 yılı [genel konsolide/TMSF bankaları, %153^(*)]. Net zarar açısından 1980 sonrasında bankacılık sektörünün durumu Ek’te yer alan tablolarda (Tablo 5.B2 ve Tablo 5.7) özetlenmiştir.

^(*) Özsermaye toplamı negatif olduğundan net zarar/özsermaye oranı pozitif işaretlidir. Bir diğer ifadeyle dönem sonu itibarıyla burada da yine zarar sözkonusudur.

(c) Takipteki Alacaklar itibarıyla

Takipteki alacaklar esas alındığında bankacılık sektöründe müşahede edilen istikrarsızlık tecrübeleri; yıllar, tür, aynı yıldaki toplam krediler içindeki payı, aynı yıldaki toplam aktifler içindeki payı itibarıyla şunlardır: 1986 yılı (Yurtiçi/Net) [tüm sektör, toplam kredilere oranı %6, toplam aktiflere oranı %3; kamu bankaları, kamu bankaları kredilerine oranı %7, kamu bankaları aktiflerine oranı %3; özel bankalar, özel banka kredilerine oranı %5, özel banka aktiflerine oranı %2], 1987 yılı (Yurtiçi/net olmak üzere) [Kamu bankaları, kamu bankaları kredilerine oranı %6, kamu bankaları aktiflerine oranı %3], 1991 yılı (Yurtiçi/Net) [Kamu bankaları, kamu bankaları kredilerine oranı %8, kamu bankaları aktiflerine oranı %3], 1993 yılı (Yurtiçi/Net) [yabancı banka alacakları: yabancı banka kredilerine oranı %22, yabancı banka aktiflerine oranı %7], 1994 yılı (Yurtiçi/Net) [yabancı bankalar, yabancı banka kredilerine oranı %12, yabancı banka aktifleri içindeki payı %3], 1999 yılı (genel konsolide) [tüm bankacılık sektörü; toplam kredilerine oranı %10,7, toplam aktiflerine oranı %3,2; kamu bankaları, kamu bankaları kredilerine oranı %8,1, kamu bankaları aktiflerine oranı %2,4; özel bankalar, özel banka kredilerine oranı %12,9, özel banka aktiflerine oranı %4,2], 1999 yılı (genel konsolide/Net) [kamu bankaları, kamu bankaları kredilerine oranı %5,1, kamu bankaları aktiflerine oranı %1,5], 2000 yılı (genel konsolide/Net) [kamu bankaları, kredilerine oranı %9,2, kamu bankaları aktiflerine oranı %2,3; TMSF bankaları, TMSF bankaları kredilerine oranı %14,5, TMSF bankaları aktiflerine oranı %3,5], 2000 yılı (genel konsolide) [tüm bankacılık sektörü, toplam kredilerine oranı %12,4, toplam aktiflerine oranı %3,8; kamu bankaları, toplam kredilerine oranı %13,2, toplam aktiflerine oranı %3,2; TMSF bankaları, toplam kredilerine oranı %73,4, toplam aktiflerine oranı %17,7; özel bankalar, toplam kredilerine oranı %6,5, toplam aktiflerine oranı %2,4], 2001 yılı (genel konsolide/Net) [kamu bankaları, toplam kredilerine oranı %14,5, toplam aktiflerine oranı %2,2; TMSF bankaları, toplam kredilerine oranı %22,4, toplam aktiflerine oranı %1,8], 2001 yılı (Genel konsolide) [tüm bankacılık sektörü, toplam kredilerine oranı %16,9, toplam aktiflerine oranı %4,3; kamu bankaları, toplam kredilerine oranı %43,2, toplam aktiflerine oranı %6,7; TMSF bankaları toplam kredilerine oranı %204,4, toplam aktiflerine oranı %16,7; özel bankalar, toplam kredilerine oranı %7,5, toplam aktiflerine oranı %2,3], 2002 yılı (genel konsolide/Net) [tüm bankacılık sektörü, toplam kredilerine oranı %7,6, toplam aktiflerine oranı %1,2; kamu bankaları, toplam kredilerine oranı %15,6, toplam aktiflerine oranı %1,2; TMSF bankaları, toplam kredilerine oranı %89,8, toplam aktiflerine oranı %9,6], 2002 yılı (genel konsolide) [tüm bankacılık sektörü, toplam kredilerine oranı %21,2, toplam aktiflerine oranı %4,9; kamu bankaları, toplam kredilerine oranı %59,7, toplam aktiflerine oranı %6,7; TMSF bankaları, toplam kredilerine oranı %227,1, toplam

aktiflerine oranı %24,3; özel bankalar, toplam kredilerine oranı %9,8, toplam aktiflerine oranı %2,8], 2003 yılı (genel konsolide/Net) [TMSF bankaları, toplam kredilerine oranı %28,7, toplam aktiflerine oranı %2,9], 2003 yılı (Genel konsolide) [tüm bankacılık sektörü, toplam kredilerine oranı %13,3, toplam aktiflerine oranı %3,5, kamu bankaları, toplam kredilerine oranı %35,6, toplam aktiflerine oranı %5,2; TMSF bankaları, toplam kredilerine oranı %116,7, toplam aktiflerine oranı %11,2; özel bankalar, toplam kredilerine oranı %6,99, toplam aktiflerine oranı %2,3].

Takipteki alacaklar itibarıyla 1980 sonrasında bankacılık sektöründe durum Ek'te yer alan tablolarda özetlenmiştir (Tablo 5.B3 ve Tablo 5.B6, Tablo 5.B7).

(d) Özsermaye Kaybı İtibarıyla

Özsermaye kaybı esas alındığında bankacılık sektöründe müşahede edilen istikrarsızlık tecrübeleri; yıllar, tür ve bir önceki yıla göre oranı (%) itibarıyla şu şekilde sıralanabilir: 1981 yılı (tüm bankacılık sektörü, -%55,2; Kamu bankaları -%50,1; Özel bankalar (ticaret bankaları), -%64,6; yabancı bankalar, -%85,6), 1999 yılı (yurtiçi) [tüm bankacılık sektörü, -%11,32; Özel bankalar, -%62,9], 1999 yılı (genel konsolide) [tüm bankacılık sektörü, -%8,9; Özel bankalar, -%62,7], 2002 yılı (TMSF bankaları, %145 fakat yine de negatif).

2004-6 alt döneminde özsermaye kaybı itibarıyla müşahede edilen istikrarsızlık tecrübeleri; yılı, tür ve önceki yıl özsermayesine oranı (%) bakımından şöyle sıralanabilir: 2005 yılı (Özel bankalar, -%13,7) ve 2006 yılı (TMSF bankaları, -%43,8).

Özsermaye kaybı itibarıyla 1980 sonrasında bankacılık sektöründe tecrübe edilen istikrarsızlık vakaları Ek'te yer alan Tablo 5.B4'te özetlenmiştir.

Bankacılık sektöründe kimi yıllarda muhtelif türde ve özsermayelerine oranla önemli büyüklükte net dönem zararlarıyla karşılaşmaktadır. Net dönem zararı özsermayeden mahsup edilmekte ve dolayısıyla özsermaye kaybına götürmektedir. Özsermayeye oranla önemli büyüklükte net zararın varlığı bir önceki yıl seviyesine göre önemli oranda bir özsermaye kaybına yol açar. Fakat kimi yıllarda özsermayeye oranla önemli büyüklükte net dönem zararı varken aynı yılda yine bir önceki yıla göre önemli oranda bir özsermaye kaybı müşahede edilmeyebilmektedir. Özsermayeye göre net zarar oranının yüksekliğine rağmen yıllık olarak büyük bir oranda özsermaye kaybının vuku bulmaması ilk olarak sektöre yeni girişler, sermaye artırımını v.b. gerçekleşmesi ve bu yoldan özsermaye artışının meydana gelmesine bağlanabilir. Söz konusu durum ikinci olarak net zararın bir önceki yıl sonu özsermayesine değil, cari yıl özsermayesine yani dönem sonu bilançosunda net zarar mahsup edildikten sonra özsermayeden geriye kalan kısma oranlanmasından kaynaklanabilir. Böyle bir durum da net zarar/özsermaye oranı gerçek seviyesinden (bir önceki yıl sonu özsermayesine oranından) daha büyük çıkar; bu

durum toplam özsermayenin yıllık değişme oranında tezahür edemez, yani yıllık bazda büyük oranda bir özsermaye kaybı şeklinde görünmez. Benzer durum net kâr/özsermaye oranı açısından fakat zıt yönde vardır. Net dönem karı özsermayeye eklenir ve dönem sonu özsermayesini artırır. Net kâr/özsermaye oranı eğer net kâr cari yılın özsermayesine oranlanırsa gerçek değerinden (bir önceki yıl dönem sonu özsermayesine oranından) bu defa daha küçük çıkar. Dolayısıyla net kâr, cari yıl özsermayesine oranından daha büyük bir oranda yıllık özsermaye artışına yol açar, toplam özsermayede yıllık artış oranı net kârın bir önceki yıl özsermayesine oranıyla tutarlı olabilir. (Sektöre yeni giriş, fon aktarımı, özsermaye artırımı veya sektörden çıkış yok iken).

Bankacılık sektörünün net kâr (zarar)ı sektörün toplam özsermayesinde artıştan çıkarılırsa fark bize sözkonusu yılda sektöre yeni giriş, fon aktarımı v.b. surette fon girişini ifade eder.

(e) Kapanan Bankalar İtibarıyla

Faaliyeti sona eren (kapanan, TMSF'ye devredilen, v.b.) bankaların sayıları ve bankacılık sektöründeki ağırlıkları esas alındığında 1980 sonrası dönemde bankacılık sektöründe görülen istikrarsızlık tecrübeleri; yıl, faaliyeti sona eren banka sayısı, TMSF'ye intikal eden banka sayısı, faaliyeti sona erenlerin toplam aktif büyüklüklerinin sektörün toplam aktiflerine oranı, TMSF'ye devredenlerin toplam aktiflerinin sektörün toplam aktiflerine oranı itibarıyla şöyle sıralanabilir:

1983 yılı:

Faaliyetiine devam eden banka sayısı 41, faaliyeti sona eren banka sayısı 4; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %0,15; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,00 bulunmuştur.

1984 yılı:

Faal banka sayısı 43, faaliyeti sona eren banka sayısı 2; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki aktif toplamına oranı %0,51; ; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,18'dir.

1988 yılı:

Faal banka sayısı 59, faaliyeti sona eren banka sayısı 1; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam

aktiflerine oranı %2,35, faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,68'dir.

1989 yılı :

Faal banka sayısı 62, faaliyeti sona eren banka sayısı 1; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %1,02; faaliyeti sona eren bankaların kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,15 bulunmuştur.

1991 yılı:

Faal banka sayısı 65, faaliyeti sona eren banka sayısı 1; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %0,07; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,01 olarak tesbit edilmiştir

1992 yılı:

Faal banka sayısı 68, faaliyeti sona eren banka sayısı 2; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %1,36; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,27'dir.

1994 yılı:

Faal banka sayısı 66, faaliyeti sona eren banka sayısı 3; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %4,16; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,28 bulunmuştur.

1997 yılı:

Faal banka sayısı 72, TMSF'ye intikal ederek faaliyeti sona eren banka sayısı 1; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %2,35; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,04'tür.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %1,3; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki

toplam özsermayesine oranı -%5,26 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,05'tir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %1,3'tür. TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%5,26 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%12,0 olarak bulunmuştur.

1998 yılı:

Faal banka sayısı 72, TMSF'ye intikal eden ve böylece faaliyeti sona eren banka sayısı 2; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %2,51; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,5'tir.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %1,77; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı -%16,85 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,14'tür.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %1,77 olarak bulunmuştur. TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%16,85 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%28,62'dir.

1999 yılı:

Faal banka sayısı 73, 5 tanesi TMSF'ye intikal etmiş olmak üzere faaliyeti sona eren banka sayısı 6'dır. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %5,08; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,66'dır.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %3,11; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı -%119,6 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,54 olarak tesbit edilmiştir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %3,1 bulunmuştur. TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%119,6 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%110,6'dır.

2000 yılı:

Faal banka sayısı 65, 4 tanesi TMSF'ye intikal etmiş olmak üzere faaliyeti sona eren banka sayısı 5'tir. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %5,08; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %5,71 bulunmuştur.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %3,3; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı -%10,05 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,09'dur.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %3,28 olarak bulunmuştur. TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%16,64 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%46,30 bulunmuştur

2001 yılı:

Faal banka sayısı 58, 6 tanesi TMSF'ye devreden olmak üzere faaliyeti sona eren banka sayısı toplam 13'tür. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %10,46; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%23,62'dir.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %12,5; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı -%27,9 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,22'dir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %5,98 bulunmuştur. TMSF'ye intikal

eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%20,9 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%61,25 olarak tesbit edilmiştir.

2002 yılı:

Faaliyeti devam eden banka sayısı 52, 1 tanesi TMSF'ye etmiş olmak üzere faaliyeti sona eren banka sayısı toplam 3'tür. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %3,97; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%27,8'dir.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %2,7; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı -%8,0 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,07'dir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %2,73'tür. TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%8,00 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%14,01'dir.

2003 yılı:

Faaliyetine devam eden banka sayısı 48, 1 tanesi TMSF'ye intikal etmiş olmak üzere faaliyeti sona eren banka sayısı toplam 4'tür. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %0,65; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,4'tür.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %0,56; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı %0,02 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,00 olarak tesbit edilmiştir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı %0,51'dir. TMSF'ye intikal eden^(*)

^(*) Herhangi bir yıl itibarıyla "TMSF'ye intikal eden bankalar" ve "TMSF bünyesindeki bankalar" kavramları farklı anlamda kullanılmıştır. İlk kavramla TMSF'ye sözkonusu yıl içerisinde intikal eden bankalar kastedilmiştir ki bu

bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı -%0,01 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı -%0,02'dir.

2004 yılı:

Faaliyeti devam eden banka sayısı 47; faaliyeti sona eren banka sayısı 1'dir.^(*)

2005 yılı:

Faal banka sayısı 46, faaliyeti sona eren banka sayısı 1'dir. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %0,12; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,1'dir.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %0,07; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı %0,02 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,00 olarak bulunmuştur.

2006 yılı:

Faal banka sayısı 45, faaliyeti sona eren banka sayısı 1'dir. Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı %3,73; faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %27,53'tür.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı %4,34; faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı %0,58 ve bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %0,01 olarak tesbit edilmiştir.

Kapanan bankaların sayıları ve bankacılık sektöründeki ağırlıkları esas alındığında 1980 sonrasında durum Ek'te yer alan tablolarda özetlenmiştir (Tablo 5.B.5A, Tablo 5.B.5B, Tablo 5.B.5C, Tablo 5.B.5D, Tablo 5.B.5E, Tablo 5.B.5F, Tablo 5.B.5G, Tablo 5.B.5H).

Kapanan bankaların zararları toplamının bankacılık sektörünün cari veya bir önceki yıldaki toplam özsermayesini aşip aşamayacağı hususunda 2 soruya cevap aranmalıdır: İlk olarak kapanan bankaların zararları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam

kavram TMSF'ye önceki yıllarda intikal edenleri içermez. İkincisi ile isterse önceki yıllarda intikal etmiş olsun hala TMSF bünyesinde yer alan, yani sözkonusu yıl sonu itibarıyla TMSF tarafından henüz elden çıkarılmamış olan bankalar kastedilmektedir.

^(*) Sözkonusu banka hakkında verilere ulaşılamamıştır.

özsermayesine oranı %100'den büyük olabilir mi? Bir diğer ifadeyle kapanan bankaların cari yıldaki zararları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesini aşması bankacılık sektörünün mutlaka önceki yıldaki tüm özsermayesini kaybetmesini ima eder mi? İkinci olarak “bankacılık sektörünün toplam kâr (zarar)ı” “kapanan bankaların toplam kâr (zarar)ı” ile özdeş midir? Bir diğer ifadeyle bankacılık sektörünün toplam kâr (zarar)ı yalnızca kapanan bankaların kâr(zarar)ları toplamından mı ibarettir? Bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranla kapanan bankaların zararları toplamı çok büyük iken,^(*) bankacılık sektörünün net ve toplam olarak kâr etmesi mümkün müdür?

Faaliyeti sona eren bankaların herhangi bir yıldaki net kâr (zarar)ları toplamı bankacılık sektörünün toplam net kâr (zarar)ını ifade etmez. Çünkü tabii olarak, faaliyetine devam eden bankaların net kâr (zarar)ları toplamı, faaliyeti sona eren bankaların net kâr (zarar)ları toplamında mevcut değildir. Buradan son derece dikkat çekici sonuçlar ortaya çıkmaktadır:

(1) Faaliyeti sona eren bankaların herhangi bir yıldaki net kâr (zarar)ları sebebiyle sektörde ortaya çıkan özsermaye kaybı, tüm bankacılık sektörünün sözkonusu yılda toplam özsermayesinde ortaya çıkan değişmeye tekabül etmez. Çünkü örneğin faaliyeti sona erenlerin net kâr (zarar)ları sektörün toplam özsermayesini azaltırken, faal bankaların net kâr (zarar)ları sektörün toplam özsermayesini, önceki grubun net kâr (zarar)larının meydana getirdiği azalıştan mutlak değerce daha büyük miktarda artırabilir. Faal bankaların net kârları kapanan bankaların net zararlarının sektörün toplam özsermayesi üzerindeki olumsuz (azaltıcı) etkisini kısmen veya tamamen bertaraf edebilir. Faal bankaların net kârlarının, kapananların net zararlarının sektörün hem toplam net kârı üzerindeki hem de özsermaye kaybı üzerindeki etkisini kıracağı ve azaltacağı aşikârdır.

Bu çerçevede kapananların net zararları toplamı cari yılda, bankacılık sektörünün önceki yılki toplam özsermayesinin örneğin %40'ına tekabül edebilir ve bir önceki dönem sonuna göre sektörün özsermayesinin %40 kaybına götürebilir. Fakat bu; sektörün net toplam kâr (zarar)ının mutlaka negatif olduğuna, önceki yıla göre özsermaye kaybına uğrayacağına veya özsermaye kaybının %40 olacağına delâlet etmez. Çünkü diğer taraftan faal bankalar önceki yıl sonu itibarıyla sektörün toplam özsermayesinin örneğin %60'ı oranında toplam net kâr etmiş olabilirler. Bu, sektörün net kâr etmiş olacağını, dolayısıyla sektördeki toplam özsermayenin önceki yıla göre azalmayıp net %20 artacağını ($60-40=20$) ifade eder.^(**)

(*) cari yılda faaliyetine devam eden bankalar grubunun çok büyük kâr etmeleri ve toplam kârlarının kapananların toplam zararını kısmen veya tamamen bertaraf etmesi sayesinde

(**) Faal bankaların net kârları toplamı, sektörün önceki yıldaki toplam özsermayesine göre, örneğin %30 olursa sektör net zarar etmiş olacak ve net toplam zarar sektörün önceki yıldaki toplam özsermayesinin %10'una ($30-40=-10$) tekabül edecektir. Bu durumda sektörün toplam özsermayesi önceki yıla göre %10 azalmış olacaktır.

(2) Kapanan bankaların herhangi bir yıldaki net zararları, sektörün önceki yıldaki toplam özsermayesini aşabilir. Sözkonusu net zarar toplamı ve bunun sektörün toplam özsermayesinde yol açtığı özsermaye kaybı sektörün önceki yıldaki özsermaye toplamının %100'ü, %150'si vb. olabilir. Bu, bankacılık sektörünün tüm özsermayesini cari yılda kaybettiği anlamına asla gelmez. Çünkü sözkonusu net zarar toplamı, yalnızca kapanan bankalara dair olup tüm bankacılık sektörünün net zarar ettiğini ifade etmez.^(*)

(3) İmkânsız olan tüm sektörün net zararının önceki yıldaki toplam özsermayesinin %100'ünü aşması ve sektörün özsermayesinin tamamını kaybetmesidir. Bir diğer ifadeyle tüm sektörün net kâr (zarar)ının önceki yıldaki toplam özsermayesine oranının -%100'ün altına düşmesi mümkün değildir.

(4) Kapananların net kâr (zarar)ları toplamının, sektörün önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı örneğin -%120 iken; bankacılık sektörü cari yılda aksine net kâr etmiş ve toplam özsermayesi örneğin %50 artmış olabilir. Bu, faal bankaların net kâr (zarar)ları toplamı, sektörün önceki yıldaki toplam özsermayesinin %170'i olduğunda mümkündür.

(5) Bankacılık sektörünün toplam özsermayesinde yıllık değişmeyi ne yalnız başına kapanan bankaların kâr(zarar) toplamı ne de bankacılık sektörünün toplam kâr(zarar)ı yalnız başına mutlak surette belirleyemez. Toplam özsermayede değişmeyi bankacılık sektörünün toplam kâr (zarar)ı da yalnız başına mutlak surette belirlemez. Toplam özsermayede değişmeyi bankacılık sektörünün toplam kâr (zarar)ı yanında sektöre yeni girişler, kamunun finansal müdahalesi ve fon aktarımı, bankaların özsermaye artırımına gitmesi de etkiler.^(**)

(f) Tatil ilânı, Genelleştirilmiş (Tam) Mevduat Garantisi Uygulaması İtibarıyla

6 Aralık 2000'de mevduatların sistemden kaçışını önlemek amacıyla hükümet tarafından mevduat uygulamasının genelleştirilmesine karar verilmiştir.⁴⁰⁷ Böylece tam (%100) mevduat garantisi uygulamasına geçilmiştir.

Faal bankalar örneğin %10 zarar ettiklerinde sektörün net toplam zararı ve özsermaye kaybı önceki yılda sektörün toplam özsermayesine göre %50 olacaktır (-%40-%10=-%50).

(*) Kapananların net kâr (zarar)ları toplamının sektörün önceki yıldaki özsermayesine oranı örneğin -%120, fakat diğer taraftan faal bankaların net kârları toplamının yine sektörün önceki yıldaki özsermayesine oranı örneğin %150, %90, %60, %30 vb. olabilir. Bu durumda ilkinde bankacılık sektörü önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı net %30 kâr etmiş ve özsermayesini artırmış, diğer durumlarda sırasıyla %30, %60, %90 net zarar etmiş ve özsermaye kaybına uğramış olacaktır.

(**) Bankacılık sektörüne kamunun finansal müdahalesi, yeni girişler, bankaların özsermaye artırımına gitmesi vb.kanallarla aktarılan finansal fon miktarını bulabilmek için sözkonusu yılda bankacılık sektörünün toplam özsermayesindeki değişme miktarından bankacılık sektörünün toplam kâr(zarar)ını çıkarmak gerekir. Fakat fark yalnız başına kamunun finansal müdahalesinin büyüklüğünün ne olduğunu yani ne kadar fon aktardığını vermez.

⁴⁰⁷ BDDK, 18.1.2001 tarihli Basın Açıklaması.

Tablo 5.7: Bankacılık sektöründe, yeterince şiddetli olup olmadıkları bir tarafa, istikrarsızlık tecrübeleri (1980-2006)

Vaka yılları	Yıllar	Mevduatlarda azalma	Net dönem zararı	Takipteki alacaklar	Özsermaye kaybı	Kapanan bankalar	Mevduat garantisinin genelleştirilmesi	Tatil ilânı
1979	1979		1979					
	1980							
1981	1981				1981			
1982	1982	1982						
1983	1983	1983				1983		
1984	1984	1984				1984		
1985	1985	1985						
1986	1986			1986				
1987	1987	1987		1987				
1988	1988					1988		
1989	1989					1989		
	1990							
1991	1991			1991		1991		
1992	1992					1992		
1993	1993			1993				
1994	1994		1994	1994		1994		
	1995							
	1996							
1997	1997					1997		
1998	1998					1998		
1999	1999		1999	1999	1999	1999		
2000	2000	2000	2000	2000		2000	6 Aralık 2000	
2001	2001	2001	2001	2001		2001		
2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002		
2003	2003	2003		2003		2003		
2004	2004					2004		
2005	2005				2005	2005		
2006	2006				2006	2006		

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

b. Yeterince Şiddetli İstikrarsızlık Tecrübelerinin Tesbit Edilmesi

(1) “İstikrarsızlık Tecrübelerinden Hangilerinin “Yeterince Şiddetli” Olduğunun Nasıl Tanımlandığı

(a) Mevduatlarda azalma itibarıyla

Mevduatlarda azalma “yeterince şiddetli” bir istikrarsızlık olarak tanımlanması bakımından (a), (b), (c) den herhangi birisinin varlığı yeterli kabul edilmiştir.

(a) Bankacılık sektörünün toplam mevduatlarında (TL+döviz) yıllık asgari %20 oranında azalma,

(b) Bankacılık sektörünün toplam (TL+döviz) mevduatlarında asgari %10 düşme vuku bulmuş olmak üzere ayrıca;

(i) Bankacılık sektörünün toplam döviz mevduatları (döviz tevdiat hesapları)nda veya toplam TL mevduatlarında yıllık olarak asgari %20 oranında düşme,

(ii) 1 yıl vadeli TL, 1 yıl vadeli döviz veya 1 yıl vadeli toplam (TL+döviz) mevduatından herhangi birisinde yıllık olarak en az %20 oranında düşme,

(iii) kısa vadeli toplam (TL+döviz), kısa vadeli TL veya kısa vadeli döviz mevduat türlerinden herhangi birisinde yıllık olarak en az %40 oranında düşme

vakalarından herhangi birinin müşahede edilmesi,^(*)

(c) Bankacılık sektöründe toplam mevduatlarında önemli bir düşme vuku bulmuş olsa da 1 yıl veya daha uzun vadeli mevduatlar toplamında (yalnız TL, yalnız döviz veya TL+döviz) yıllık bazda en az %40 oranında düşme meydana gelmesi.^(**)

(b) Net dönem zararı itibarıyla

Tüm bankacılık sektörünün toplam zararının; yurtiçi veya genel konsolide için olmak üzere, bankacılık sektörünün cari yıl özsermayesine oranı %12’ye veya bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %10’a ulaşmış ise tüm bankacılık sektörü açısından net dönem zararı itibarıyla kriz için yeterince şiddetli bir istikrarsızlık vardır.

^(*) Burada genel şart kısa vadeli mevduatlar azalırken uzun vadeli mevduat miktarının artması durumunu hariçte tutmak bakımından önemlidir. Söz konusu genel şart yine toplam TL mevduatının azaldığı buna karşılık toplam döviz mevduatının arttığı durumu hariçte tutmak açısından da önemlidir.

^(**) Bu durum mevduatların ortalama vadesi önemli derecede kısalmış, uzun vadeli mevduatlara eşdeğer miktarda olmak üzere kısa vadeli mevduatlarda artış gerçekleşmiş olmasını gerektirir. Mevduatların ortalama vadesinin kısılması bankacılık sistemine duyulan genel güvenin azalma derecesini yansıtır. Bankacılık sistemine duyulan genel güven kaybı ne kadar artarsa mevduatların vadesi o denli kısalmış, aynı şekilde hem kısa hem de uzun vadeli ve ortalama faiz oranları o denli yükselir. Dolayısıyla bankacılık sisteminin toplam mevduatları değişmese bile çok kısa vadeli mevduatlarının (1 veya 3 aylık) mevduatlarının artması pahasına 1 yıl ya da daha uzun vadeli mevduatlarının şiddetli bir düşüş kaydetmesi bankacılık sistemine duyulan güvenin yine çöktüğünü, dolayısıyla bir bankacılık krizi vakasını ifade eder.

Bankacılık sektörünün önemli bir kısmının çöküşünü amprik olarak şöyle tanımlamak mümkündür:

(a) Kamu bankaları, özel bankalar, yabancı bankalar kategorilerinden herhangi birisinin toplam zararının, yurtiçi veya genel konsolide için olmak üzere, aynı kategorinin bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranının asgri %16 ya veya cari yıldaki toplam özsermayesine oranının %20 ye ulaşmış olduğunda sözkonusu kategori amprik olarak çökmüştür.

(b) TMSF bankaları için;

(1) Hem bankacılık sektörü, geçmiş yıldaki toplam özsermayesine oranla asgari %5 kadar zarar etmiş olmalı ve hem de TMSF carî yıldaki özsermayesine oranla asgari %60 veya bir önceki yıldaki özsermayesine oranla asgari %50 kadar zarar etmiş iken,

(2) TMSF bankalarının toplam zararının TMSF nin bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranında asgari %20 veya cari yıldaki toplam özsermayesine oranında asgari %25 artış gerçekleşmiş ise

TMSF bankaları grubunda amprik olarak şiddetli bir istikrarsızlık vardır. TMSF bankaları sayısının veya zararları toplamının artması bankacılık problemlerinin arttığına işaret eder. Dolayısıyla TMSF zararlarında şiddetli artış bankacılık sektöründe de çok şiddetli bir istikrarsızlık tecrübesinin yaşanmakta olduğuna işaret eder.

(c) Takipteki alacaklar itibarıyla

Tüm bankacılık sektörü için; gerek yurtiçi gerekse genel konsolide olmak üzere, takipteki alacakların hem toplam kredilere oranının asgri %16 ve hem de toplam aktiflere oranının asgarî %5 olması şeklinde birlikte 2 şartın varlığı aranacaktır.

Bankacılık sektörünün önemli bir kısmının takipteki alacaklar itibarıyla çöküşü şu surette tanımlanabilir:

Kamu bankaları, özel bankalar, yabancı bankalar kategorilerinden herhangi birisi için takipteki alacakların aynı banka kategorisinin kredilerine oranının asgari %20 veya aynı kategorinin aktiflerine oranının asgri %8 olması şartlarından herhangi birisinin varlığı aranacaktır.

TMSF bankaları grubu için 2 şartın birlikte varlığı aranacaktır. Sözkonusu 2 şarttan ilki (önşart) bankacılık sektörü için takipteki alacakların toplam kredilerine oranının en az %12 veya toplam aktiflerine oranının en az %5 olmasıdır. Sözkonusu şartlardan ikincisi TMSF bankaları grubunun takipteki alacaklarının kredilerine oranının asgari %50 veya aktiflerine oranının asgari %8 olmasıdır.

(d) Özsermaye kaybı itibarıyla

Tüm bankacılık sektörü için, ister yurtiçi isterse genel konsolide olsun, toplam özsermayesinde azalmanın bir önceki yıla göre asgari %10 olması halinde bankacılık sektörünün önemli bir özsermaye kaybına maruz kaldığı kabul edilecektir.

Bankacılık sektörünün herhangi bir kategorisinin özsermayesinin büyük bir kısmını kaybetmesi amprik olarak şöyle tanımlanacaktır:

Kamu bankaları, özel bankalar, yabancı bankalar grubundan herhangi birisi, ister yurtiçi isterse genel konsolide olsun, özsermayesindeki yıllık azalmanın bir önceki yıldaki özsermayesine oranının asgari %30'a ulaşması halinde sözkonusu banka kategorisinin özsermayesinin büyük bir kısmını kaybetmiş kabul edilecektir.

TMSF bankaları grubu için özsermayelerinin büyük bir kısmını kaybetmiş olmaları tanımlanırken ilki önşart olmak üzere 2 şartın varlığı aranacaktır. Bunlardan ilki bankacılık sektörünün toplam özsermayesinde yıllık olarak azalma oranının bir önceki yıl özsermayesine göre asgari %5 olmasıdır. İkincisi ise TMSF bankaları grubu için bir önceki yıla göre özsermaye kaybının yıllık olarak asgari %50 olmasıdır.

(e) Kapanan bankalar itibarıyla

Kapanan bankalar itibarıyla bankacılık sektöründe şiddetli bir istikrarsızlık amprik olarak teşhis edilirken aşağıdaki şartlardan en az birisinin varlığı aranacaktır. 1 yıl içerisinde;

(a) Faaliyeti sona eren banka sayısının aynı dönemdeki banka sayısının $\frac{1}{4}$ üne ulaşmış olması,

(b) TMSF'ye intikal eden banka sayısının aynı dönemdeki banka sayısının $\frac{1}{6}$ sına ulaşmış olması,

(c) Faaliyeti sona eren bankaların zararları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranının asgari %20 ye veya bankacılık sektörünün cari yıldaki toplam özsermayesine oranının ise asgari %25'e ulaşması,

(d) TMSF'ye intikal eden bankaların zararları toplamının bankacılık sektörünün önceki yıldaki toplam özsermayesine oranının %20 ye veya bankacılık sektörünün cari yıldaki toplam özsermayesine oranının %25 e ulaşması,

(e) Faaliyeti sona eren bankaların aktifleri toplamının bankacılık sektörünün toplam aktif büyüklüğü içerisindeki payının kapanma yılı veya kapanma öncesi yıl itibarıyla asgari %8 olması,

(f) TMSF'ye intikal eden bankaların aktifleri toplamının bankacılık sektörünün toplam aktif büyüklüğü içerisindeki payının intikal yılı veya intikalden önceki yıl itibarıyla asgari %5 e ulaşması.

(f) Tatil ilânı, mevduat garantisinin genelleştirilmesi itibarıyla:

Kısmî veya tümünden tatil ilânı, mevduat ödemelerinin bir süreliğine de olsa durdurulması, mevduat garantisinin genelleştirilmesi doğrudan doğruya yeterince şiddetli bir istikrarsızlık olarak kabul edilecektir.

(2) Finansal İstikrarsızlık Tecrübelerinden Bankacılık Krizinin “Finansal İstikrarsızlık” Unsurunun Varlığı itibarıyla “Yeterince Şiddetli” Olan Vakalar

(a) Mevduatlarda Yeterince Şiddetli Azalma Vakaları

1984 yılı vakası:

1 yıl vadeli TL mevduatında düşme oranı %78 (>%40) olmuştur. Bu mevduat türü o yıllar için aynı zamanda 1 yıl vadeli toplam mevduat durumundadır.

2000 yılı vakası:

1 yıl vadeli TL mevduatında düşme oranı %76 (>%40) olmuştur.

(b) Net Zarar İtibarıyla Yeterince Şiddetli Vakalar

1999 yılı vakası:

(a) Tüm bankacılık sektörü (yurtiçi) toplam net zararının bankacılık sektörünün cari yıldaki toplam özsermayesine oranı %24 (>%12),

Tüm bankacılık sektörü (genel konsolide) toplam net zararının bankacılık sektörünün cari yıldaki toplam özsermayesine oranı %116 (>%12),

(b) Özel bankaların (yurtiçi) net zarar toplamının bankacılık sektörünün cari yıldaki toplam özsermayesine oranı %224 (>%20),

Özel bankaların (genel konsolide) net zarar toplamının bankacılık sektörünün toplam özsermayesine oranı %74 (>%20) dir.

2000 yılı vakası:

(a) Tüm bankacılık sektörünün (genel konsolide) toplam net zararının bankacılık sektörünün cari yıldaki toplam özsermayesine oranı %38 (>%12),

(b) Önşart olarak bankacılık sektörü (genel konsolide) toplam net zararının carî yıldaki özsermayesine oranı %38 olup >%5'tir.

Fakat zaten TMSF bankalarının (genel konsolide) net zarar toplamının cari yıldaki özsermayelerine oranı %161 olup >%60'tır. Bu, yeterince şiddetli kabul edilmek itibarıyla yeterlidir.

2001 yılı vakası:

Önşart olarak bankacılık sektörünün (genel konsolide) toplam net zararının sektörün carî yıldaki toplam özsermayesine oranı %9, geçmiş yıldaki toplam özsermayesine muhtemelen >%5'tir.

Fakat zaten TMSF bankalarının (genel konsolide) net zarar toplamının cari yıldaki özsermayesine oranı %540 olup >%60'tır. Bu, istikrarsızlığın yeterince şiddetli kabul edilmesi itibarıyla yeterlidir.

TMSF bankalarının net toplam zararının toplam özsermayesine oranında artış geçen yılın oranına göre %540-%38 = %502 olup >%20'dir.

2002 yılı vakası:

TMSF bankalarının net toplam zararının carî yıldaki toplam özsermayesine oranı %153 olup >%60'tır.

(c) Takipteki Alacaklar İtibarıyla Yeterince Şiddetli İstikrarsızlık Vakaları

1993 yılı vakası:

Yurtiçi olmak üzere yabancı bankaların net takipteki alacakların yine yabancı bankaların toplam kredilerine oranı %22 (>%20) dir. Yeterince şiddetli kabul edilmek bakımından bu durum yeterlidir.

Yabancı bankaların net takipteki alacaklarının toplam aktiflerine oranı ise %7'dir.

2000 yılı vakası:

TMSF bankaları grubuyla ilgili önşart, bankacılık sektörünün (genel konsolide) toplam takipteki alacaklarının her ne kadar toplam aktiflerine oranı %3,8 (<%5) olsa da toplam kredilerine oranı %12,4 (>%12) olduğu için, gerçekleşmiştir.

TMSF bankaları grubunun (genel konsolide) takipteki alacak toplamının toplam kredilerine oranı %73,4 (>%50) veya toplam aktiflerine oranı %17,7 (>%8)'dir. Dolayısıyla vakada TMSF bankaları ve bankacılık sektörüyle ilgili istikrarsızlık yeterince şiddetlidir.

2001 yılı vakası:

Kamu bankalarının (genel konsolide ve net) takipteki alacakları toplamının kamu bankalarının toplam kredilerine oranı %43,2 olup >%20'dir. Bu, vakanın yeterince şiddetli bir istikrarsızlık olarak kabul edilmesi itibarıyla yeterlidir.

Kamu bankalarının (genel konsolide ve net) takipteki alacak toplamının yine kamu bankalarının toplam aktif büyüklüğüne oranı ise %6,7'dir.

TMSF bankalarının (genel konsolide) takipteki alacak toplamının TMSF bankalarının toplam kredilerine oranı %204,4 olup >%50'dir. TMSF bankalarının (genel konsolide) toplam takipteki alacaklarının toplam aktiflerine oranı ise %16,7 olup >%8'dir. Ayrıca bankacılık

sektörünün (genel konsolide) takipteki alacaklar toplamının toplam kredilerine oranı %16,9 (>%12) olduğu için TMSF bankaları grubuyla ilgili önşart gerçekleşmiştir.

2002 yılı vakası:

Kamu bankalarının (genel konsolide) toplam takipteki alacaklarının toplam kredilerine oranı %59,7 (>%20)'dir.

TMSF bankaları kategorisiyle ilgili olarak önşart gerçekleşmiştir, çünkü bankacılık sektörünün (genel konsolide) toplam takipteki alacaklarının toplam kredilerine oranı %21,7 (>%12)'dir.

TMSF bankalarının (genel konsolide) takipteki alacaklar toplamının toplam kredilerine oranı %227,1 (>%50) veya toplam aktiflerine oranı %24,3 (>%12)'dir. Dolayısıyla vakadaki istikrarsızlık krizin finansal istikrarsızlık unsurunun varlığı bakımından yeterince şiddetlidir.

2003 yılı vakası:

Kamu bankalarının (genel konsolide) takipteki alacaklar toplamının kredilerine oranı %35,6 (>%20)'dir. Bu, kamu bankalarının takipteki alacakları toplamının toplam aktiflerine oranı her ne kadar %5,2 (<%8) olsa da sözkonusu kategori için istikrarsızlığın yeterince şiddetli olmasına yeterlidir.

TMSF bankaları kategorisi ile ilgili olarak önşart gerçekleşmiştir, çünkü bankacılık sektörünün (genel konsolide) toplam takipteki alacaklarının toplam kredilerine oranı %13,3 (>%12)'dir.

TMSF bankalarının (genel konsolide) takipteki alacaklar toplamının toplam kredilerine oranı %116,7 (>%50) veya toplam aktiflerine oranı %11,2 (>%8)'dir.

(d) Özsermaye Kaybı İtibarıyla Yeterince Şiddetli İstikrarsızlık Vakaları

1981 yılı vakası:

Tüm bankacılık sektörünün önceki yıla göre yıllık özsermaye kaybı oranı %55,2 (\geq %10)'dur.

Kamu bankalarının yıllık özsermaye kaybı oranı %50,1 (>%30)'dur.

Özel bankaların (ticaret bankaları) yıllık özsermaye kaybı oranı %64,6 (\geq %30)'dur.

Yabancı bankaların yıllık özsermaye kaybı oranı %85,6 (\geq 30)'dur.

1999 yılı vakası:

Tüm bankacılık sektörünün (yurtiçi) yıllık özsermaye kaybı oranı %11,32 (\geq %10)'dur.

Özel bankaların (genel konsolide) toplam özsermayesinde yıllık düşme oranı %62,9 (\geq %30)'dur. Özel bankaların (genel konsolide) toplam özsermayesinde yıllık düşme oranı %62,7 (\geq %30)'dur.

2002 yılı vakası:

TMSF bankaları kategorisiyle ilgili olarak önşart gerçekleşmiştir, çünkü bankacılık sektörünün toplam özsermayesinde yıllık azalma oranı %8,9 ($\geq\%5$)'tir.

TMSF bankalarının toplam özsermayesinde azalma %145 ($\geq\%50$)'dir. Burada toplam özsermaye başlangıçta negatiftir, dolayısıyla özsermayede azalma negatif özsermayede (ilgili negatif sayının mutlak değerinde) artış şeklinde gerçekleşmiştir. Bu münasebetle özsermayedeki değişme oranı, başlangıç özsermaye de zaten negatif olduğundan, pozitif işaretlidir. Fakat ilgili oranın pozitif olması özsermayedeki değişimin bir artışı ifade etmediğini gözden kaçırtmamalıdır.

(e) Kapanan Bankalar İtibarıyla Yeterince Şiddetli Vakalar

1998 yılı vakası:

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki zararları toplamının bankacılık sektörünün intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı %16,85 olup $\leq\%25$ 'tir. Fakat TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün intikalden önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı ise %28,6 ($\geq\%20$) olmuştur. Bu, vakada istikrarsızlığın yeterince şiddetli olması açısından yeterlidir.

1999 yılı vakası:

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı %11,9 ($\geq\%25$)'tir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı %119,6 ($\geq\%25$) ve bankacılık sektörünün intikalden önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %110,6 ($\geq\%20$) olmuştur.

2000 yılı vakası:

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün intikalden önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %46,3 ($\geq\%20$)'dir. Bu, istikrarsızlığın yeterince şiddetli olması açısından yeterlidir.

Bununla beraber TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı %16,6 ($\leq\%20$) olmuştur.

2001 yılı vakası:

6 tanesi TMSF'ye intikal etmiş olmak üzere faaliyeti sona eren banka sayısı 13, faal banka sayısı 58'dir. Faaliyeti sona erenlerin sayısı faal olanların sayısının $\frac{1}{4}$ 'üne (14'e) çok

yakın ise de onun altında kalmıştır. Bu durumda kapanan banka sayısı, istikrarsızlığın şiddetli olması bakımından yeterli değildir.

Faaliyeti sona eren bankaların önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine önceki yıldaki toplam aktifi içerisindeki payı %10,46 (\geq %8)'dir. Faaliyeti sona eren bankaların bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı %12,5 (\geq %8)'dir.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktifi içindeki payı %5,98 (\geq %5)'tir.

Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki toplam zararının bankacılık sektörünün yine önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %23,6'dır. Ancak kapanan bankalar itibarıyla istikrarsızlığın yeterince şiddetli olması tanımlanırken buna dair bir ölçüte yer verilmemiştir.

Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı %27,9 (\geq %25) olmuştur.

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün intikalden önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı %61,25 (\geq %20)'dir. Bu, vakadaki istikrarsızlığın yeterince şiddetli olması bakımından yeterlidir. Bununla beraber TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki toplam zararının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı ise %20,9 (\leq %25) olmuştur.

(f) Mevduat Garantisinin Genelleştirilmesi İtibarıyla Yeterince Şiddetli Vakalar

Mevduat garantisinin genelleştirilmesi uygulaması 2000 yılında görülmektedir. Hükümet 6 Aralık 2000'de mevduat garantisinin genelleştirilmesi uygulamasına geçmeye karar vermiştir.⁴⁰⁸ Genelleştirilmiş mevduat garantisi uygulamasına geçilmek zorunda kalınması vakada finansal istikrarsızlığın yeterince şiddetli olduğunu kabul etmeye yalnız başına yeterlidir.

Bankacılık sektöründe 1980 sonrası dönemde mevduatlarda azalma, net zarar, takipteki alacaklar, özsermaye kaybı, kapanan bankalar, tatil ilanı, mevduat garantisinin genelleştirilmesinden en az birisi itibarıyla yeterince şiddetli istikrarsızlıklar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (Tablo 5.8)

⁴⁰⁸ BDDK, 18 Ocak 2001 tarihli Basın Açıklaması.

Tablo 5.8: Bankacılık sektöründe yeterince şiddetli istikrarsızlık vakaları (1980-2006)

Vaka yılları	Yıllar	Mevduatlarda azalma	Net dönem zararı	Takipteki alacaklar	Özsermaye kaybı	Kapanan bankalar	Mevduat garantisinin genelleştirilmesi	Tatil ilâmi
	1980							
1981	1981				1981			
	1982							
	1983							
1984	1984	1984						
	1985							
	1986							
	1987							
	1988							
	1989							
	1990							
	1991							
	1992							
1993	1993			1993				
	1994							
	1995							
	1996							
	1997							
1998	1998					1998		
1999	1999		1999		1999	1999		
2000	2000	2000	2000	2000		2000	6 Aralık 2000	
2001	2001		2001	2001		2001		
2002	2002			2002	2002			
2003	2003			2003				
	2004							
	2005							
	2006							

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

2. YETERİNCE ŞİDDETLİ İSTİKRARSIZLIKLARIN AMPRİK OLARAK BANKACILIK KRİZİ OLUP OLMADIKLARI

Bankacılık krizi vakaları teşhis edilirken yine, ilki finansal istikrarsızlık ve ikincisi ekonomik daralma olmak üzere, krizin tanımında yer alan 2 ana unsurun amprik olarak varlığı aranacaktır. Tabii ki bankacılık krizi tecrübeleri tanımlanırken finansal istikrarsızlık unsuru bankacılık sektöründe “yeterince şiddetli istikrarsızlıklar”ı ifade edecektir. Vakada hem finansal istikrarsızlık hem de ekonomik daralma unsurlarının varlığı müşahede edilmişse sözkonusu vaka “bankacılık krizi” olarak tanımlanacaktır. Vakada yeterince şiddetli bir istikrarsızlık unsuru müşahede edilmiş fakat ekonomik daralma unsurunun varlığı teşhis edilmemiş ise sözkonusu vaka krize dönüşmemiş kabul edilip “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” olarak tanımlanacaktır.

Bankacılık sektöründe tecrübe edilen “yeterince şiddetli istikrarsızlık” vakaları önceki alt kısımda teşhis edilmiş ve Tablo 5.8’de derli toplu halde verilmiştir. Buna göre bankacılık sektöründe müşahede edilen istikrarsızlık vakaları yılları itibarıyla 1981, 1984, 1993, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 ve 2003 yılı vakalarıdır. Bu vakalar aynı zamanda “ekonomik daralma” unsuruna da amprik olarak sahip olup olmadığı itibarıyla incelenecek, böylece ekonomik daralma unsurunu da taşıyarak krize dönüşmüş olanlar tesbit edilerek amprik olarak “bankacılık krizi” şeklinde tanımlanacaktır. Sözkonusu vakalardan büyük bir ekonomik daralmaya götürmemiş olanlar “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık”lar şeklinde tanımlanacaktır.

Yeterince şiddetli istikrarsızlık vakalarının müşahede edildiği yıllarda Türkiye ekonomisinde görülen reel ekonomik büyüme oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir. (Tablo 5.9)

Tablo 5.9: Yeterince şiddetli finansal istikrarsızlık yılları ve bunlara ait reel ekonomik büyüme oranları (1987 sabit fiyatlarıyla)

Yıllar	1981	1984	1993	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Reel ekonomik büyüme oranı (%) (Harcama yöntemine göre)	4,9	6,7	7,7	3,2	-4,7	7,3	-7,5	7,9	5,8
Reel ekonomik büyüme oranı (%) (Harcama yöntemine göre)	4,9	6,7	8,0	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,9	5,8

Kaynak: TÜİK, DPT

Reel ekonomik büyüme oranı önceki yıla göre 1981, 1984, 1993, 2000, 2002 yıllarında artmış, 1998, 1999, 2001 ve 2003 yıllarında ise düşmüştür. Bir önceki yıla göre reel ekonomik büyüme oranında anlamlı bir artışın gerçekleştiği vakalarda, gerek önceki yıla gerekse vaka yılına ait büyüme oranı pozitif olmak şartıyla, krizin reel ekonomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olması ihtimali son derece düşüktür.

Literatüre göre bankacılık krizlerinin reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak ve reel GSYİH'ya oranla %4-13 arasındadır. Bu durumdan hareketle yeterince şiddetli bir finansal istikrarsızlık vakasının bankacılık krizi olarak tanımlanabilmesi açısından sözkonusu vakanın kümülatif olarak reel ekonomik maliyetinin reel GSYİH'ya oranla asgarî %4 olması kıstas alınacaktır. Daha açık bir ifadeyle kümülatif olarak reel ekonomik büyüme oranında en az %4 kadar düşme müşahade edilmişse bankacılık sektöründeki şiddetli istikrarsızlık vakası bankacılık krizi olarak tanımlanabilecektir.

Ekonomik daralma unsurunu amprik olarak buradaki vakalarda mevcut olup olmadığı ele alınırken daha önce para krizi vakaları konusunda ulaşılan sonuçlar yine kullanılacaktır.

a. 1981 Yılı Vakası

Vakada, önceden de ifade edildiği üzere finansal istikrarsızlık unsuru amprik olarak vardır.

Reel ekonomik büyüme oranı 1980 yılında -%2,4 iken 1981 yılında %4,9'a yükselmiş, ekonomide daralma değil aksine büyük bir genişleme meydana gelmiştir (reel ekonomik büyüme oranında önceki yıla göre artış %7,3).

1981 yılındaki büyüme oranı (%4,9) o kadar çok yüksektir ki, 2000-6 dönemi hariç olmak üzere çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının her birisinden daha yüksektir. Bununla beraber 1981 yılı büyüme oranı (%4,9), 1978-80 para krizi dönemi hariçte tutulmak üzere vaka öncesi 3 yıllık dönem olarak 1975, 1977, 1978 yılları alındığında vaka öncesi 3 yıllık ortalama büyüme oranının (%6,7) altında kalmaktadır. Fakat reel ekonomik maliyet tesbit edilirken sözkonusu vaka öncesi 3 yıllık dönem büyüme ortalaması esas alınsa bile vakanın kümülatif reel ekonomik maliyeti (%6,7-%4,9 =) %1,8 olur ki bu %4'ün bir hayli altındadır.

Şu halde vakada ekoomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olmadığı apaçıktır. Dolayısıyla finansal istikrarsızlık krize dönüşmemiştir.

Bu münasebetle vaka “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” olarak tanımlanmıştır.

b. 1984 Yılı Vakası

Vakada, önceden de ifade edildiği üzere, finansal istikrarsızlık unsuru amprik olarak vardır.

Reel ekonomik büyüme oranı harcama yöntemine göre 1983 yılında %5,0 iken 1984 yılında %6,7'ye yükselmiştir. Bu, ekonomide daralma değil aksine çok büyük bir genişleme meydana geldiğini ifade eder.

1984 yılında görülen reel ekonomik büyüme oranı 1970 sonrası çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının herbisinden daha büyüktür. Vaka öncesi ve kriz dışı (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı $[(\%4,9+\%3,6+\%5,0) : 3 =] \%4,5$ 'tir. 1984 yılı büyüme oranı (%6,7) vaka öncesi ve kriz dışı (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranının (%4,5) üzerindedir.

Şu halde bankacılık krizi olarak tanımlanmak açısından ekonomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olmadığı aşikârdır. Dolayısıyla 1984 finansal istikrarsızlığı krize dönüşmemiştir. 1984 vakası daha önce amprik olarak para krizi mahiyetinde olup olmadığı itibarıyla de ele alınmıştır. Para krizinin döviz kuru istikrarsızlığı unsuru mevcut olduğu halde ekonomik daralma unsurunun müşahede edilmediği tesbit edilmiş, sonuçta vaka “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” şeklinde tanımlanmıştır.

Vaka bankacılık krizi tanımı bakımından da ekonomik daralma unsuru müşahede edilmediği için krize dönüşmemiş olup “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” şeklinde tanımlanabilir. Kaldı ki bankacılık krizinde kıstas alınan ekonomik daralma düzeyi daha büyüktür, dolayısıyla bir vakada para krizinin ekonomik daralma unsuru yoksa bankacılık krizinin tanımı itibarıyla ekonomik daralma unsuru zaten mevcut olamaz.

1984 vakasında hem döviz kuru hem de bankacılık sektörü istikrarsızlık unsurları amprik olarak mevcuttur, fakat vaka ne para ne de bankacılık krizine dönüşmemiştir.

Bu münasebetle 1984 vakası gerek para gerekse bankacılık krizi tanımı itibarıyla “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” olarak teşhis edilebilir.

c. 1993 Yılı Vakası

Vakada finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak var olduğu daha önce ifade edilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı harcama yöntemine göre 1992 yılında %5,0 iken 1993 yılında %7,7'ye (üretim yöntemine göre ise %6,0'dan %8,0'a) yükselmiştir. 1991 para krizi yılı hariçte bırakılarak vaka öncesi 2 yıllık dönem (1990 ve 1992) ortalama büyüme oranı $[(\%9,3 + \%5,0) : 2 =] \%7,2$ 'dir. Buna göre 1993 yılı büyüme oranı (%7,7) gerek vaka öncesi sözkonusu 2 yıllık dönem ortalama büyüme oranından (%7,2) gerekse 1970 sonrasına dahil çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının her birisinden daha büyüktür. Şu halde vakada krizin ekonomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olmadığı aşikârdır.

Sonuç olarak 1993 vakası, krize dönüşmediği teşhis edildiği için amprik olarak “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” şeklinde tanımlanabilir.

d. 1998 Yılı Vakası

Vakada daha önce finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak varlığı teşhis ve ifade edilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı harcama yöntemine göre 1997 yılında %7,6 iken 1998 yılında %3,2'ye (üretim yöntemine göre %7,5'ten %3,1'e) düşmüştür.

Vaka öncesi 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı harcama yöntemine göre $[(\%7,2 + \%7,0 + \%7,5) : 3 =]$ %7,2 ve üretim yöntemine göre $[(\%7,9 + \%7,4 + \%7,6) : 3 =]$ %7,6'dır. Buna göre vakanın kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti harcama yöntemine göre $[(\%7,6 - \%3,2) =]$ %4,4 ($\geq \%4$) ve üretim yöntemine göre $[(\%7,2 - \%3,1) =]$ %4,1 ($\geq \%4$) olmaktadır. Şu halde potansiyel ve reel ekonomik büyüme oranı olarak vaka öncesi 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı esas alındığında vakada ekonomik daralma unsuru amprik olarak vardır, dolayısıyla vaka krize dönüşmüştür.

Bu sebeplerle 1998 yılı vakası amprik olarak bankacılık krizi şeklinde tanımlanabilir.

1998 kriz vakasının reel ekonomik maliyeti:

reel ekonomik büyüme potansiyel oranı mahiyetinde kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem reel ekonomik büyüme oranı ortalaması esas alındığında krizin reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak harcama yöntemine göre %4,4 ve üretim yöntemine göre %4,1 bulunmaktadır.

Potansiyel reel ekonomik büyüme oranı olarak çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarından herhangi birisi de esas alınabilir. Vakanın reel ekonomik maliyeti 1980-2006 ortalama büyüme oranı (%3,9) esas alındığında (%4,3-%3,1=) %1,2, 1990-9 ortalama büyüme oranı (%3,9) esas alındığında (%3,9-%3,1=) %0,8, 1990-2006 ortalama büyüme oranı (%4,4) esas alındığında (%4,4-%3,1=) %1,3 bulunur ki bunların her birisi %4'ten hayli düşüktür. Herhangi bir uzun vadeli ortalama büyüme oranı esas alındığında vakanın ekonomik daralma unsurunu taşımakta olup krize dönüştüğünü kabul etmek mümkün değildir.

e. 1999 Yılı Vakası

Vakada finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak varlığı daha önce ifade edilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı 1997 yılında harcama yöntemine göre %3,2 ve üretim yöntemine göre %3,1 iken 1998 yılında her iki yönteme göre de -%4,7'ye düşmüştür. Ekonomide mutlak bir daralma yani reel GSYİH seviyesinde mutlak düşme meydana gelmiş olup reel ekonomik büyüme oranı negatif bir değer almıştır.

Reel ekonomik büyüme oranı negatif iken mutlak değeri (%4,7) bankacılık krizinin ekonomik daralma unsuru bakımından kriteriyum alınan %4 oranından daha büyüktür. Aslında

bu, vakada ekonomik daralma unsurunun amprik olarak mevcut olduğuna mutlak surette delâlet eder. Bu yüzden, vakada finansal istikrarsızlığın bankacılık krizine dönüşmüş olduğu apaçiktır.

Vaka öncesi (normal) 3 yıllık dönem 1995, 1996, 1997 yıllarını içerir ve kriz yılı olduğu gerekçesiyle 1998 yılı hariçte bırakılırsa sözkonusu 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı harcama yöntemine göre %7,6 ve üretim yöntemine göre %7,2 bulunur. Dolayısıyla vaka öncesi 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı esas alındığında vakanın reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak harcama yöntemine göre $[\%7,6-(-\%4,7)]=\%12,3$ ve üretim yöntemine göre ise $[\%7,2-(-\%4,7)]=\%11,9$ olur ($\geq\%4$).

Şu halde vakada krizin ekonomik daralma unsuru amprik olarak müşahede edilmiştir. Dolayısıyla vakada finansal istikrarsızlık krize dönüşmüştür.

Bu sebeplerle 1999 yılı vakası amprik olarak bankacılık krizi şeklinde tanımlanmıştır.

1999 bankacılık krizi vakasının reel ekonomik maliyeti:

1998 kriz yılı hariçte tutulmak üzere 1999 vakası itibarıyla kriz öncesi 3 yıllık ortalama büyüme oranı esas alındığında krizin reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak harcama yöntemine göre $[\%7,6-(-\%4,7)]=\%12,3$ ve üretim yöntemine göre $[\%7,2-(-\%4,7)]=\%11,9$ olarak tesbit edilmektedir.

1970 sonrasına dahil olmak üzere çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranları ülkenin reel ekonomik büyüme potansiyeli olarak esas alınabilir. 1999 kriz vakasının reel ekonomik maliyeti kümülatif olarak; 1990-9 dönemi ortalama büyüme oranına ($\%3,9$) göre $[\%3,9-(-\%4,7)]=\%8,6$, 1980-2006 dönemi ortalama büyüme oranına ($\%4,3$) göre $[\%4,3-(-\%4,7)]=\%9,0$, 1990-2006 ve 1970-2006 ortalama büyüme oranına ($\%4,4$) göre $[\%4,4-(-\%4,7)]=\%9,1$ olarak hesaplanmıştır.

f. 2000 Yılı Vakası

Vakada finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak var olduğu daha önce teşhis ve ifade edilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı 1999 yılında $-\%4,7$ iken 2000 yılında harcama yöntemine göre $\%7,3$ 'e ve üretim yöntemine göre ise $\%7,4$ 'e yükselmiştir. Dolayısıyla 2000 yılında ekonomide daralma değil aksine büyük bir genişleme vuku bulmuştur.

2000 yılı itibarıyla vaka öncesi 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı, 1998-9 kriz yılları hariçte bırakılmak kaydıyla, harcama yöntemine göre $\%7,6$ ve üretim yöntemine göre $\%7,2$ 'dir. 2000 yılı büyüme oranı ile vaka öncesi 3 yıllık normal dönem büyüme oranı ortalaması arasındaki fark harcama yöntemine göre $(\%7,6-\%7,3)=\%0,3$ ($<\%4$), üretim yöntemine göre ise zaten negatif $[(\%7,2-\%7,4)=-\%0,2]$ olup eşik değer olan $\%4$ oranından düşüktür.

2000 yılı reel ekonomik büyüme oranı 1970 sonrasına dahil olan çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının her birisinden hayli daha büyüktür.

Şu halde 2000 yılı vakası amprik olarak “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” suretinde tanımlanabilir.

g. 2001 Yılı Vakası

Vakada finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak varlığı daha önceden teşhis ve kaydedilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı 2000 yılında harcama yöntemine göre %7,3, üretim yöntemine göre %7,4 iken 2001 yılında -%7,5'e düşmüştür. 2001 yılı reel ekonomik büyüme oranının hem negatif değer alması ve hem de mutlak değerinin (%7,5) %4'ten büyük olması aslında vakada ekonomik daralma unsurunun amprik olarak varlığına kesin surette delâlet etmektedir. Dolayısıyla vakada ekonomik daralma unsurunun varlığı, istikrarsızlığın bankacılık krizine dönüşmüş olduğu aşikârdır.

Vaka öncesi (normal) 3 yıllık dönem, 1998-9 kriz yılları hariçte kalmak üzere 1996, 1997, 2000 yıllarını içerir. Bu durumda vaka öncesi 3 yıllık normal (kriz dışı) dönem ortalama büyüme oranı harcama yöntemine göre $[(\%7,4+\%7,6+\%7,3) : 3 =] \%7,4$ ve üretim yöntemine göre $[(\%7,0+\%7,4+\%7,5):3=] \%7,3$ bulunur. Bu takdirde 2001 yılı vakasının kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti harcama yöntemine göre $[\%7,4-(-\%7,5)]= \%14,9$ ve üretim yöntemine göre ise $[\%7,3-(-\%7,5)]= \%14,8$ olur ki her ikisi de %4'ün çok üzerindedir.

Sonuç olarak vakada ekonomik daralma unsuru amprik olarak vardır.

Bu sebeplerle 2001 vakası amprik açıdan bankacılık krizi vakası olarak tanımlanmıştır.

2001 kriz vakasının reel ekonomik maliyeti:

Kriz öncesi 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranı esas alındığında kriz vakasının kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti yukarıda harcama yöntemine göre %14,9, üretim yöntemine göre %14,8 bulunmuştur.

2001 kriz vakası daha önce para krizi vakaları teşhis edilirken de ele alınmış ve para krizi vakası olarak tanımlanmıştır.

2001 krizinin kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti 1970 sonrasına dahil çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranları esas alındığında şöyle çıkmaktadır: 1970-2006 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranlarına (%4,4) göre %11,9, 1980-2006 ortalama büyüme oranına (%4,3) göre ise %11,8'dir.

2001 kriz vakası amprik olarak hem bir para krizi hem de bir bankacılık krizi vakasıdır. Çünkü iki kriz türü eşanlı surette vuku bulmuştur. Glick and Hutchison (1999,2002)'ye göre eşanlılık dönemi iki krizden birisinin başlaması itibarıyla krizin vuku yılı, öncesi ve sonrası yıl

olmak üzere 36 aydır. Ayrıca bankacılık krizinin; önce başlaması zorunlu olmayıp para krizini takip etmesi de mümkündür. Buna göre 2001 krizi aynı zamanda bir “ikiz para ve bankacılık krizi” vakası olarak tanımlanabilir.

h. 2002 Yılı Vakası

Vakada finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak varlığı daha önce teşhis ve ifade edilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı 2001 yılında -%7,5 iken 2002 yılında %7,9’a yükselmiştir. Buna göre 2002 yılı büyüme oranı gerek kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranından gerekse çeşitli dönemlere ait uzun vadeli ortalama büyüme oranlarının her birisinden daha büyüktür. Bu yüzden 2002 vakasında ekonomik daralma unsurunun amprik olarak var olmadığı, dolayısıyla da istikrarsızlığın krize dönüşmediği açıktır.

Bu sebeple vaka amprik açıdan “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” şeklinde tanımlanmıştır.

ı. 2003 Yılı Vakası

Vakada finansal istikrarsızlık unsurunun amprik olarak var olduğu daha önce tanımlanıp ifade edilmiştir.

Reel ekonomik büyüme oranı 2002 yılında %7,9 iken 2003 yılında %5,8’e düşmüştür.

Vaka öncesi 3 yıllık normal (kriz dışı) dönem ortalama büyüme oranı 1997, 2000, 2002 yılları ortalaması olmak üzere $[(\%7,5 + \%7,4 + \%7,9) : 3 =] \%7,6$ ’dır. Vakanın kümülatif olarak reel ekonomik maliyeti bu durumda $(\%7,6 - \%5,8 =) \%1,8$ olur ki bu, bankacılık krizinin ekonomik daralma unsuru bakımından kıstas alınan %4 oranının hayli altındadır. Dolayısıyla vakada ekonomik daralma unsurunun varlığı müşahade edilmemiştir.

Bu sebeple 2003 vakası amprik olarak “kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık” şeklinde tanımlanmıştır.

1980 sonrası Türkiye ekonomisinde bankacılık sektöründe tecrübe edilen istikrarsızlıklar ve kriz vakaları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (Tablo 5.8).

1980 sonrası Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen finansal kriz vakaları, mahiyetleri bakımından münferit para krizi, münferit bankacılık krizi, ikiz para ve bankacılık krizi, SS krizi şeklinde aşağıda Tablo 5.11’deki gibi tasnif edilebilir.

1980 sonrasında tecrübe edilen finansal kriz vakalarıyla ilgili olarak “ekonomik daralma unsuru” itibarıyla kriz giriş ve kriz çıkış çeyrek dönemleri aşağıda Tablo 5.12’deki gibi tanımlanmıştır.

Tablo 5.B10: Bankacılık krizi tecrübeleriyle ilgili özet (tasnif, kümülatif reel ekonomik maliyet, kriz türü, kriz yılları, kriz ömrü, krize giriş, krizden çıkış)

	Yeterince şiddetli olup olmadıkları gözardı edilmek kaydıyla bankacılık sektöründeki istikrarsızlık vakaları		Bankacılık krizi vakaları vakaları (Bankacılık sektöründe müşahede edilen ve krize dönüşen istikrarsızlık vakaları)		
	Bankacılık sektöründe müşahede edilen ve yeterince şiddetli olmayan istikrarsızlık vakaları	Bankacılık sektöründe müşahede edilen ve yeterince şiddetli olan fakat krize dönüşmeyen istikrarsızlık vakaları	Pür (münferit) bankacılık krizi vakası 1998 ve 9 vakası		İkiz para ve bankacılık krizi vakası
Vaka yılı	1979, 1982, 1983, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1991, 1992, 1994, 1997	1981, 1984, 1993, 2000, 2002, 2003	1998 vakası:	1999 vakası:	2001 vakası: (Aynı zamanda SS krizi)
Kümülatif olarak ve Reel GSYİH'ya oranı itibarıyla Reel ekonomik maliyet (a) Kriz öncesi (normal) 3 veya 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranına göre (b) 1970-2006 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranına (%4,4) göre	Yeterince şiddetli değil.	Yeterince şiddetli fakat "ekonomik daralma" unsuru yok.	(a) Kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,6 göre: %4,4 (≥%4) (b) Bu takdirde ekonomik daralma unsuru yok. [%4,4-%3,1= %1,3<%4]	(a) Kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,6) göre: %12,3 (b) %9,1	(a) Kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,4) göre: %14,9 (b) %11,9
Krizin ömrü (Kriz yılları)			2 yıl (1998, 1999)		1 yıl (2001)
Krize giriş: - Yıl - Çeyrek dönem			1998		2001
Krizden çıkış: - Yıl - Çeyrek dönem			2000		2002

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo 5.11: 1980 sonrasında Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen finansal kriz türleri (Pür para krizleri, pür bankacılık krizleri, SS krizleri, İkiz para ve bankacılık krizleri)

Kriz türleri	Pür (münferit) para krizi				Pür (münferit) bankacılık krizi vakası		İkiz para ve bankacılık krizi vakası
	1978-80 vakası:	1988-9 vakası:	1991 vakası:	1994 vakası: (Aynı zamanda SS krizi)	1998 ve 9 vakası		
Vaka yılı					1998 vakası:	1999 vakası:	2001 vakası: (Aynı zamanda SS krizi)
Kümülatif olarak ve Reel GSYİH'ya oranı itibarıyla Reel ekonomik maliyet							
(a) Kriz öncesi (normal) 3 veya 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranına göre	(a) Kriz öncesi (normal) 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%6,7) göre: %21,6	(a) Kriz öncesi (normal) 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%6,7) göre: %10,8	(a) Kriz öncesi (normal) 4 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,4) göre: %6,7	(a) Kriz öncesi (normal) 2 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,0) göre: %12,5	(a) Kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,6) göre: %4,4	(a) Kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,6) göre: %12,3	(a) Kriz öncesi (normal) 3 yıllık dönem ortalama büyüme oranına (%7,4) göre: %14,9
(b) 1970-2006 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranına (%4,4) göre	(b) %14,7	(b) %6,2	(b) %3,7	(b) %9,9	(b) Bu takdirde ekonomik daralma unsuru yok. (%1,3 < %4)	(b) %9,1	(b) %11,9
Krizin ömrü (Kriz yılları)	3 yıl (1978, 1979, 1980)	2 yıl (1988, 1989)	1 yıl (1991)	1 yıl (1994)	2 yıl (1998, 1999)		1 yıl (2001)

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo 5.B12: Ekonomik daralma unsuru itibarıyla krize giriş ve krizden çıkış çeyrek dönemi

Kriz türleri	Münferit para krizi				Münferit bankacılık krizi	İkiz para ve bankacılık krizi
	1978-80	1988-9	1991	Aynı zamanda SS krizi		
1994				1998-9 vakası	Aynı zamanda SS krizi	
Kriz vakaları						2001
Krize giriş dönemi (çeyrek)	1978/-	1988/Q4	1991/Q1	1994/Q2	1998/Q4	2001/Q1
Krizin son dönemi (çeyrek)	1981/-	1989/Q2	1991/Q4	1995/Q1	1999/Q4	2001/Q4
Krizin ömrü (çeyrek sayısı)		3	4	4	5	4

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Not: Ekonomik daralma unsuru itibarıyla kriz vakasının başladığı ve sona erdiği Çeyrek (Q) tanımlanırken; sözkonusu çeyrekteki büyüme oranının bir önceki yılın aynı çeyreğine göre negatif olması yani reel GSYİH'da düşme (ekonomide daralma) meydana gelmesi kıstas alınmıştır.

Tablo 5.13: Krizlere ilişkin istatistiksel veriler

Kriz türü	Finansal kriz (genel)	Pür para krizi	Pür bankacılık krizi	İkiz para ve bankacılık krizi	SS krizi
Vaka sayısı	6	4	1	1	1
Kriz yılı sayısı	10	7	2	1	1
Reel ekonomik maliyet					
(a) Kriz öncesi dönem büyüme ortalamasına göre	%8,3	%12,9	%16,7	%14,9	%12,5
(b) 1970-2006 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranına (%4,4) göre	%5,7	%8,6	%10,4	%11,9	%9,9
Vaka başına düşen ortalama reel ekonomik maliyet					
(a) Kriz öncesi dönem büyüme ortalamasına göre					
(b) 1970-2006 ve 1990-2006 ortalama büyüme oranına (%4,4) göre					
Vaka başına düşen yıl ve ay sayısı (Vakanın ortalama ömrü)	20 ay	20 ay	21 ay	2 yıl	1 yıl

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

III. KRİZE GÖTÜREN SEBEPLER ve KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI

A. KRİZE GÖTÜREN SEBEPLER

Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen krizler bakımından 1980 sonrası dönemi 1980-9, 1990-2002 ve 2003 sonrası olmak üzere 3 alt döneme ayırmak gerekir. Çünkü tecrübe edilen krizlerin tür ve karakterleri, temel sebepleri, yoğunluğu ve reel ekonomik maliyetinin büyüklüğü açısından sözkonusu alt dönemler birbirlerinden farklılıklar göstermektedir. Sözkonusu farklılıklardan bazılarını vurgulamakta fayda vardır.

1980-9 alt döneminde pür para krizleri tecrübe edilmiştir ve yalnızca 2 vaka vardır. 1990-2002 alt döneminde ise pür para krizi, SS krizleri, pür bankacılık krizi ve ikiz kriz tecrübe edilmiştir. Bu alt dönemde krizler daha şiddetli ve maliyetli, vaka sayısı ve sıklığı daha fazladır.

İlk alt dönemde krizlerin sebepleri çerçevesinde makroekonomik temellerin zayıflığı ve ödemeler bilançosu problemleri öne çıkmaktadır. İkinci alt dönemde ise makroekonomik temeller önceki alt döneme göre daha zayıftır. Krizin meydana gelmesinde makroekonomik temeller yine önemli rol oynamış olup ödemeler bilançosu problemleri yine etkilidir. Fakat ilk alt dönemden farklı olarak bu alt dönemde krizlerin meydana gelmesinde özellikle bankacılık sektörüne ait olmak üzere temel rolü finansal sektör problemleri oynamıştır.

1980 sonrası dönemde uluslar arası sermaye hareketlerinin alt dönemler itibarıyla ortalama trendi konusunda 2 kavrama yer verilmelidir: İlki uluslar arası sermaye girişinin ekonomideki ağırlığıdır ki “sermaye ve finansal hesap dengesi/GSYİH oranı” şeklinde ifade edilebilir. İkincisi “ortalama uluslar arası sermaye girişi”dir ki “alt dönem itibarıyla sermaye ve finansal hesap miktarı ortalaması” suretinde tanımlanabilir. Uluslar arası sermaye hareketlerinin ülke ekonomisinde -göreceli- ağırlık ve önemi konusunda ilk kavram, kuvveti (büyüklüğü) konusunda ise ikinci kavram temel alınabilir.

İlk alt dönemde ikinci alt döneme göre uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomisindeki “ağırlığı” hafif de olsa daha yüksek (Sermaye ve finansal hesap fazlası/GSYİH ortalama oranı %1,25), fakat büyüklüğü (kuvveti) daha zayıftır (sermaye ve finansal hesap dengesi ortalaması 759,8 milyon \$). Uluslararası sermaye hareketleri krizlerin meydana gelişinde önemli rol oynamamıştır. İkinci alt dönemde uluslar arası sermaye hareketlerinin (net giriş) ülke ekonomisindeki “ağırlığı” azalmıştır (sermaye ve finansal hesap dengesi/GSYİH oranı %1,20). Fakat uluslar arası sermaye hareketlerinin (net giriş) kuvveti (büyüklüğü) ise artmıştır (sermaye ve finansal hesap dengesi ortalama seviyesi 1804,99 milyon \$). Ortalama büyüklüğü dikkate alındığında uluslar arası sermaye hareketlerinin 1990’lı yıllardan itibaren kuvvetlenmiş olduğu görülmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri ikinci alt dönemde krizlerin meydana

gelmesinde büyük rol oynamıştır. Nitekim ilk alt dönemde SS karakterine sahip vaka yok iken ikinci alt dönemde 1994 ve 2001 vakaları aynı zamanda SS krizi karakteri mahiyetindedir.

İlk alt dönemde başlayan ve sonlarına doğru hızlanan finansal liberalizasyon süreci özellikle ikinci alt dönemdeki vakalar için hem uluslar arası sermaye hareketlerinin artmasında hem de kriz zemininin doğrudan kuvvetlenmesinde önemli rol oynamıştır.

İkinci alt dönemde ilk alt döneme kıyasla dış borçların vade yapısı kötüleşmiş, GSYİH'ya oranı büyümüştür. Fakat dış borçların uluslar arası rezervlere göre büyüklüğüne bakıldığında durum farklıdır. Gerek Toplam dış borçların uluslar arası rezervlere oranı gerekse kısa vadeli dış borçların hem uluslar arası rezervlere, hem de Merkez Bankası uluslar arası rezervlerine oranı düşmüştür. Buna göre eğer kısa vadeli dış borçların ülke veya Merkez Bankası rezervlerine oranı ölçü alınır ise ikinci alt dönemde ekonominin ve finansal sisteminin uluslar arası likidite derecesi, sanıldığı aksine iyileşmiş^(*) görünmektedir. Nitekim uluslar arası illikidite yaklaşımında finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerinin döviz cinsinden likit varlıklarına, özellikle Merkez Bankası bankası uluslar arası rezervlerine oranı ölçüt alınmakta, oran 1'den büyük iken finansal sistemin uluslar arası likiditesi zayıf kabul edilmektedir. Ancak sistemin ve ülke ekonomisinin finansal kırılganlık konusunda bankacılık sektörünün kredileri ile mevduatları arasında para birimi ve vade yapısı bakımından tutarsızlığı daha iyi ölçebilecek bir kavrama ihtiyaç vardır.

İkinci alt dönemde finansal sistemin finansal kırılganlığı daha yüksektir. İlk alt dönemde özellikle bankacılık olmak üzere finansal sektörün mevduatları ile kredileri arasında temelde yalnızca vade yapısı itibarıyla tutarsızlık vardır. İkinci alt dönemde ise uluslar arası sermaye hareketleri devâsa miktarlara ulaşmış ve çok hızlı hareket kabiliyeti kazanmış olduğundan, finansal sistemin mevduatları ile kredileri arasında vade tutarsızlığı yanında para birimi itibarıyla tutarsızlık da önemlidir. Finansal sistemin ağırlıklı olarak borçları kısa vadeli ve döviz cinsinden, kredileri ise ulusal para cinsinden ve uzun vadelidir.

Üçüncü alt dönem önceki her 2 alt dönemden de farklıdır. Bu alt dönemde cari açık konusu hariç, makroekonomik temeller önemli ölçüde sağlamlaşmış ve kriz zemini zayıflamıştır. Uluslar arası sermaye hareketlerinin hem "ağırlığı" hem de "büyüklüğü" önceki alt dönemlerinin her ikisine göre de çok daha yüksektir (net sermaye ve finansal hesap/GSYİH oranı %4,17; net sermaye ve finansal hesap dengesi ortalama seviyesi 14 786,9 milyon \$). Toplam dış borçların GSYİH'ya oranı artmıştır^(**) ancak bir taraftan dış borçların vade yapısında iyileşme (kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payında düşme) vardır.

(*) 1980 sonrası döneme 1980-5, 1986-90, 1991-5, 1996-2002, 2003-6 alt dönemleri itibarıyla bakıldığında da durum esas olarak benzerdir: Toplam veya kısa vadeli dış borçların MB'deki veya toplam uluslar arası rezervlere oranı açısından sürekli iyileşme (MB uluslar arası rezervlerine oranı bakımından 1991-5 dönemi hariç) vardır.

(**) Toplam dış borçların GSYİH'ya oranı 2003-6 alt döneminde 1990-2002 alt dönemine göre artmış olmakla beraber 1996-2002 alt dönemine göre ise düşmüştür (%58,03'ten %53,18'e).

Diğer taraftan gerek toplam gerekse kısa vadeli dış borçların ekonominin veya Merkez Bankasının uluslar arası rezervlerine oranı önemli düşme kaydetmiştir. Bu, sistemin uluslar arası likidite derecesinin arttığını ifade eder. Bankacılık sektörünün finansal yapısının kuvvetlendiği görülmektedir. Ekonomi bu alt dönemde realite itibarıyla testlerden başarıyla geçmiştir. Çünkü ülke 2007 ve 2008’de şiddetli iç ve dış şoklarla karşılaşmış ve bunlar krize dönüşmemiştir. 2002’den itibaren etkin bir finansal murakabe ve müdahale sisteminin kurulması, Merkez bankasının bağımsızlığı ve güvenilirliği çok önemli adımlar atılmıştır. Fakat GSYİH’ya göre cari açık oranının yüksekliği, ekonominin SS krizine girmesi itibarıyla büyük bir risk oluşturmaktadır.

Burada önce krizlerin bazı temel sebepleri vurgulanacak ve sonra kriz yönetimi politikaları üzerinde durularak öneriler getirilecektir.

Finansal kriz zemini özellikle 1990’lı yıllardan itibaren kuvvetlenmiştir. Çünkü 1990’lardan itibaren finansal sistemin kırılabilirliğinin arttığı^(*) görülmektedir. Kriz zeminin kuvvetlenmesi başlıca 3 gelişmeye bağlanabilir: 1980’lerde başlayan aşırı hızlı finansal liberalleşme süreci, uluslar arası sermaye hareketleri, iktisat politikalarına duyulan güvenin zayıflaması.

1980’de başlayan hızlı finansal liberalizasyon ve deregülasyon süreci çerçevesinde; bankacılık sektörüyle ilgili gelişmeler arasında mevduat faiz oranlarının serbest bırakılmış ve öncesinde negatif olan reel faizlerin pozitif dönüşmesine imkân verilmiş olması, munzam karşılık oranlarının düşürülmesi,^(**) likidite-rezerv ve özsermaye standartlarının düşürülmesi, sektöre giriş ve çıkışın serbestleştirilip şartlarının gevşetilmesi kaydedilebilir. Döviz piyasalarıyla ilgili olarak kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi bankacılık sektörünün uluslar arası finansal ödünçlerin ülkeye girişine finansal aracılık yapmasının önünü açmıştır. Nitekim 1990’lı yıllardan itibaren bankacılık sektöründe yurtiçi finansal kuruluşların uluslar arası finansal aracılık rolü önemli bir olgu durumundadır. Bu, yurtiçi finansal kuruluşların ve finansal finansal sistemin mevduatları ile kredileri arasında para birimi ve vade yapısı itibarıyla tutarsızlığı artırmıştır. Sonuçta ekonomi uluslar arası finansal şoklara ve krizlere daha açık hale gelmiştir.

Gelişmekte olan ekonomilerde finansal krizlerin meydana gelişiyle ilgili hikâyenin aşırı derecede hızlı finansal liberalizasyon-deregülasyon süreciyle başladığı literatürde bilinen bir

(*) Dış borçlara GSYİH’ya oranı ve vade yapısı açısından bakıldığında kötüleşme vardır. Ancak gerek toplam gerekse kısa vadeli dış borçların Merkez Bankası elinde bulunan veya toplam uluslar arası rezervlere oranına bakıldığında uluslar arası finansal kırılabilirlik ve likiditesizlik aksine azalmıştır.

(**) Nitekim munzam karşılık oranları alt dönemler ortalaması 1980-5, 1986-90, 1991-5, 1996-2002 için sırasıyla (%) vadesiz TL mevduatlarında; 29□0, 18□6, 16□20, 6□29 1 yıl vadeli TL mevduatlarında; 26□5, 12□4, 7□7, 6□29 vadesiz döviz mevduatlarında; 20□0, 19□0, 8□9, 11□0 ve 1 yıl vadeli döviz mevduatlarında; 3□3, 19□6, 11□7, 11□0 suretindedir. Munzam karşılık oranlarının alt dönemler itibarıyla “azalan bir seyir” sergiledikleri görülmektedir. (Burada 1994 sonrası için oranlar mevduatın yalnızca sabit kısmına uygulanan ortalama munzam karşılık oranları durumundadır. Ayrıca döviz mevduatları için 1980-5’e ait değerler yalnızca 1985 yılı munzam karşılık oranını temsil etmektedir.) (Ekte Tablo 5.C2)&

hususudur. Kaminsky ve Reinhart (1999)'da varılan sonuca göre gelişmekte olan ekonomilerdeki krizlerin çoğunda, vaka öncesi en fazla 5 yıllık dönem içerisinde aşırı finansal liberalizasyon süreci yaşanmıştır.

Savunucularına göre finansal liberalizasyon-deregülasyon finansal sistemin daha fazla fon çekmesine yol açacaktır. Sisteme daha fazla fon girişi finansal piyasalara ödünç arzını arttıracaktır. Bu da işlem hacminin genişlemesine ve dolayısıyla finansal piyasaların derinleşmesine, sonuçta finansal sistemin “etkinlik”inin artmasına götürecektir, finansal istikrarı kuvvetlendirecektir. Sisteme finansal sermaye girişinin artması ekonomide borçlanma maliyetini düşürüp vadesini uzatarak ekonomik büyümeye çok önemli bir katkıda bulunacaktır. Finansal liberalizasyon-deregülasyon ayrıca ülkeye uluslar arası sermaye girişini de arttıracak, bu da ekonomide döviz cinsinden fon şeklinde gerçekleşebileceğinden ödemeler blançosu problemlerinin azalmasına, cari açığın finanse edilmesine yardımcı olacaktır. Sonuç olarak yüksek oranlı, istikrarlı bir ekonomik büyümenin orta ve uzun vadede sürdürülmesine çok önemli katkıda bulunacaktır.

Fakat gerek yurtiçi gerekse uluslar arası finansal liberalizasyon-deregülasyon tecrübelerinde, savunucularının öngörülerini ancak finansal sistem etkin çalışır, kendine intikal eden finansal kaynakları heba etmeyerek verimli kullanabilir ise gerçekleştirebilir. Finansal sistemin temel misyonu finansal kaynakların reel sektörde yüksek kârlılık-düşük risklilik bileşimi itibarıyla en kaliteli (iyi) yatırım projelerinden başlayarak daha az kaliteli yatırım projelerine doğru kanallandırmak, yeterince kaliteli yatırım projeleri kalmadığında da finansal ödünç vermeyi kesmesi diye ifade edilebilir. Bu, reel sektörde yatırımların ortalama kalitesinin düşmemesi, kötü yatırımların istilâ etmesi, gerek finansal gerek reel sektörde mikroekonomik yapının çarpıklaşmaması için vazgeçilmez bir husustur. Finansal sistem etkin çalışmıyor iken kendisine yurtiçinden ve uluslar arası piyasalardan daha büyük büyük miktarda fon intikal etmesi, finansal ve reel sektörde fon bolluğuna, aşırı borçlanma-aşırı yatırıma götürür. Bu durum finansal sistemin israf ettiği finansal kaynakların, bir diğer açıdan gerek döviz gerekse ulusal para cinsinden cinsinden borç yükünün artmasını ima eder. Finansal sistemin “etkin” işleyebilmesi açısından etkin bir finansal murakabe murakabe-düzenleme sistemi bulunmalıdır. Gerek finansal gerekse reel sektörde asimetrik bilgi problemlerinin azalması, sistemin finansal kaynakları israf etmeyip verimli kullanabilmesi ancak etkin finansal murakabe sistemi varken mümkündür.

Finansal liberalizasyon-deregülasyon sürecinin literatüre göre 2 aşaması vardır. İlki yurtiçi ve uluslar arası alanda mevcut sınırlamaların kaldırılması ve serbestleşmedir. İkincisi ise sınırlamaların kaldırılmasına paralel şekilde “etkin finansal murakabe” sisteminin kurulmasıdır. Finansal sistemin aşırı derecede hızlıca liberalleştiği süreçte etkin bir murakabe sisteminin aynı hızda kurulabilmesi kolay değildir. Gelişmekte olan ülkeler finansal liberalizasyon sürecinin ilk

aşamasını gerçekleştirmişler, fakat finansal murakabe sistemi kurulması şeklindeki ikinci aşamayı eksik bırakmışlardır. Bu durum sınırlamaların kaldırılması ve serbestleşme sonucu o ülkelerin daha fazla uluslar arası sermaye çekmesine imkân vermiş, fakat ekonomiyi finansal şoklara daha açık kılmıştır. Nitekim amprik çalışmalara göre gelişmekte olan ekonomilerden hızlı liberalizasyon süreci geçirmiş olanlar finansal krizlerle diğer ekonomilere nazaran daha sık karşılaşmaktadırlar.

1980’lerde ülkemizde başlayan hızlı finansal liberalizasyon sürecinde de sözkonusu ikinci aşamanın ikinci alt dönemin sonlarına kadar eksik kalmış olduğu görülmektedir. Etkin murakabe-düzenleme ve müdahale mekanizması için BDDK ve TMSF’nin gerekli yetkilerle donatılarak bağımsızlık ve güvenilirlik kazanması bakımından 1990’lı yılların sonunu beklemek gerekmiştir.

“Mevduat garantisi” ve dış borçlara “hazinenin kefaleti” sistemi, mal varlığı bakımından banka sahiplerinin “kısmi sorumluluğu” prensibi finansal ve reel sektörde asimetrik bilgi problemlerini artırıp finansal sistemin “etkinliği”ni azaltan önemli unsurlar arasında gelir. “Mevduat garantisi” ve “kefalet” sisteminin varlığı ödünç sahibinin ödünç verirken finansal kuruluşun mali durumuna kayıtsız kalmasına götürmekte, isterse yüksek faiz taahhüt etmiş olsun finansal yapısı kötüleşen kuruluşa ödünç vermeyi kesmek ve eski ödünçü çekmek şeklinde tavır almaktan alıkoymaktadır. Bu, finansal kuruluşlar üzerinde piyasa disiplini ve otokontrol mekanizmasının işlememesine, piyasanın özgüveninin azalmasına yol açmaktadır. Batan bankaların malvarlığı bakımından kısmen (yalnızca bankalarıyla sınırlı) sorumlu tutulması finansal firma sahiplerini fonları yüksek kârlı fakat aşırı riskli yatırımlara kanalize edip aşırı risk üstlenmelerine, böylece finansal firmanın aktif kalitesinin kötüleşmesine götürmektedir.

Nitekim 1980 sonrası dönemde yıllık verilere göre bankacılık sektöründe toplam mevduatlarda önemli azalmalar görülmemektedir. Bu, yıllık verilere bakıldığında mevduatların sistemden kaçmadığını ifade etmekte olup mevduat garantisi sisteminin varlığına bağlanabilir. Buna karşılık özsermayeye oranı itibarıyla büyük miktarda net dönem zararlarının vuku bulunduğu, 1990’lı yıllardan itibaren kriz öncesi yıllarda takipteki alacakların kredilere oranının bankacılık sektörünün tümü veya bazı kategorileri için arttığı tesbit edilmektedir. Mevduatların sistemden çıkmamış, fakat özsermayeye oranı itibarıyla net zararın ve kredilere oranı itibarıyla takipteki alacakların büyümesi birlikte bankacılık sektöründe asimetrik bilgi problemlerinin arttığını ifade eder. Çünkü takipteki alacakların artması ortalama kredi riskliliğinin yükselmesi ve aktif kalitesinin kötüleşmesi anlamına gelir. Net dönem zararı, kredilere oranla takipteki alacaklarda büyüme, kapanan ve TMSF’ye intikal eden banka sayısında artış olguları 1998-9 ve 2001 krizlerinde daha kuvvetlidir. Buna karşılık 2002 yılından itibaren bankacılık sektörü ve grupları için kredilere oranı itibarıyla takipteki alacaklar büyüklüğünde azalma ve aktif kalitesinde sürekli iyileşme görülmektedir.

Serbest kur sistemine göre sabit kur sisteminin kriz zeminini kuvvetlendirdiği üzerine literatürde neredeyse görüş birliği vardır. İlk olarak sabit kur sistemi ve ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi kısa vadeli finansal sermaye girişini, bir diğer açıdan finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli borçlarını artırır. İkinci olarak sabit kurun sürdürülmesinin faiz oranlarında yükseliş üzerinden bankacılık sektörünün mali yapısını zayıflattığı ikiz para ve bankacılık krizi literatüründe bilinen bir husustur. Bankacılık sektörünün mali yapısı zayıf iken sabit kurun sürdürülmesi, kuvvetli uluslar arası spekülasyon baskı altında iken, faiz oranlarında artışı üzerinden bankacılık sektörünün mali durumunu daha da kötüleştirir. Mali yapısı zayıf iken faiz oranlarındaki artışın olumsuz etkilerine bankacılık sektörünün “tahammül kapasitesi” daha az olur. İkinci nesil teorilere göre para otoriteleri ve hükümetler faiz artışının bankaların mali durumunu daha da kötüleştirdiğini bilirler. Dolayısıyla faiz oranları arttıkça ve bankacılık sektöründe problemler daha da şiddetlendikçe para otoritesinin ve hükümetler bankacılık sektörünün çöküşe gideceğinden korktukları için kuru sürdürme arzu ve kararlılığı azalır. Bankacılık sektörü problemlili iken para otoritesi kuru sürdürme güç ve iradesi zayıftır, çünkü faiz enstrümanını kullanamaz. Bu durumu uluslar arası spekülasyonlar bildikleri için bankacılık sektörü problemlili iken sabit kur taahhüdünden bulunan ülke parasına spekülasyon saldırılar geliştirirler. Buna göre bankacılık sektöründe şiddetli problemlili olan bir ülkenin sabit kur taahhüdünde bulunması beklentilerde “kendiliğinden” kötüleşmeye götürerek “kendiliğinden vuku bulan” finansal krizlere kapı aralar.

Finansal sistemin uluslar arası kırılabilirliği, ülkeye uluslar arası sermaye girişinin 1980 sonrası gelişimi aşağıdaki tabloda verilmiştir (Tablo 5.14).

Makroekonomik, politik belirsizlik ve istikrarsızlık, iktisat politikalarının sürdürülebilirliğine duyulan güvende zayıflama, merkez bankasının bağımsızlık ve kredibilitesinde zayıflık, geçmiş dönem kronik yüksek enflasyon tecrübesi finansal kriz zeminini kuvvetlendirir. 1990-2002 alt döneminde önceki on yıllık alt döneme kıyasla politik, ekonomik belirsizlik ve istikrarsızlık daha şiddetli, ortalama enflasyon oranının daha yüksek, iktisat politikalarına güven daha azdır. Kronik yüksek enflasyon, yüksek bütçe açığı, açığın parasallaştırılması, parasal genişleme (parasal ve mali disiplinde zayıflama), düşük veya istikrarsızlık büyüme oranı piyasalarda iktisat politikalarının sürdürülebilirliğine güveni azaltır. 2002 den sonra makroekonomik, politik istikrar sağlanmış, ekonomi kesintisiz ve istikrarlı yüksek bir büyüme hızını yakalamış, merkez bankasının bağımsızlık ve kredibilitesi, iktisat politikalarının tutarlılık ve sürdürülebilirliğine güven, parasal-mali disiplin artmıştır. Bunlar kriz zeminini önemli ölçüde zayıflatmıştır. Bununla beraber cari açık probleminin büyüdüğü görülmektedir.

Finansal krizlerin vuku bulmasında temel sebepler çerçevesinde makroekonomik temellerin sağlamlık-zayıflık durumu; sistemik riskin varlığı, asimetrik bilgi problemlerinin bulunması vb. yönlerden finansal sistemin karakteri, beklentiler, bir dış finansal şokun varlığı vurgulanabilir.

Krizin meydana gelip gelmeyeceğini belirleyici olmak itibarıyla makroekonomik temellerin sağlamlık-zayıflığı ile ilgili olarak ikinci nesil kriz teorilerinde 2 uç ve onların arası orta durum (siyah, beyaz, gri alan) tasavvur edilmiştir. Bu tasavvur üçüncü nesil kriz teorilerince de önemli ölçüde kabul görmüştür. İki uç durumda krizin meydana gelip gelmeyeceğini kötümser beklentilerin var olup olmaması belirlemez. İki uç durum arasındaki orta durumda ise krizin vuku bulup bulmayacağını beklentilerin tabiatı yani kötümser mi iyimser mi oldukları belirler. İlk uç durumda (beyaz) ekonomik temeller çok sağlamdır ve bu, beklentiler kötümser olsa dahi krizin vuku bulmasını önler. İkinci uç (siyah) durumda ise ekonomik temeller çok zayıftır ve bu, krizin vuku bulmasını iyimser beklentilerin varlığında dahi kaçınılmaz kılar. Ekonomik temeller kavramı ile genellikle ekonomik büyüme, enflasyon, bütçe dengesi, cari işlemler dengesi, merkez bankası rezervleri anlaşılmaktadır.

Türkiye ekonomisinde 1980-2002 arsında genel olarak makro ekonomik temellerin kuvvetli olmadığı görülmektedir. Makro ekonomik temeller on yıllık ilk alt döneme göre ikinci alt dönemde daha zayıftır. (Tablo 5.14)

1980-9, 1990-2002 ve 2003-6 alt dönem ortalamaları kıyaslandığında bazı sonuçlara varılabilir. Ekonomik büyüme oranı düşmüş, cari açık oranı düşmüş, uluslar arası sermaye hareketlerinin “ağırlığı” (GSYİH’ya oranı) (2003-6 hariç) yavaşlamış fakat büyüklüğü artmış (sermaye ve finansal hesap fazlası ortalama seviyesi yükselmiş), bütçe açığı oranı büyük bir artış gerçekleştirmiş, faiz dışı bütçe dengesi iyileşmiş (oran ilkinde negatifken ikincisinde pozitif dönmüş), enflasyon oranı çok büyük bir artış göstermiş (1,5 katına ulaşmış), işsizlik oranı çok hafif düşmüştür. Mukayeseye yine devam edildiğinde dış borçların GSYİH’ya oranı büyük bir artış göstermiş (1,5 katına çıkmış) ve uluslar arası rezervlere oranı hemen hemen yarısına düşmüştür. Kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı yükselmiş ve gerek ekonominin gerekse Merkez Bankasının uluslar arası rezervlerine oranı hafif düşmüştür. Ekonominin ve Merkez Bankasının ortalama net uluslar arası rezervlerinden ilki yaklaşık 6, ikincisi 4 katına yükselmiştir. Ekonominin ve Merkez Bankasının uluslar arası rezervlerine gerek toplam dış borç gerekse kısa vadeli dış borç oranının düştüğü görülmektedir. Bu, son derece dikkat çekicidir, çünkü ülke finansal sisteminin ve ekonomisinin uluslar arası likiditesizlik ve finansal kırılganlık derecesinin ikinci alt dönemde ilkinde göre azaldığını ifade eder. Finansal sistemin ve ülke ekonominin uluslar arası likidite-finansal kırılganlık itibarıyla müşahade edilen “iyileşme”, ikinci alt dönemde uluslar arası rezervlerdeki devasa artıştan ileri gelmektedir.

Tablo 5.14: Türkiye Ekonomisi: Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler (1980 sonrasında yer alan çeşitli alt dönemlere ait ortalamalar)

	1980-85	1986-90	1991-95	1996-2000	1996-2002	2003-6	1980-89	1990-99	2000-6	1990-2002
CARİ İŞLEMLER, SERMAYE HES. DENGESİ										
Cari fazla (açık)ın/GSYİH oranı (%)	-2□60	-0□38	0□04	-1□39	-0□78	-5□67	-1□58	-0□35	-3□73	-0□54
Sermaye ve finansman hesabı/GSYİH oranı (%) (Uluslar arası sermaye hareketlerinin ekonomideki "ağırlığı")	2□17	0□31	0□40	1□59	1□08	4□17	1□25	0□57	3□23	0□89
Sermaye ve finansman hesabı (net, milyon \$) [Uluslar arası sermaye hareketlerinin kuvveti (büyüklüğü)]	1.436□85	394□16	1.041□26	3.085□28	2.166□36	14.786□90	749□78	1.120□93	10.200□45	1.804□99
BÜTÇE DENGESİ										
Konsolide bütçe dengesi/GSYİH oranı (%)	-2□54	-3□19	-4□83	-9□13	-10□93	-6□66	-2□81	-6□21	-10□26	-7□98
Faiz dışı bütçe dengesi/GSYİH ya oranı (%)	-1□23	0□19	0□81	2□64	3□26	6□37	-0□69	1□25	5□66	2□11
Enflasyon oranı (TÜFE de yıllık değişme, %)	43□65	54□40	81□95	71□28	64□95	11□26	48□93	78□75	26□05	71□14
EKONOMİK BÜYÜME										
Reel ekonomik büyüme oranı (1987 fiyatlarıyla, % değişme)	3□65	5□62	3□34	4□06	2□96	7□05	4□08	3□89	5□14	3□59
İSTİHDAM										
İşsizlik Oranı	7□63	8□48	8□21	6□84	7□61	10□25	8□00	7□69	9□53	7□89
DIŞ BORÇLAR										
Dış Borçların Vade Yapısı										
TOPLAM BORÇ STOKU (milyon \$)	19252□67	40808□00	62463□20	96307□60	103754□82	171216□04	27052□10	72419□82	149757□25	83664□21
Dış borç (\$)/GSYİH (\$) oranı (%)	29□49	41□43	40□61	51□02	58□03	53□18	35□13	43□12	60□53	49□40
Toplam dış borç/Uluslar arası rezerv oranı (%)	843□5	556□6	364□4	315□6	328□9	265□1	694□2	336□0	290□6	342□1
Kısa Vadeli Dış Borçlar										
Toplam dış borç stokuna oranı (%)	14□14	17□50	21□40	22□04	19□59	19□43	15□30	21□27	18□36	20□27
Uluslar arası rezervlere oranı (%)	128□91	107□49	79□18	69□63	63□66	52□71	122□75	74□46	55□88	71□15
Merkez bankası net uluslar arası rezervlerine oranı (%)	213□57	212□74	219□72	225□42	210□42	183□25	139□37	124□35	133□96	119□49
Orta ve Uzun Vadeli Dış Borçlar										
Toplam dış borç stokuna oranı (%)	85□86	82□50	78□60	43□81	44□54	70□90	84□70	64□94	59□94	60□42
ULUSLAR ARASI REZERVLER										
Uluslar arası rezervler (Toplam, Net, milyon \$)	2282□58	7331□54	17140□20	30515□04	31545□39	64576□73	3896□61	21550□39	51529□83	24454□29
Merkez bankası uluslar arası rezervleri (Net, milyon \$)	1288□30	1546□65	1872□75	2259□62	3078□08	2813□85	4415□87	5188□63	5887□53	16010□04

Kaynak: HM, Hazine İstatistikleri (1980-2003), Aylık Ekonomik Göstergeler (Aralık 2007), TÜİK, İstatistik Göstergeler (1923-2006), IMF, BOP istatistikleri, WEO veritabanı verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Geçmiş dönem politika yanlışlıkları gelecekte beklenen ve fiilî yüksek enflasyon, bütçe açığı ve yüksek borçlanma faizi iktisat politikalarına güven kaybına götürür. Bu yüzden krize götüren sebepler arasında geçmiş dönemde uygulanan yanlış iktisat politikaları da yer alır. 1990'lardan itibaren uygulanan yanlış politikalar bu açıdan önemlidir.

Asimetrik bilgi problemleri, sistemik risk krize götüren temel sebepler arasındadır. Sistemik riskin var olup olmaması finansal sistemin başlayan bir şoku krize dönüştürüp dönüştürmeyeceğini belirler. Beklentilerde âni ve şiddetli kötüleşme paniği tetikler. Dolayısıyla gri alanda iken krizin önlenmesi veya başlamışsa yatıştırılması bakımından iyimser beklentilerin sürdürülmesi kilit unsur durumundadır. Burada beklentilerdeki kötüleşmenin realitede bir karşılığının olması zorunlu değildir. 2001 krizinde beklentilerin sürdürülebilmesi açısından da yanlışlıklar yapılmıştır.

Paniğin başlaması ve kriz meydana gelmesi için tetiği ilk çekiciye ihtiyaç vardır. Dışsal ve başlangıç durumunda olan şok tetiği ilk çekendir.

B. KRİZ YÖNETİMİ POLİTİKALARI KONUSUNDA ÖNERİLER

Kriz yönetimi politikaları konusunda burada bazı öneriler üzerinde durulacaktır.

Makroekonomik temeller sağlamlaştırılmalı ve ekonomi gri alandan çıkmalıdır. 2003'ten sonra Türkiye ekonomisinde makroekonomik temellerin iyileştiği ve kriz zemininde zayıfladığı görülmektedir. Bununla beraber cari açık önemli bir tehlike durumunda olup GSYİH'ya oranı itibarıyla yüksektir. İthalatın bileşimi incelendiğinde reel sektörde imalat sanayinin ithalata bağımlılığının kuvvetli olduğu görülmektedir. Bu münasebetle yüksek cari açık oranı SS krizi riskini artırmaktadır.

Fiyat istikrarı-faiz hedeflemesi veya fiyat istikrarı-kur istikrarı hedeflemesi ikilemlerinde fiyat istikrarı hedeflemesi merkez alınmalıdır. Fiyat istikrarı sağlanmadan iktisat politikalarına güven kazandırılması, beklenen enflasyon ve faiz oranının düşmesi, ulusal paraya itibar kazandırılması ve dönüş, ulusal para cinsinden ödünç faizlerinde düşme, kur istikrarı ve iyimser beklentilerin sürdürülebilmesi mümkün değildir.

Malî ve parasal disiplin korunmalıdır. İktisat politikalarına güvenin sürdürülmesi bakımından faiz dışı bütçe fazlası ve parasal istikrar önemlidir.

Ekonomide etkin bir finansal murakabe sistemi kurulmalıdır. 2002'den sonra böyle bir sistem kurulması yönünde önemli adımlar atılmıştır. Kriz öncesi dönemlerde takipteki alacaklar/krediler oranının yükseldiği görülmektedir. Bu, asimetrik bilgi problemlerinin arttığına işaret eder. Finansal murakabe sisteminin varlığı hem asimetrik bilgi problemlerini azaltmak hem de panik başladığında kimlerin kurtarılacağını belirlemek bakımından son derece önemlidir.

Asimetrik bilgi problemlerini azaltmak bakımından mevduat garantisi, dış borçlara hazinenin kefalet sistemi kaldırılmalıdır. Mevduat garantisi bankacılık paniğini önlemektedir. Fakat bu, bankacılık krizlerini önlediğini ifade etmemektedir. Bankacılık krizleri mevduat garantisi sistemi altında yine ortaya çıkmaktadır. Ancak bu takdirde bankacılık sektöründe çöküş bankacılık panikleri şeklinde değil, bankaların zarar etmesi, özsermaye kabına uğraması, aktif kalitesinin kötüleşmesi, geri dönmeyen kredilerde artış, bankaların kamunun finansal müdahalesine uğraması, TMSF gibi kamu kurumuna geçmesi suretinde meydana gelmektedir. Temmuz 2004'ten itibaren tam (%100) mevduat garantisi uygulamasından kısmî mevduat garantisi uygulamasına geçilmesi kararı alınmıştır.⁴⁰⁹ Banka sahiplerinin kısmî mal varlığı ile sorumluluğu prensibi 2002'den sonra kaldırılmış olması asimetrik bilgi problemlerinin azalması açısından önemlidir.

Kriz dışı dönemde politika yapıcılarının bir krizde ancak sağlam firmaların kurtarılacağı, normal dönemde sağlam olmayanların asla kurtarılmayacağı inancını vermelidir. Bu çerçevede piyasalar normalde sağlam olanların mutlaka kurtarılacağına inanmalıdır. Gelecekte başlayacak bir paniğin önlenmesi veya yatışması açısından bu, önemlidir. Bununla beraber belli bir firmanın gelecekteki bir krizde kurtarılıp kurtarılmayacağı hususunda maksatlı olarak bir miktar belirsizlik bırakılmalıdır.

Sabit kur-serbest kur tercihi konusunda krizin önlenmesi bakımından literatürde serbest kur sisteminin daha uygun olduğu ağırlık kazanmıştır. Ulusal paraya güven ve kur istikrarı serbest kur sisteminden ayrılmaksızın salanmalıdır. Bu ancak fiyat istikrarı sağlandığında mümkündür.

Ülke ekonomisine ve iktisat politikalarının sürdürülebilirliğine piyasalarda duyulan güven korunmalıdır. Uluslararası sermaye girişinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının (FDI) payı artırılmalı, kısa vadeli spekülasyon finansal sermayenin miktar ve payı azaltılmalıdır. Ekonomide dolarizasyon ve döviz cinsinden borçlanma caydırılmalıdır. Kur riski yalnızca mevduatları döviz cinsinden ve kredileri ulusal para cinsinden olan yurtiçi finansal araçlar için geçerli değildir. Döviz cinsinden geliri olmadığı halde döviz cinsinden borçlanan reel sektör firmaları da aşırı kur riski üstlenmiş durumdadırlar. Firmaların döviz cinsinden ortalama borçluluk düzeyi yükseldikçe kur artışının “blanço kötüleşmesi” etkisi daha şiddetli olur. Ayrıca gerek döviz gerekse ulusal para cinsinden borçların ortalama vadesinin uzaması sağlanmalıdır. Bu açıdan bütçe disiplini önemlidir.

Finansal sektörde düzenlemelere gidilmelidir. Bankacılık sektörünün özsermaye ve rezerv yapısı güçlendirilmeli, özsermaye ve rezerv yeterlilik standartları yükseltilmelidir. Sektöre

⁴⁰⁹ BDDK, 28 Mayıs 2004 tarihli Basın Açıklaması.

yabancıların girişi hem rekabet hem de finansal sektörün alacakları ile mevduatları arasındaki para birimi tutarsızlığının azalması bakımından önemlidir. Para birimi, sektörler ve vade yapıları itibarıyla “kredi çeşitlendirme” yoluna gidilmelidir.

Sistemik risk varsa müdahale edilmelidir. Firmalardan yalnızca panik başladığında bile mali yapısı sağlam kalabilenler kurtarılmamalıdır. Bunlar yanında panik öncesinde mali yapısı sağlam olduğu halde paniğin başlamasıyla birlikte mali yapısı kötüleşmiş ve ödeyebilme gücünü kaybetmiş firmalar da kurtarılmalıdır. Ödeyebilme gücüne yalnızca panik başladığında sahip olanlar değil, paniğin başlaması sonrasında isterse kaybetmiş olsunlar, panik öncesi dönemde sahip olanlar da kurtarılmalıdır. Bu, firmanın rezerv, özsermaye yapısına kuvvetli ve maddi teminatlarının yeterince sağlam olup olmadığı hususunda firmanın elindeki kâğıtların panik sonrasında değil, öncesi (normal) dönemdeki değerine bakılmasını ima eder. Çünkü paniğin başlamasıyla birlikte, likidite sıkıntısını aşmak üzere bankaların hazine bonoları da dahil ellerindeki kâğıtları arz etmeye yönelmeleri sonucu büyük bir çöküş başlar. Tahvil piyasası çöküşü normalde sağlam olan hazine tahvillerinin fiyatlarında da sürekli ve sert düşüslere götürebilir. Normalde sağlam olduğu için banka rezervlerinin önemli bir kısmı hazine bonusu suretinde tutulmaktadır. Dolayısıyla panik ile beraber hazine tahvilleri piyasaya fazla arz edilecek, sonuçta da panik başlayıp tahvil piyasasında çöküş meydana geldiğinde fiyatı düşen kâğıtları elinde tutanların rezerv, özsermaye yapısı kötüleşir, maddi teminatlarının piyasa değeri düşer ve sağlamlığı azalır. Burada bankaların rezerv-özsermaye durumunun kötüleşmeyip mali yapısının zayıflamaması açısından tahvil piyasasında istikrarın nemi ve fiyat çöküşünün durdurulması gerektiği görülmektedir.

Paniğe müdahale için en uygun zaman panik başlamasından hemen öncesidir. Paniği önlemeye göre başlamış paniği durdurmak daha zor ve maliyetlidir. Bunun temel sebebi firma başarısızlıklarının ve paniğin bulaşıcı, normalde mali yapısı sağlam firmalara da geçip kuvvetli domino taşı etkisi üretecek tabiatında olmasıdır. Paniğin hemen arafesi müdahale için ideal zamandır. Daha somut bir ifadeyle bankalar ellerindeki kâğıtları piyasaya arzları “zararına tümünden satış”a veya dampinge dönüşmek ve tahvil piyasasında fiyat çöküşü başlamak üzere iken tam müdahale zamanıdır. Müdahale tam zamanında ve yeterince etkin yapılmalıdır.

Paniği yatıştırmak veya önlemek açısından asimetrik bilgi problemlerinin azaltılması son derece önemlidir. Çünkü sağlam bankaların müdilerinin de mevduatlarını kurtarmak üzere bankalarına hücum etmesinin ve böylece paniğin sağlam bankalara da geçip onları da başarısızlığa sürüklemesinin temelinde bankası gerçekte sağlam olan müdinin kendi bankasının sağlam olduğunu bilmemesi, sağlam bankalarla sağlam olmayan bankalar arasında ayrıma gidememesi yer alır. Kredi arz imkânları olduğu halde bankaların reel sektörden gelen sağlam

kredi taleplerini reddetmesi, eski ödünçlerini sağlam firmalardan da geri çağırması ve böylece krizin şiddetlenmesinin temelinde de yine sözkonusu bankanın iyi ve kötü kredi talplerini ayırd edememesi yatmaktadır. Kısmî rezerv prensibinin geçerliliği göz önünde bulundurulursa müdiler aynı anda tüm mevduatlarını çekmek isteseler mali yapısı ne kadar sağlam olursa olsun, hiçbir bankanın dayanamayacağı ve başarısızlığa düşmekten kurtulamayacağı gayet açıktır.

Finansal sektörde sistemik risk var iken başarısızlığa düşecek finansal firma gerek panik başladığı an gerekse panik öncesi dönemde mali yapısı itibarıyla kötü, başarısızlığa düşmeyi ne kadar hak etmiş olursa olsun yine de kurtarılmalıdır.

2001 krizinde Demirbank'ın kurtarılmaması paniği önlemek noktasında çok yanlış bir politikadır. Para otoritesi sistemik riskin varlığını ve paniğin bulaşıcılığını, öncü firma başarısızlıklarının isterse kötü firmalarla ilgili olsunlar kuvvetli domino taşı etkisi meydana getirerek sağlam firmalara geçeceğini kavrayamamıştır. Halbu ki finansal firma başarısızlıklarının kötü firmalara inhisar etmemekte olduğu 19978 Asya krizinde tecrübe edilmiş olup literatürde bilinen bir husustur. Aynı eleştiri Friedman ve Schwartz (1963)'te 1929 krizindeki tutumu dolayısıyla FED'e yöneltmiştir.

Kriz dışı (normal) dönemlerde bir firmanın likidite sıkıntısına düştüğünde kriz anında yalnızca eğer öncesinde sağla ise kurtarılacağına inandırılmalı, bununla birlikte belli bir firma bakımından gelecekte kurtarılıp kurtarılmayacağı hususunda bir ölçüde belirsizlik bırakılmalıdır. Bir firma diğer tarftan mali yapısı sağlam ise kriz anında likidite sıkıntısına düştüğünde kurtarılacağından asla ümit kesmemelidir. Sözkonusu ümit başlamış bir paniği teskin edecekken sözkonusu belirsizlik herhangi bir firmayı mali yapısındaki kötüleşmeyi durdurup düzeltmeye zorlayacak, böylece piyasa dışı kurtarıcılara bel bağlamayacak ve piyasa özgüven kaybetmeyecektir. 2001 krizi öncesinde bu yönde kararlar alındığı görülmemiştir.

SONUÇ

Gelişmekte olan ülkeler finansal krizlerle 1990'lı yıllardan bu yana daha sık karşılaşmaktadırlar. Finansal krizler gelişmekte olan ekonomiler açısından gelişmiş ekonomilere göre çok daha ağır maliyetli ve şiddetlidir. 1980'li yıllardan sonra gelişmekte olan ekonomilerde 1982 Latin Amerika borç krizi, 1994/5 Meksika krizi, 1997/8 Asya krizi, 2001 Türkiye ve 2001/2 Arjantin krizleri olmak üzere dört kriz kuşağı dönemi vardır. Buna karşılık gelişmiş ekonomilerde ise 1980'lerden bu yana önemli kriz tecrübesi olarak 1992 ERM krizi meydana gelmiştir. Finansal krizlerin 1980'li yıllardan bu yana daha çok gelişmekte olan ekonomilerin karakteristik bir problemi olduğu ileri sürülebilir. Gelişmiş ekonomiler finansal krizle pek karşılaşmamakta, bu problemi önemli ölçüde çözmüş görünmektedirler. Bu çerçevede 1990'lı yıllardan beri finansal krizler gelişmekte olan ekonomilere has bir problemdir.

1994/5 Meksika krizi yeni nesil finansal krizlerin habercisi durumundadır. 1997/8 Asya krizi dönüm noktasıdır ve 1929 ekonomik krizinden sonra dünya ekonomisinde görülen en şiddetli, en ağır krizdir. Ayrıca 1997/8 Asya krizi hiç beklenmedik, en şaşırtıcı krizdir. Bu münasebetle kriz teorisi alanında yeni akımlar başlatmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllardan itibaren tecrübe edilen finansal krizlerle ilgili bazı sonuçlara varılabilir.

İlk olarak kriz hikayesi benzer şekilde başlamaktadır. Kriz öncesinde hızlı bir finansal liberalizasyon-deregülasyon sürecinin yaşandığı, ancak diğer taraftan etkin bir finansal murakabe sisteminin kurulmadığı görülmektedir. Kriz öncesi dönemde kriz ülkeleri çok büyük miktarlarda uluslararası finansal sermaye çekmektedir. Gerek krize giden yol gerekse krizin meydana gelmesi bakımından uluslararası sermaye hareketleri büyük bir rol oynamıştır. Bu çerçevede krizler uluslararası karaktere sahiptir.

İkinci olarak finansal krizler yalnızca ekonomik temellerdeki kötüleşmeden meydana gelmemektedir. Krizin gerek meydana gelip gelmeyeceği gerekse şiddetlenmesi konusunda beklentiler çok büyük rol oynamaktadır. Öyle ki "beklentiler" kimi kriz tecrübelerinde krizin meydana gelip gelmeyeceğini "belirleyici", "temel rolü" oynamıştır. Finansal krizler her zaman, sözkonusu ülkenin ekonomik temellerinin sağlamlık-zayıflık durumu veri iken vuku bulması ne zorunlu ve kaçınılmaz, ne de asla mümkün olmayan fenomenler değildir. Ekonomik temeller kuvvetli (beyaz) iken beklentiler kötümser olsa bile krizlerin vuku bulması mümkün değildir. Ekonomik temeller çok kötü (siyah) iken beklentiler iyimser olsa bile krizin vuku bulması kaçınılmazdır. Fakat ekonomik temeller ne çok iyi ne de çok kötü değil (gri) iken krizin vuku bulması da bulmaması da mümkündür ve beklentilerin tabiatının iyimser mi kötümser mi olduğuna bağlıdır. Ekonomi gri alanda iken beklentiler belirleyici ve temel bir rol oynadığı için, aksi halde meydana gelecek olmasına rağmen bir kriz sırf iyimser beklentilerin varlığı sayesinde

önlenmiş ve benzer şekilde meydana gelmeyecek olmasına rağmen bir kriz sırf kötümser beklentilerin varlığı sebebiyle vuku bulmuş olabilir. Bu münasebetle “kendiliğinden vuku bulan” (self-fulfilling) krizlerin meydana gelmesi mümkündür. Bu çerçevede 1994/5 Meksika ve 1997/8 Asya krizi literatüre göre “kendiliğinden vuku bulan” finansal krizlere örnek verilebilir. Beklentilerin devreye girmesi ülke ekonomisini çoklu dengeye götürmektedir.

Üçüncü olarak bir uluslararası kreditor paniği içermeleri 1990’lı yıllardan bu yana meydana gelen finansal krizlerin önemli bir unsurudur. Bu çerçevede krizin meydana gelmesi sürecinde ülkeden çok büyük bir uluslararası finansal sermaye çıkışı görülmektedir.

Dördüncü olarak gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde asimetrik bilgi problemleri kuvvetlidir. Bu yüzden gerek krize mukavemet ve gerekse başladıktan sonra krize etkin müdahale bakımından etkin bir finansal murakabe-düzenleme ve müdahale sistemi kurulması çok büyük bir önem kazanmaktadır. Bu sistemde de “finansal murakabe” öne çıkmaktadır. Finansal murakabe ve asimetrik bilgi problemlerinin azaltılması, reel sektörün de izlenmesi hususunda geleneksel bankacılık çok büyük avantajlara sahiptir. Asimetrik bilgi problemlerinin artması bir ölçüde finansal sektörde bankacılığın payının azalması, geleneksel bankacılığın düşüşü ile de ilgilidir. Etkin bir finansal murakabe sistemi kurulduğunda gerek ahlaki tehlike gerekse ters seçim olmak üzere asimetrik bilgi problemleri önemli ölçüde azaltılabilir. Bu durumda kriz dışı dönemde finansal sistem daha etkin çalışır ve reel sektörü de etkin çalışmaya zorlar. Daha da önemlisi para otoritesi paniği öncesinde önlemek veya başladıktan sonra yatırtmak bakımından “etkin” müdahale imkanı bulur. Kurtarılmayı hak eden ve kriz öncesi dönemde (normalde, gerçekte) “sağlam” olan -finansal- firmalarla “sağlam” olmayan firmalar arasında tam bir ayırım yapılabildiğinde para otoritesi hem şimdiki krize tam zamanında ve etkin şekilde müdahale edebilir, hem de müdahaleyi firmaların kriz dışı dönemde “nasıl olsa kurtarılacakları”na güvenmelerine ve mali durumlarını sağlamlaştırmak zorunda hissetmemelerine götürmeksizin yapmış olur. Böylece para otoritesinin bu günkü krize müdahale etmesi piyasaların özgüvenini zayıflatmaz ve gelecekte yeni bir krizin meydana gelmesine davetiye çıkarmaz yani kriz zeminini kuvvetlendirmez.

Finansal krizin meydana gelmesi bakımından finansal sisteme duyulan genel güven kaybı anahtar rol oynar. Bu yüzden finansal firma başarısızlıkları kuvvetli domino taşı etkisi meydana getirirler. Firma başarısızlıkları aynı zamanda finansal sisteme duyulan genel güveni de sarsar. Finansal sisteme duyulan genel güvenin çökmesi paniği sağlam firmalara yönelik olarak da başlatır. Finansal firma başarısızlıkları ve finansal sektör problemleri bulaşıcı bir tabiata sahiptir. Başarısızlıklar kötü firmalarla sınırlı kalmayıp sağlam firmalara da geçer ve onları da başarısızlığa sürükleyebilir. Bir finansal piyasadaki problemler yayılgı karakterdedir. Yani finansal sektörün bir kısmındaki problemler diğer kısımlarında da

problemler üretir. Finansal krizlerin bulaşıcılığı hem farklı türleri hem de ülkeler arasında kuvvetlidir. Bu çerçevede uluslararası son ödünç verici merci rolü için kuvvetli bir gerekçe ve sorumluluk vardır. Çünkü bir ülkedeki kriz durdurulmadığında diğer ülkelere de geçebilecektir.

Finansal krizler literatüre göre serbest kur sistemi altında da meydana gelebilir. Ancak sabit kur sisteminin kriz zeminini kuvvetlendirdiği, sabit kur sistemi altında finansal krizlerin vuku bulması ihtimalinin serbest kur sistemine göre çok daha kuvvetli olduğu yönünde literatürde ortak bir görüş vardır. Sabit kur uluslararası ödünçlerin girişini, finansal aracılığı teşvik ederek döviz cinsinden kısa vadeli borçlanmayı artırmaktadır. Böylece finansal firmalar (aracı finansal kuruluşlar) aşırı risk üstlenmektedirler. Bu durum finansal sistemi kırılabilirliğini artırarak dış finansal şoklara ve ekonomiyi “kendiliğinden vuku bulan” krizlerin meydana gelmesine, olumsuz etkilerine daha açık kılmaktadır.

1990’lardan itibaren gelişmekte olan ekonomilerde meydana gelen finansal krizler finansal sektör ve ödemeler bilançosu problemleri arasında kuvvetli geribesleme, etkileşim mekanizmaları ve illiyet zincirleri içermektedir. Bu yüzden 1990’lı yıllardaki kriz fenomenlerini pür para krizi veya pür bankacılık krizi gibi finansal kriz türlerinden yalnızca birisine odaklanan kriz teorileri izah edemez. 1990’lardan sonra tecrübe edilen kriz fenomenlerinde ikiz kriz karakteri öne çıkmaktadır. Bu çerçevede 2001 Türkiye krizi de bir ikiz kriz niteliğindedir.

İkiz krizlerin iki türü vardır. Bunlardan literatürde yaygın olarak ele alınan ikiz para ve bankacılık krizleri tipidir. İkiz krizlerin ikinci türü ikiz para ve borç krizi tipidir. Bununla beraber literatüre son yıllarda para, bankacılık ve borç krizlerinin eş anlı, birbirleriyle illiyet bağlantısı, karşılıklı etkileşim, geribesleme mekanizması içerisinde meydana gelmesini ifade etmek üzere üçüz kriz kavramı girmeye başlamıştır.

Amprik çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin çoğunda geçmiş en çok 5 yıl içerisinde hızlı finansal liberalizasyon tecrübesi geçirmiş oldukları görülmektedir. Türkiye ekonomisi 1980 dönemine daha başlangıçta şiddetli bir finansal kriz tecrübe ederek girmiştir (1978-80 vakası). Türk ekonomisinde liberalizasyon dalgası sözkonusu şiddetli kriz tecrübesi akabinde gelmiştir. Bununla beraber Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası finansal kriz tecrübelerinde de hikâye, diğer EM ülkelerinde meydana gelen finansal kriz tecrübelerindekiyle aynı şekilde finansal liberalizasyon-deregülasyon süreciyle başlamaktadır. Aşırı hızlı finansal liberalizasyon süreci sonrasında ülkemizde finansal kriz dalgasının başlamış olduğu görülmektedir. Hızlı finansal liberalizasyon sürecinde görülen ilk kriz 1988 vakasıdır. Hızlı finansal liberalizasyon ile beraber 1988 yılından itibaren kriz vakalarının sıklaştığı görülmektedir.

Türkiye ekonomisinde makroekonomik temellerin çok kuvvetli olmadığı görülmektedir. Alt dönemler itibarıyla 1980-9 arasında ekonomik temeller göreceli olarak iyi iken 1990-2002

arasında kötüleşmiştir. 2003-6 döneminde ise cari açık problemi bir tarafa bırakılırsa makroekonomik temellerde önemli bir iyileşme görülmektedir.

Finansal kriz tecrübeleri bakımından 1980 sonrası dönem 1980-9, 1990-2002 ve 2003 sonrası şeklinde 3 alt döneme ayrılabilir. 1980-9 alt dönemine kıyasla 1990'lı yıllardan itibaren Türk ekonomisinde kriz zeminini kuvvetlenmiştir. 1990-2002 alt döneminde kriz zemininin kuvvetlenmesi başlıca şunlara dayandırılabilir: (1) Önceki alt dönemde aşırı finansal liberalizasyon-deregülasyon süreci tecrübe edilmiş olması, (2) Etkin bir finansal murakabe sisteminin yokluğu, (3) Makroekonomik temellerin kötüleşmesi, (4) Uluslar arası sermaye hareketlerinin kuvvetlenmesi. Kriz zemini 2003-6 arasında ise makroekonomik temellerdeki iyileşme, daha etkin bir finansal murakabe sisteminin varlığı sebebiyle zayıflamıştır. Bununla beraber yüksek cari açık, finansal krizler açısından ciddi bir problem olup SS krizi riskini artırmaktadır.

1980-9, 1990-2002 ve 2003-6 alt dönemleri krizlerin tabiatı, temel sebepleri ve sıklığı bakımından da önemli farklılıklar göstermektedir. İlk alt dönemde yalnızca 2 vaka vardır (1980, 1988) ve pür para krizi mahiyetindedir. Bunların meydana gelmesinde makroekonomik temeller ve ödemeler bilançosu problemleri temel rol oynamıştır. İkinci alt dönemde pür para, pür bankacılık, SS krizi, ikiz para ve bankacılık krizleri tecrübe edilmiştir. Krizlerin meydana gelmesinde makroekonomik temellerin zayıflığı, ödemeler bilançosu problemleri yine rol oynamıştır. Fakat temel rolü özellikle bankacılık olmak üzere finansal sektör problemleri oynamıştır. 2003-6 alt dönemi her 2 alt dönemden de farklıdır. Bu alt dönemde ülke ekonomisi şiddetli finansal şoklarla karşılaşmış olmasına rağmen sözkonusu şokları başarıyla atlatabilmiş, bir finansal kriz vuku bulmamıştır.

Dış borçların GSYİH'ya oranı ve vade yapısı bakımından bakıldığında 1990-2002 alt döneminde önceki alt döneme kıyasla kötüleşme vardır. Fakat gerek toplam gerekse kısa vadeli dış borçların toplam uluslararası rezervlere veya Merkez bankası uluslar arası rezervlerine oranına bakıldığında 1990-2002 arasında önceki alt döneme göre aksine iyileşme vardır. Bu durumda, uluslar arası likidite yaklaşımına göre ikinci alt dönemde ilkinde kıyasla finansal sistemin uluslar arası likiditesi kuvvetlenmiştir. Çünkü uluslar arası likidite yaklaşımı finansal sistemle ilgili olarak döviz cinsinden kısa vadeli dış yükümlülükleri ile yine döviz cinsinden likiditesi yüksek varlıkları karşılamaktadır. Sözkonusu yaklaşım bunu da döviz cinsinden kısa vadeli dış borçların (yükümlülüklerin) Merkez bankası uluslar arası rezervlerine oranına indirgemektedir. Finansal sistemin döviz cinsinden kısa vadeli dış borçlarının Merkez bankası uluslar arası rezervlerine oranı 1 den büyük ise uluslar arası likidite zayıf, 1'in altında ise yüksektir. Bununla beraber finansal kırılganlık bakımından esas olarak finansal sistemin döviz

cinsinden kısa vadeli mevduatlarının yine döviz cinsinden kısa vadeli kredileri ve döviz rezervleri toplamına oranına bakılmalıdır.

Gerek toplam, gerekse kısa vadeli dış borçların uluslar arası rezervlere oranında ikinci alt dönemde düşme görülmesi, toplam veya kısa vadeli dış borçlara kıyasla ülkeye uluslar arası sermaye girişinde ve uluslar arası rezervlerde daha büyük bir artış gerçekleşmesinden ileri gelmektedir.

Üçüncü alt dönemde ilk olarak toplam veya kısa vadeli dış borçların hem vade yapısında hem de GSYİH'ya oranı itibarıyla büyüklüğünde iyileşme vardır. İkinci olarak toplam ve kısa vadeli dış borçların uluslar arası rezervlere oranı bakımından da önemli bir iyileşme görülmektedir. Bu durum hem uluslar arası sermaye girişinin, uluslar arası rezervlerde artışın kuvvetli olmasına hem de ekonomide yüksek ve istikrarlı bir büyüme oranının tutturulmasına bağlanabilir.

Alt dönemler itibarıyla uluslar arası sermaye hareketleri bakımından iki kavrama yer verilmesi gereklidir. Herhangi bir alt dönemde uluslar arası sermaye hareketlerinin ekonomideki "ağırlığı", uluslar arası sermaye girişinin GSYİH'ya ortalama oranı şeklinde ifade edilebilir. Uluslar arası sermaye hareketlerinin "büyüklüğü" veya "kuvvetliliği" ise sözkonusu alt dönemde gerçekleşen uluslar arası sermaye girişi ortalama seviyesi suretinde ifade edilebilir. Literatürde "uluslar arası sermaye hareketlerinin kuvvetlenmesi" ile kastedilen çoğunlukla "uluslar arası sermaye girişi ortalama büyüklüğünün artması"dır.

Uluslar arası sermaye hareketlerinin "ağırlığı" 1990'lı yıllarda artmamıştır. 1990-2000 alt dönemi için ilgili oran 1980-9 ortalamasının az da olsa altında kalmaktadır. Fakat uluslar arası sermaye hareketlerinin "büyüklüğü" 1990'lı yıllarla birlikte çok büyük bir sıçrama göstermiştir. 2003-6 alt döneminde ise uluslar arası sermaye hareketlerinin hem "ağırlığı"nın hem de "büyüklüğü"nin büyük bir sıçrama kaydettiği tesbit edilmektedir.

Finansal krizin vuku bulması bakımından amprik olarak 2 ana unsurun varlığı aranmalıdır. İlk olarak finansal istikrarsızlık vakası var olmalı, ikinci olarak sözkonusu istikrarsızlık büyük bir ekonomik daralmaya götürebilmelidir. Hem finansal istikrarsızlık hem de ekonomik daralma unsurları var ise ancak, sözkonusu vaka finansal kriz olarak tanımlanabilir. Finansal istikrarsızlık unsuru var, fakat ekonomik daralma unsuru yok ise vaka krize dönüşmemiş olup "kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık" olarak tanımlanabilir. Finansal istikrarsızlık unsuru para krizlerinde döviz kuru istikrarsızlığının, bankacılık krizlerinde bankacılık sektörü istikrarsızlığının varlığını ifade eder. Ayrıca istikrarsızlık unsurunun varlığını kabul edebilmek için sözkonusu istikrarsızlık önceden tanımlanmış kriterlere göre amprik olarak yeterince şiddetli olmalıdır.

Çalışmamızda 1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen finansal krizler; pür para krizi (1978-80, 1988, 1991, 1994 vakaları), pür bankacılık krizleri (1998-9 vakası), SS krizi (1994, 2001 vakaları), ikiz para ve bankacılık krizleri (2001 vakası) şeklinde tanımlanmıştır. Kriz mahiyetinde olmayan finansal istikrarsızlık vakaları şunlardır: Krize dönüşmemiş döviz kuru istikrarsızlıkları (1984, 1986, 1996 vakaları), krize dönüşmemiş bankacılık sektörü istikrarsızlıkları (1981, 1984, 1993, 2000, 2002, 2003 vakaları) şeklinde sıralanabilir.

Tecrübe edilen finansal krizlerin reel ekonomik maliyeti konusunda ulaşılan sonuçlar şu şekilde ifade edilebilir: Kriz öncesi (normal) 3 veya 4 yıllık ortalama büyüme oranı baz alındığında kriz vakasının ortalama maliyeti reel GSYİH'ya oranla; finansal kriz için %8,3, pür para krizi için %12,9, pür bankacılık krizi için %16,7, SS krizi için %12,5, ikiz para ve bankacılık krizi için %14,9'dur. Türkiye ekonomisinin 1970-2006 dönemine ait uzun vadeli ortalama büyüme oranı (%4,4) alındığında kriz vakasının ortalama reel ekonomik maliyeti GSYİH'ya oranla; finansal kriz için %5,7, pür para krizleri için %8,6, pür bankacılık krizi için %10,4, SS krizi için %9,9, ikiz para ve bankacılık krizi için %11,9'dur.

1980 sonrası Türkiye ekonomisinde bankacılık krizleri, yıllık veriler temel alındığında, net zarar vuku bulması, özsermaye kaybı, kapanan ve TMSF'ye devreden bankaların sektörlerindeki ağırlığında artış, takipteki alacakların krediler içindeki payında artış şeklinde meydana gelmektedir. Buna karşılık, her ne kadar muhtelif mevduat türlerinde azalmalar meydana geldiği görülmekte ise de mevduatların bankacılık sisteminden kaçışı ve toplam mevduatlarda büyük bir azalma vuku bulmamaktadır. Bankacılık krizleri müşahede edilmektedir fakat bunlar bankacılık panikleri şeklinde değildir.

Bankacılık krizlerinde kriz öncesi yıllarda takipteki alacakların kredilere oranında önemli bir artış meydana geldiği görülmektedir. Bu, asimetrik bilgi problemlerinin şiddetlenmesini ve krizin meydana gelişinde önemli rol oynamasını ifade eder. Bir taraftan mevduatların sistemden kaçmayı, diğer taraftan takipteki alacakların kredilere oranında artış, net zarar/özsermaye oranının büyüklüğü, kapanan ve Fon'a devreden bankaların sektördeki ağırlığının (aktifleri toplamının sektörün toplam aktiflerine oranının) büyük olması bankacılık sektöründe asimetrik bilgi problemlerinin varlığına dayandırılabilir.

KAYNAKLAR

- Akerlof, G (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics 84: 4888-500,
- Agénor P. R., Aizenman J.,
ve Hoffmaister A. (2000), "The Credit Crunch in East Asia: What Can Bank Excess Liquid Assets Tell us?", NBER Working Paper Series, Working Paper 7951,
- Aghion, Philippe,
Bachetta Philippe, ve
- Banerjee, Abhijit (2000), "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraint",
_____ (2001), "a Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises",
- Band, Olivier De ve
- Hartmann, Philipp (2000), "Systemic Risk: a Survey", European Central Bank Working Paper series Wp no. 35,
- USIA (1998), "Basle Core Principles for Effective Banking Supervision", Economic Perspectives, August 1998, Basle Principles,
- Bauer, C.,
Herz, B., ve
- Karb, V. (2003), "Another Twin Crisis: Currency and Debt", (April 2003),
_____ (2005), "Are Twin Currency and Debt Crises Special?",
- Blanchard, Olivier ve
- Watson, Mark (1982), "Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets", in Paul Wachtel (ed), crises in the Economic and Financial Structure (Lexington Books),
- Boorman, Jack; Lane, Timothy
ve Diğlerler (2000), "Managing Financial Crises: The Experience in East Asia", IMF Working Paper, WP/00/107,
- Bordo, Michael D. (2006), "Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Countries: Déjà vu?", NBER, Wp no. 12393,
- Bordo, Michael D.,
Mizraeld, Bruce, ve
- Schwartz, Anna J. (1995), "Real versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History", NBER, Wp no. 5371,
- Bordo, Michael D. ve
Schwartz, A. J. (2000), "Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared with and without Bailouts", NBER, Wp no. 7701,
- Calvo, Guillermo A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: the Simple Economics of Sudden Stops", Journal of Applied Economics, Vol. I, No: 1, (Nov. 1998), s. 35-54,
_____ (2005), "Crises in Emerging Market Economies: a Global Perspective", NBER, Wp no. 1305,

- Calvo, Guillermo A., ve
Reinhart, Carmen M. (1999), "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options",
- Catão, Luis A. V. (2006), "Sudden Stops and Currency Drops: a Historical Look", IMF Working Paper, WP/06/133,
- Chang, Roberto ve
Velasco, Andres (1998a), "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime", NBER, Wp no. 6469,
_____ (1998b), "Financial Crises in Emerging Markets: a Canonical Model", Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-10,
_____ (1998c), "the Asian Liquidity Crisis", NBER, Wp no. 6796,
_____ (1999), "Liquidity Crises in Emerging Markets – Theory and Policy", NBER, Wp no. 7272,
- Corsetti, G., Pesenti, P.
ve Roubini, N. (1998a), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis, Part I: A Macroeconomic Overview", NBER, Working Paper No. 6833,
_____ (1998b), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis, Part II: The Policy Debate", NBER Working Paper, Working Paper 6834,
_____ (1998), "Fundamental Determinants of the Asian Crisis: a Preliminary Empirical Assessment",
_____ (1998c), "Paper Tigers? A Model of The Asian Crisis", NBER Working Paper Series, Working Paper 6783,
- Demirgüç-Kunt, Asli ve
Detragiache, Enrica (1997), "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries", IMF Working Paper, WP/9/106,
- Demirgüç-Kunt, Asli
ve Gupta, Poonam (2000), "Inside the Crisis: an Empirical Analysis of Banking Systems in Distress", World Bank Policy Research Working Paper, No. 2431,
- Diamond, D (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", Review of Economic Studies 51: 393-414,
- Diamond, Douglas W. ve
Dybvig, Philipp H. (1983), "Banks Runs, Deposit Unsurance, and Liquidity", the Journal of Political Economy, Volume 91, p. 401-419,
- Dooley, Michael P.
ve Verma, Sujata (2001), "Rescue Packages and Output Losses Following Crises", NBER, Wp no. 8315,
- Dreher, Axel,
Herz, Bernard,
ve Volker, Karb (2005), "Is There a Causal Link between Currency and Debt Crises?", (February),
- Eaton, Jonathan (1990), "Sovereign Debt, Reputation, and Credit Markets", NBER, Wp no. 3424,
- Eaton, Jonathan ve
Fernandez, Raquel (1995), "Sovereign debt", NBER, Wp no. 5131,

- Edwards, Sebastian (1997), "The Mexican peso Crisis: How Much did We Know? When did We Know It?", NBER Working Paper Series, Working Paper 6334,
 _____(2004), "Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals", NBER, Wp no. 10277,
- Edwards, F. ve
- Mishkin, F.S. (1995), "The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, July, 1, 3, pp. 27-45,
- Ertürk, Emin (1994), "Döviz Ekonomisi", Der Yay., İst.,
 _____ (1991), "Türkiye İktisadında Yeni Bir Boyut: Para İkamesi", Uludağ Yay., Bursa,
- Fischer, Irwing (1933), "the Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1. pp. 337-57,
- Flood, Robert P. ve
- Garber, Peter M. (1984), "Collapsing Exchange-Rate Regimes", *Journal of International Economics* 17 (1984), 1-13,
- Flood, Robert ve
- Marinon, Nancy (1998), "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER, Wp no. 6380,
- Frankel, Jeffrey A. (2005), "Contractionary Currency Crashes in Developing Countries" NBER, Working Paper No. 11508,
- Frankel, Jeffrey ve
- Rose, Andrew K. (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, 41, pp.351-6,
- Friedman, Milton ve
- Schwartz, Anna J.(1963), "a Money History of the United States, 1867-1963", Princeton University Press, 1963,
- Friedman, Milton (1973), "Great Contraction, 1929-1933", UMI Book on Demand, NBER, (fifth printing), Princeton University Press,
- Gertler, M (1988a), Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview, *Journal of Money Credit and Banking* 20, Part 2: 269-88,
 _____ (1988b), Financial Capacity, Reliquification, and Production in an Economy with Long-Term Financial Arrangements, University of Wisconsin, mimeo,
- Glick, Reuven, ve
- Hutchison, Michael (1999), "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?",
- Goldstein, M. (1998), "Presumptive Indicators/Early Warning Signals of Vulnerability to Financial Crises in Emerging Market Economies", mimeo, Institute for International Economics,
 _____ (1998), "The Asian Financial Crisis", Institute for International Economics, mimeo, Washington, D.C.,
- Greenwald B, Stiglitz JE,
 ve Weiss A (1984), "Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations", *American Economic Review* 74: 194-99,
- Hagen, Jürgen von, ve

- Ho, Tai-kuang (2003a), "Twin Crises: a Reexamination of Emprical Links", ZEI b, Center for European Integration Studies, University of Bonn,
- _____ (2003b), "Money Martet Pressure and the Determinants of Banking Crises", ZEI b, Center for European Integration Studies, University of Bonn,
- _____ , "Emprical Links between Twin Crises in the 1980s and the 1990s: Were There Differences", (tarihsiz), ZEI b, Center for European Integration Studies, University of Bonn,
- _____ (2004), "Twin Crises: an Examination of the Emprical Links", ZEI b, Center for European Integration Studies, University of Bonn,
- Hahm, Joon Hoo ve
Mishkin, Frederic S. (2000), "Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy", NBER, Working Paper no. 7483,
- Herz, Bernard
ve Tong, Hui (2004), "the Interactions between Debt and Currency Crises-Common Causes or Contagion?", Universitat Bayreuth, Diskussionspapier 17,
- Herz, Bernard
ve Tong, Hui (2007), "Debt and Currency Crises-Complements or Substitutes?",
- Hutchison, Michael, ve
Neuberger, Ilan (2002), "How Bad Are Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises", Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies Economic Research Department Federal Reserve Banks of San Fransisco, Pacific Basin Working Paper Series No. PB02-02,
- Hutchison, Michael,
ve Noy, Ilan (2004), "Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets", Santa Cruz Center for International Economics, Paper 0413,
- Jeanne, Oliver (2000), "Currency Crises: a Perspective on Recent Theoretical Developments", Special Papers in International Economics, No. 20,
- Karb, V. (2003), "another Twin Crisis: Currency and Debt", Universitat Bayreuth, Diskussionspapier 04-03,
- _____ (2005), "Are Twin Currency and Debt Crises Special?",
IMF , World Economic Outlook, (1998 May),
- Kaminsky, G.L. ve
C.M. Reinhart (1996, 1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", Board of Governors of the Federal Reserve System, mimeo, February,
- _____ (2003) "Varieties of Currency Crises", NBER, Working Paper no. 10193,
- Karabulut, Gökhan (2002), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri", Der Yay., İst.,
- Karacan, Ali İhsan (1996), "Bankacılıkve Kriz", Finans Dünyası Yayınları, İstanbul,
- Kindleberger, Charles P. (1978), "Manias, Panics and Cdrashes: a History of Financial Crises", New York Basic Books (Cinnet, Panik ve Çöküş" Çeviren: Neşenur Domaniç, 2004),
- _____ (1993), "a Financial History of Western Europe", Second Edition, Oxford Univ. Press,
- Krugman, Paul (1979), "a Model of Balance of Payments Crises", Journal of Money,

- Credit, and Banking 11, 3(August 1979), pp. 311-325,
- _____ (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises",
- _____ (1998b), "What Happened to Asia",
- _____ (2000), "Crises: the Price of Globalization"
- _____ (2001), "Crises: the Next Generation?",
- _____, "Currency Crises", (tarihsiz)
- Lane, Timothy (1999), "The Asian Financial Crisis: What Have We Learned?", Finance&Development, September 1999-The Asian Finance,
- Manasse, Paolo ve
- Roubini, Nouriel (2005), "'Rules of Thumb' for Sovereign Debt Crises", IMF Working Paper, WP/05/42,
- Manasse, Paolo,
- Roubini, Nouriel, ve
- Schimmelpfennig, Axel (2003), "Predicting Sovereign Debt Crises", IMF Working Paper, WP/03/221,
- Mankiw NG (1986), The Allocation of Credit and Financial Collapse, Quarterly Journal of Economics 101: 455-70,
- Marshall, David (1998), "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 3 Rd Quarter, s. 13-28,
- McKinnon, R.,
- ve Pill, H. (1996), "Credible Liberalizations and International Capital Flows: the Overborrowing Syndrome", in T. Ito and A. O. Krueger, eds, Financial Deregulation and Integration in East Asia, Chicago University Press,
- Mendoza, Enrique G. (2001), "Credit, Price, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stops", NBER, Wp no. 8338,
- _____ (2006a), "Lessons from the Debt-Deflation Theory of Sudden Stops", NBER, Wp no. 11966,
- _____ (2006b), "Endogenous Sudden Stops in a Business Cycle Model with Collateral Constraint: a Fischerian Debt Deflation of Tobin's Q", NBER, Wp no. 12564,
- Mendoza, Enrique G., ve
- Smith, Katherine A. (2002), "Margin Calls, Trading Costs, and Asset Prices in Emerging Markets: the Financial Mechanics of the 'Sudden Stop' Phenomenon", NBER, Wp no. 9286,
- Minsky, Himem P. (1978), "a Theory of Financial Fragility",
- Mishkin F.S. (1991), Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. In: Hubbard RG (ed) Financial Crises, University of Chicago Press, Chicago, pp. 69-108,
- _____ (1991), Anatomy of a Financial Crisis, NBER Working Paper Series, Working Paper No: 3934,
- _____ (1994), "Preventing Financial Crises: An International Perspective", Manchester School, 62, (1994): 1-40,
- _____ (1996a), Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective, NBER Working Paper Series, Working Paper No: 5600,

- _____ (1996b), "The Monetary Transmission Mechanism: Lessons for Policy", mimeo, February,
- _____ (1997a), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", in: Hakkio, C. Ed., *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, 55-96,
- _____ (1997b), "Evaluating FDICIA", in George Kaufman, ed., *FDICIA: Bank Reform and Five Years Later and Five Years Ahead*, Greenwich, Conn.: JAI Press, 17-33,
- _____ (1998), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 5th Edition, Reading, Mass: Addison Wesley Longman,
- _____ (1999), "Lessons from The Asian Crisis", NBER Working Paper Series, Working Paper 7102,
- _____ (1999a), "Financial Consolidation: Dangers and Opportunities", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, Nos 2-4, 675-91, February,
- _____ (1999b), "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, forthcoming, Winter,
- _____ (2000), "Causes of The Korean Financial Crisis: Lessons for Policy", NBER Working Paper Series, Working Paper 7483,
- _____ (2000), "Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper Series,
- _____ (2003), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", International Edition, Sixth Edition Update,
- Mishkin, F. S.
ve Hall, Uris (2000), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries"
- Mishkin, F. S. ve
Posen, A.S. (1997), "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy of Review*, No. 3, 9-110, August,
- Obstfeld, Maurice (1984), "Ratitonal and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises" NBER, wp. No. 1486,
- _____ (1994), "the Logic of Currency Crises", NBER, Wp. No. 4640,
- _____ (1995), "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", NBER, Wp no. 5285,
- Obstfeld, Maurice ve
Rogoff, Kenneth (1995), "the Mirage of Fixed Exchange Rates", NBER, Wp No. 5191,
- Oliver, Jeanne (2000), "Currency Crises: a Perspective on Recent Theoretical Developments", *Special Papers in International Economics*, No. 20,
- Özer, Mustafa (1999), "Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar", *Anadolu Üniversitesi, Eskişehir*,
- Peek, J. A
ve Rosengren, E.S. (1995), "Bank Regulation and the Credit Crunch", *Journal of Banking and Finance* 19, 2-4, pp. 73-92,
- Quattara, Alassane D. (1998), "The Asian Crisis: Origins and Lessons",

- Radelet, Steven ve
Sachs, Jeffrey (1998a), "the East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brooking Papers on Activity*; 1998:1,
_____ (1998b) "The Onset of The East Asian Financial Crisis", *NBER Working Paper Series, Working Paper 6680*,
- Rajan, Ramkishen S. (2001), "(Ir)relevance of Currency Crisis Theory to the Devaluation and Collapse of the Thai Baht", *Princeton Studies in International Economics*, No: 88,
- Reinhart, Carmen M. (2002), "Currency Crises and Sovereign Credit Ratings", *NBER, Working Paper No. 8738*,
- Rogoff, Kenneth ve
Zettelmeyer, Jeromin (2002), "Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001", *IMF Working Paper, WP/02/133*,
- Rojas-Suarz, Liliana ve
Weisbrod, Steven R. (1994), "Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resollution to Current Policy Challanges", *IMF Working Paper WP/94/117*, October,
- Sachs, Jeffrey D. (1997), "The Wrong Medicine for Asia", *IMF*,
- Schwartz, A. J (1986), "Real and Pseudo-Financial Crises", In: Capie F, Wood GE (eds) *Financial Crises and the World Banking System*, MacMillan: London:11-31,
_____ (1987), "Understanding 1929-1933",
- Shin, I. S. (1998), "A Thought on the Triggering Mechanism of Korean Currency Crisis", (in Korean), *KDI Journal of Economic Policy*, Vol. 20, Nos. 3-4, 2-55,
_____ (2005) "Luiquidity nd Twin Crises",
- Shin, I. S. ve
Hahm, J. H. (1998), "The Korean Crisis: Causes and Resolution", *KDI Working Paper, No. 9805*, July,
- Shleifer, Andrei (2003), "Will the Sovereign Debt Market Survive?", *NBER, Wp no. 9493*,
- Stiglitz JE, Weiss A (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *American Economic Review* 71: 393-410.
- Uyar, Seçil (2003), "Bankacılık Krizleri", *Ankara*,
- Wälti, Sebastian (2003), "Simple Models of Currency Crises",
ADB , *Key Indicators 2006 (www.adb.org/statistics)*
BDDK , "Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Kapsamındaki Bankalar: Performans ve Gelişme Raporu" (24 Ağustos 2001)
_____ (2004), 28.05.2004 tarihli "Basın Açıklaması",
_____ (2001), 18.01.2001 tarihli "Basın Açıklaması",
- Basel Committee on Banking
Supervision (January 2007), *History of the Basel Committee and its Membership*, *BIS*,
_____ (July 1988), "Internatioanl Convergence of Capital Measurement and Capital Standarts", *Basel I*, *BIS*,

_____ (June 2006), “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”, BIS,
_____(January 2001), “The New Basel Capital Accord: an Explanatory Note”, BIS,
DPT _____, Temel Makroekonomik Büyüklüklerdeki Gelişmeler (1959-2006),
_____, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006)
HM _____ (2004), Hazine İstatistikleri (1980-2003),
_____(2007), Aylık Ekonomik Göstergeler,
IMF _____, WEO database,
_____, BOP’s statistics,
_____, IFS,
_____(1998), World Economic Outlook (WEO) (May 1998)
MB _____, EVDS,
TBB _____, Bankalarımız Kitabı (www.tbb.org.tr/Bankalarımız Kitabı: 1980 sonrası her yıla ait)
TMSF _____, TMSF 2001 yılı Faaliyet Raporu (Mayıs 2002)
TÜİK _____ (2007), İstatistik Göstergeler (1923-2006)

EKLER

EK 1: AMPİRİK AĞAÇ METODUNUN UYGULANMASINA ÖRNEKLER

Ampirik Ağaç Analizinin nasıl tatbik edildiğine dair örnek vakalar verilebilir.

Temsilî vak'a 1: - Toplam dış borcun GDP ye oranı $> \%49,7$

- Enflasyon oranı $> \%10,47$

özellikleri birlikte mevcut olsun. Acziyet riski ikinci en yüksek ($\%66,8$) olmaktadır. (düğüm 14)

Temsilî vak'a 2: - Toplam dış borcun GDP ye oranı $< \%49,7$

- Kısa vadeli dış borcun rezervlere oranı $< \%215$

- Reel GDP büyüme oranı $< \%5,45$

- Döviz kurunda aşırı değerlenme $< \%48$

özellikleri eşanlı surette mevcut olsun. Acziyet riski en düşük ($\%0$) olur. (düğüm 1)

Temsilî vak'a 3: - Toplam dış borcun GDP ye oranı $< \%49,7$

- Kısa vadeli dış borcun rezervlere oranı $< \%215$

- Reel GDP büyüme oranı $< \%5,45$

- Döviz kurunda aşırı değerlenme $< \%48$

özellikleri birlikte mevcut olsun. Acziyet riski en yüksek ($\%100=1$) olur (düğüm 2).

Ampirik Ağaç metodunun Kolombiya (1994) tecrübesine uygulanması

İlk soru: - “Toplam dış borcun GDP ye oranı $\%49,7$ den büyük mü?”

Cevap: - “Hayır”. [Toplam dış borcun GDP ye oranı $\rightarrow\%48,6$]

Bu sebeple “Toplam dış borç” düğümünden “sağ alt tarafa kayıldı. Şimdi “kısa vadeli dış borç” düğümü üzerindeyiz.

Soru 2: - “Kısa vadeli dış borçların yabancı rezervlere oranı $\%134$ ten yüksek mi?”

Cevap: - “Hayır”. [Kısa vadeli dış borçların yabancı rezervlere oranı $\rightarrow\%98$]

Bu sebeple “sol alt” tarafa gidilir ve “kamu dış borç” düğümüne varılır.

Soru 3: - “Kamu dış borcunun kamu gelirine oranı $\%215$ ten yüksek mi?”

Cevap: - “Hayır”. [Kamu dış borcunun kamu gelirine oranı $\rightarrow\%100$]

Bu sebeple “sol alt” tarafa (“Reel GDP büyüme” düğümüne) gidilir.

Soru 4: - “Reel GDP büyüme oranı, değer itibarıyla, $-\%5,45$ ten büyük mü?”

Cevap: - “Evet”. [Reel GDP büyümke oranı $\rightarrow+\%3,13$].

Bu durumda “sağ alt” tarafa gidilir ve düğüm 3 e varılır. Bu nihaî düğümün (terminalin) (düğüm 3 ün) acziyet risk (ihtimal) derecesi $\%2,3$ tür.

Şu halde Kolombiya’da 2004 yılı itibarıyla borç krizinin vukû bulma ihtimali $\%2,3$ ’tür. Dolayısıyla 1994 itibarıyla Kolombiya “krize yatkın olmayanlar” kategorisine dahildir ve A tipolojisine (nisbeten emniyetli) uygun düşmektedir.

EK 2: TABLOLAR

TABLO 5.1.A : İktisadi faaliyet kollarına ve üretici fiyatlarına göre GSYİH, GSMH (1987 fiyatlarıyla)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
38												
39	GSYİH (Sektörel, 1987 sabit fiyatlarıyla)	51.558	50.296	52.739	54.618	57.333	61.181	63.776	68.248	74.722	76.306	76.498
40	Yıllık değişme oranı (%)	-2,4	4,9	3,6	5,0	6,7	4,2	7,0	9,5	2,1	0,3	
41	GSMH (Sektörel, 1987 sabit fiyatlarıyla)	52.324	50.870	53.317	54.963	57.279	61.350	63.989	68.315	75.019	76.108	77.347
42	Yıllık değişme oranı (%)	-2,8	4,8	3,1	4,2	7,1	4,3	6,8	9,8	1,5	1,6	

Kaynak: DİE (TÜİK)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
43	TABLO 5.1.B: Uluslar arası rezervlerde değişme											
44	MERKEZ BANKASI											
45	Brüt rezerv	658,2	1.077,0	929,0	1.079,0	1.253,4	1.239,0	1.020,0	1.367,9	1.718,5	2.307,3	4.831,3
46	Muhabir açılırları	254,0	69,0	48,0	164,0	417,0	375,7	76,6	282,0	167,6	167,6	30,3
47	Altın	155,0	155,0	155,0	154,6	800,4	1.040,1	1.236,8	1.535,1	1.367,5	1.353,8	
48	Net rezerv	978,0	1.015,0	1.186,0	1.244,0	1.622,4	1.684,4	2.528,1	2.971,6	3.507,2	6.154,8	
49	MB (net) uluslar arası rezervlerinde yıllık değişme oranı (%)	63□6 (*)	3,8	16,8	4,9	30,4	3,8	50,1	17,5	18,0	75,5	
50	BANKALAR											
51	Net rezerv	231,0	643,0	793,0	844,5	1.859,6	1.594,6	1.818,8	2.240,5	2.921,2	3.128,4	
52												
53	TOPLAM REZERV (Net)	1.209,0	1.658,0	1.979,0	2.088,5	3.482,0	3.279,0	4.346,9	5.212,1	6.428,4	9.283,2	
54	Finansal sistemin uluslar arası net rezervlerinde yıllık değişme oranı (%)		37,1	19,4	5,5	66,7	-5,8	32,6	19,9	23,3	44,4	
55												

(*) Merkez Bankasının 1979 ve 1980 yılı Brüt rezerv seviyelerine göre.

Kaynak: TCMB

Tablo 5.1.C: İşsizlik, enflasyon

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
57	İşsizlik Oranı	8,3	7,3	7,2	7,9	7,8	7,3	8,1	8,5	8,7	8,9
	Kaynak: DİE (TÜİK)										
	Tablo: ENFLASYON (TÜFE, TEFE endeksleri ve yıllık değişme oranları)										
59	TÜFE		(1978=100)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 (1987=100)	1989
60	TÜFE endeksi (genel)			410	539	800	1.160	1.561	2.168	174	284
61	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)				31,39	48,40	44,95	34,62	38,85	74,00	63,27
62											
63	TEFE (ÜFE)		(1981=100)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
64	TEFE endeksi (genel)		100	127	166	249	357	462	610	171	280
65	TEFE endeksinde değişme oranı (%)			27,0	30,5	50,3	43,2	29,6	32,0	70,5	63,9

Kaynak: DİE (TÜİK)

TABLO 5.1.A (Devami)

(Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
38																	
39	83.579	84.353	89.401	96.591	91.321	97.888	104.745	112.631	116.114	110.646	118.789	109.885	118.612	125.485	136693	146781	155733
40	9,3	0,9	6,0	8,0	-5,5	7,2	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,9	5,8	8,9	7,4	6,1
41	84.592	84.887	90.323	97.677	91.733	99.028	106.080	114.874	119.303	112.044	119.145	107.783	116.338	123.165	135308	145651	154343
42	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,5	7,9	5,9	9,9	7,6	6,0

TABLO 5.1.B (Devami)

(Milyon \$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
43																	
44																	
45	5.972,3	4.918,1	6.116,0	6.213,2	7.112,1	12.997,3	16.273,1	20.847,9	19.729,1	23.554,1	22.172,2	18.787,1	26.806,7	33.615,8	36.008,8	50.515,2	60.912,4
46	24,0	3,3	1,5	0,7	4,8	20,0	42,0	34,2	15,0	5,9	25,6	19,9	15,1	10,9	0,9	0,7	0,7
47	1.468,2	1.493,3	1.493,7	1.488,1	1.410,0	1.383,0	1.383,0	1.384,0	1.012,0	1.011,0	1.005,9	1.032,1	1.279,0	1.557,5	1.635,0	1.914,9	2.373,0
48	7.416,5	6.408,1	7.608,2	7.700,6	8.517,3	14.360,3	17.614,1	22.197,7	20.726,1	24.559,2	23.152,5	19.799,3	28.070,6	35.162,4	37.642,9	52.429,4	63.284,7
49	20,5	-13,6	18,7	1,2	10,6	68,6	22,7	26,0	-6,6	18,5	-5,7	-14,5	41,8	25,3	7,1	39,3	20,7
50																	
51	3.970,6	5.842,0	7.644,0	10.060,8	7.997,0	9.562,7	7.351,9	7.625,1	8.772,9	9.568,8	11.006,9	10.392,4	9.980,2	9.794,5			
52																	
53	11.387,1	12.250,1	15.252,2	17.761,4	16.514,3	23.923,0	24.966,0	29.822,8	29.499,0	34.128,0	34.159,4	30.191,7	38.050,8	44.956,9	53.785,4	68.743,5	90.820,9
54	22,7	7,6	24,5	16,5	-7,0	44,9	4,4	19,5	-1,1	15,7	0,1	-11,6	26,0	18,1	19,6	27,8	32,1
55																	

TABLO 5.1.C (Devami)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
56																	
57	8,2	8,2	8,5	8,9	8,5	7,6	6,6	6,8	6,9	7,7	6,5	8,4	10,3	10,5	10,3	10,3	9,9

	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (1994=100)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
59																	
60	455	754	1.283	2.131	4.396	188	339	630	1.163	1.918	2.970	4.586	6.649	8.330			
61	60,31	65,97	70,08	66,09	106,26	88,00	80,35	85,77	84,60	64,92	54,87	54,40	44,97	25,30	10,58	7,72	9,65
62																	
63																	
64	426	661	1.072	1.698	3.747	186	327	595	1.022	1.565	2.370	3.830	5.750	7.219			
65	52,3	55,4	62,1	58,4	120,7	86,0	75,9	81,9	71,7	53,1	51,4	61,6	50,1	25,6	11,09	5,89	9,34

Satır

no: **Tablo 5.2: Harcamalar yöntemiyle gayri safi yurtiçi hasıla, 1987-2006 (sabit fiyatlarla, Milyon TL)**

1987					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3 GSYİH (Harcama yöntemi ile)	14.108.128	16.463.017	23.950.055	19.894.897	74.416.097
4 Önceki yılın aynı çeyreğine göre değişme oranı (%)					
5 Bir önceki çeyreğe göre değişme oranı (%)		16,7	45,5	-16,9	274,0
6 Çeyrekler itibarıyla reel ekonomik büyüme oranında değişme					
7 İstatistiki hata	-643.688	-237.579	1.109.974	77.121	305.828
8 GSYİH (Üretim yöntemiyle)	13.464.440	16.225.438	25.060.029	19.972.018	74.721.925
9 Önceki yılın aynı çeyreğine göre değişme oranı (%)					
10 Bir önceki çeyreğe göre değişme oranı (%)		20,5	54,4	-20,3	274,1
1990					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3	17.168.099	19.625.628	25.460.041	21.116.941	83.370.708
4	14,6	16,7	2,6	6,9	9,2
5	-13,1	14,3	29,7	-17,1	294,8
7	-1.225.706	-862.948	2.060.873	235.537	207.756
8	15.942.393	18.762.680	27.520.914	21.352.477	83.578.464
9	10,8	13,3	6,2	8,7	9,3
10	-18,8	17,7	46,7	-22,4	291,4
1993					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3	19.373.837	22.780.101	29.511.698	24.724.893	96.390.529
4	7,4	11,0	5,4	10,7	8,4
5	-13,3	17,6	29,6	-16,2	289,9
7	-1.354.154	-816.032	2.860.355	-490.327	199.843
8	18.019.684	21.964.069	32.372.053	24.234.566	96.590.371
9	4,9	11,3	7,4	8,4	8,0
10	-19,4	21,9	47,4	-25,1	298,6
1996					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3	21.499.424	24.694.148	31.678.821	27.067.545	104.939.937
4	8,9	7,5	5,6	8,2	7,4
5	-14,1	14,9	28,3	-14,6	287,7
7	-1.209.319	-622.626	2.567.080	-929.921	-194.785
8	20.290.105	24.071.522	34.245.901	26.137.624	104.745.152
9	8,7	8,1	5,3	7,0	7,0
10	-16,9	18,6	42,3	-23,7	300,7
1999					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3	23.067.483	27.020.515	33.156.213	27.838.701	111.082.911
4	-8,2	-2,5	-5,7	-2,5	-4,7
5	-19,2	17,1	22,7	-16,0	299,0
7	-1.308.903	-651.763	2.122.851	-599.215	-437.029
8	21.758.580	26.368.752	35.279.064	27.239.486	110.645.882
9	-8,2	-2,2	-6,3	-2,1	-4,7
10	-21,8	21,2	33,8	-22,8	306,2
2002					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3	24.640.232	28.327.981	35.731.675	30.222.915	118.922.803
4	2,3	8,9	8,0	11,7	7,9
5	-9,0	15,0	26,1	-15,4	293,5
7	-1.366.764	-616.331	2.268.313	-595.799	-310.581
8	23.273.468	27.711.651	37.999.988	29.627.115	118.612.222
9	2,3	8,9	8,0	11,7	7,9
10	-12,2	19,1	37,1	-22,0	300,4
2005					
	1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam
3	31.721.265	35.506.944	42.694.561	37.277.290	147.200.061
4	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4
5	-6,9	11,9	20,2	-12,7	294,9
7	-1.738.286	-759.044	2.756.381	-678.387	-419.337
8	29.982.978	34.747.900	45.450.941	36.598.903	146.780.723
9	6,6	5,5	7,7	9,5	7,4
10	-10,3	15,9	30,8	-19,5	301,1

Kaynak: TUIK

455

Tablo 5.2 (devamı)

1988						1989					
1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam		1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam	
15.531.219	17.168.305	24.313.187	19.130.583	76.143.294		14.982.361	16.809.969	24.818.860	19.752.919	76.364.109	
10,1	4,3	1,5	-3,8	2,3		-3,5	-2,1	2,1	3,3	0,3	
-21,9	10,5	41,6	-21,3	298,0		-21,7	12,2	47,6	-20,4	286,6	
-777.833	-329.558	1.424.632	-154.243	162.998		-587.477	-252.853	1.083.632	-109.100	134.202	
14.753.386	16.838.747	25.737.819	18.976.340	76.306.292		14.394.884	16.557.116	25.902.492	19.643.819	76.498.311	
9,6	3,8	2,7	-5,0	2,1		-2,4	-1,7	0,6	3,5	0,3	
-26,1	14,1	52,8	-26,3	302,1		-24,1	15,0	56,4	-24,2	289,4	
1991						1992					
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam		1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam	
17.027.061	19.375.145	26.822.148	21.046.664	84.271.019		18.042.774	20.514.841	27.997.890	22.337.277	88.892.781	
-0,8	-1,3	5,3	-0,3	1,1		6,0	5,9	4,4	6,1	5,5	
-19,4	13,8	38,4	-21,5	300,4		-14,3	13,7	36,5	-20,2	298,0	
-1.154.922	-702.302	1.785.085	153.952	81.812		-867.300	-784.594	2.140.031	19.827	507.964	
15.872.139	18.672.843	28.607.232	21.200.616	84.352.830		17.175.474	19.730.246	30.137.921	22.357.104	89.400.745	
-0,4	-0,5	3,9	-0,7	0,9		8,2	5,7	5,4	5,5	6,0	
-25,7	17,6	53,2	-25,9	297,9		-19,0	14,9	52,7	-25,8	299,9	
1994						1995					
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam		1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam	
20.068.858	20.194.224	28.001.116	23.335.532	91.599.731		19.742.354	22.971.300	29.998.883	25.016.216	97.728.752	
3,6	-11,4	-5,1	-5,6	-5,0		-1,6	13,8	7,1	7,2	6,7	
-18,8	0,6	38,7	-16,7	292,5		-15,4	16,4	30,6	-16,6	290,7	
-1.113.952	-577.388	1.844.794	-432.458	-279.005		-1.071.145	-698.946	2.525.913	-596.776	159.047	
18.954.906	19.616.836	29.845.910	22.903.074	91.320.726		18.671.209	22.272.354	32.524.976	24.419.440	97.887.799	
5,2	-10,7	-7,8	-5,5	-5,5		-1,5	13,5	9,0	6,6	7,2	
-21,8	3,5	52,1	-23,3	298,7		-18,5	19,3	46,0	-24,9	300,9	
1997						1998					
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam		1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam	
22.957.049	26.776.440	34.317.648	28.840.935	112.892.073		25.114.988	27.713.349	35.160.353	28.552.513	116.541.203	
6,8	8,4	8,3	6,6	7,6		9,4	3,5	2,5	-1,0	3,2	
-15,2	16,6	28,2	-16,0	291,4		-12,9	10,3	26,9	-18,8	308,2	
-1.264.327	-665.718	2.337.717	-668.539	-260.868		-1.417.679	-753.706	2.472.296	-728.505	-427.594	
21.692.722	26.110.722	36.655.365	28.172.396	112.631.205		23.697.309	26.959.643	37.632.649	27.824.008	116.113.609	
6,9	8,5	7,0	7,8	7,5		9,2	3,3	2,7	-1,2	3,1	
-17,0	20,4	40,4	-23,1	299,8		-15,9	13,8	39,6	-26,1	317,3	
2000						2001					
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam		1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam	
24.336.478	28.851.695	35.769.142	30.189.401	119.146.716		24.097.743	26.023.637	33.076.458	27.068.966	110.266.804	
5,5	6,8	7,9	8,4	7,3		-1,0	-9,8	-7,5	-10,3	-7,5	
-12,6	18,6	24,0	-15,6	294,7		-20,2	8,0	27,1	-18,2	307,4	
-1.357.858	-656.277	2.277.258	-620.724	-357.601		-1.347.173	-587.789	2.110.437	-556.942	-381.467	
22.978.619	28.195.418	38.046.399	29.568.677	118.789.113		22.750.570	25.435.848	35.186.895	26.512.024	109.885.337	
5,6	6,9	7,8	8,6	7,4		-1,0	-9,8	-7,5	-10,3	-7,5	
-15,6	22,7	34,9	-22,3	301,7		-23,1	11,8	38,3	-24,7	314,5	
2003						2004					
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam		1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam	
26.623.812	29.420.071	37.679.080	32.055.075	125.778.039		29.752.152	33.641.855	39.657.238	34.058.546	137.109.791	
8,1	3,9	5,5	6,1	5,8		11,8	14,4	5,3	6,3	9,0	
-11,9	10,5	28,1	-14,9	292,4		-7,2	13,1	17,9	-14,1	302,6	
-1.468.010	-620.908	2.406.695	-610.704	-292.928		-1.621.479	-706.386	2.539.104	-628.451	-417.212	
25.155.801	28.799.164	40.085.776	31.444.372	125.485.113		28.130.673	32.935.469	42.196.342	33.430.095	136.692.579	
8,1	3,9	5,5	6,1	5,8		11,8	14,4	5,3	6,3	8,9	
-15,1	14,5	39,2	-21,6	299,1		-10,5	17,1	28,1	-20,8	308,9	
2006											
1.Dönem	2.Dönem	3.Dönem	4.Dönem	Toplam							
33.838.973	38.444.037	44.758.346	39.207.945	156.249.301							
6,7	8,3	4,8	5,2	6,1							
-9,2	13,6	16,4	-12,4	298,5							
-1.860.034	-829.140	2.866.265	-693.901	-516.810							
31.978.940	37.614.899	47.624.611	38.514.044	155.732.493							
6,7	8,3	4,8	5,2	6,1							
-12,6	17,6	26,6	-19,1	304,4							

14 Tablo: Ekonomik daralma unsuru bakımından krizin başladığı ve sona erdiği çeyrekler

15	Pür (münferit) para krizi vakaları				Pür bankacılık krizi (1998-9 vakası)		İkiz para ve bankacılık krizi vakası	
	(Aynı zamanda SS krizi)						(Aynı zamanda SS krizi)	
16	1978-80	1988	1991	1994	1998	1999	2001	
17	Kriz vakaları							
18	Kriz giriş dönemi (çeyrek)	1978/-	1988/Q4	1991/Q1	1994/Q2	1998/Q4	1998/Q4	2001/Q1
19	Krizin son dönemi (çeyrek)	1981/-	1989/Q2	1991/Q4	1995/Q1	1999/Q4	1999/Q4	2001/Q4

Not: Ekonomik daralma unsuru itibarıyla kriz vakasının başladığı ve sona erdiği çeyrek tanımlanırken; sözkonusu çeyrekteki reel ekonomik büyüme oranının bir önceki yılın aynı çeyreğine göre negatif olması yani reel GSYİH da düşme (ekonomide daralma) meydana gelmesi kistas alınmıştır.

27 TABLO 5.3: Çeyrek dönemler itibarıyla nominal döviz kurunda değişme

28	Çeyrek dönemler	1977Q1	1977Q2	1977Q3	1977Q4	1978Q1	1978Q2	1978Q3	1978Q4
29	Nominal döviz kuru (\$/TL, alış, ortalama)	16,86	17,50	17,72	19,25	21,28	25,00	25,00	25,00
30	Önceki yılın aynı çeyreğine göre değişme oranı (%)					26,2	42,9	41,1	29,9
31	Bir önceki çeyreğe göre değişme oranı (%)		3,8	1,3	8,6	10,5	17,5	0,0	0,0
32									
28		1979Q1	1979Q2	1979Q3	1979Q4	1980Q1	1980Q2	1980Q3	1980Q4
29		25,00	28,22	35,00	35,00	60,70	74,73	79,24	86,21
30		17,5	12,9	40,0	40,0	142,8	164,8	126,4	146,3
31		0,0	12,9	24,0	0,0	73,4	23,1	6,0	8,8
32									
28		1981Q1	1981Q2	1981Q3	1981Q4	1982Q1	1982Q2	1982Q3	1982Q4
29		93,66	102,05	117,72	127,32	141,04	151,59	169,74	181,12
30		54,3	36,6	48,6	47,7	50,6	48,5	44,2	42,3
31		8,6	9,0	15,4	8,2	10,8	7,5	12,0	6,7
32									
28		1983Q1	1983Q2	1983Q3	1983Q4	1984Q1	1984Q2	1984Q3	1984Q4
29		192,72	210,95	233,20	258,98	307,64	346,26	385,18	419,30
30		36,6	39,2	37,4	43,0	59,6	64,1	65,2	61,9
31		6,4	9,5	10,5	11,1	18,8	12,6	11,2	8,9
32									
28		1985Q1	1985Q2	1985Q3	1985Q4	1986Q1	1986Q2	1986Q3	1986Q4
29		468,38	515,87	536,68	556,48	598,44	666,33	676,90	733,75
30		52,2	49,0	39,3	32,7	27,8	29,2	26,1	31,9
31		11,7	10,1	4,0	3,7	7,5	11,3	1,6	8,4
32									
28		1987Q1	1987Q2	1987Q3	1987Q4	1988Q1	1988Q2	1988Q3	1988Q4
29		760,89	808,57	887,19	964,09	1143,59	1295,38	1504,04	1748,11
30		27,1	21,3	31,1	31,4	50,3	60,2	69,5	81,3
31		3,7	6,3	9,7	8,7	18,6	13,3	16,1	16,2
32									
28		1989Q1	1989Q2	1989Q3	1989Q4	1990Q1	1990Q2	1990Q3	1990Q4
29		1912,97	2081,33	2189,34	2298,86	2386,23	2560,24	2685,73	2793,56
30		67,3	60,7	45,6	31,5	24,7	23,0	22,7	21,5
31		9,4	8,8	5,2	5,0	3,8	7,3	4,9	4,0
32									
28		1991Q1	1991Q2	1991Q3	1991Q4	1992Q1	1992Q2	1992Q3	1992Q4
29		3218,77	3987,37	4502,24	4943,03	5688,40	6664,98	7095,04	8011,39
30		34,9	55,7	67,6	76,9	76,7	67,2	57,6	62,1
31		15,2	23,9	12,9	9,8	15,1	17,2	6,5	12,9
32									
28		1993Q1	1993Q2	1993Q3	1993Q4	1994Q1	1994Q2	1994Q3	1994Q4
29		9031,29	9987,22	11547,51	13325,65	17820,50	32502,48	32202,11	36201,06
30		58,8	49,8	62,8	66,3	97,3	225,4	178,9	171,7
31		12,7	10,6	15,6	15,4	33,7	82,4	-0,9	12,4
32									
28		1995Q1	1995Q2	1995Q3	1995Q4	1996Q1	1996Q2	1996Q3	1996Q4
29		40929,08	42752,16	46172,77	52848,98	64044,26	76200,10	85185,12	98728,83
30		129,7	31,5	43,4	46,0	56,5	78,2	84,5	86,8
31		13,1	4,5	8,0	14,5	21,2	19,0	11,8	15,9
32									
28		1997Q1	1997Q2	1997Q3	1997Q4	1998Q1	1998Q2	1998Q3	1998Q4
29		118296,15	137240,98	161699,09	187909,69	223460,33	252594,33	271750,76	292973,08
30		84,7	80,1	89,8	90,3	88,9	84,1	68,1	55,9
31		19,8	16,0	17,8	16,2	18,9	13,0	7,6	7,8
32									
28		1999Q1	1999Q2	1999Q3	1999Q4	2000Q1	2000Q2	2000Q3	2000Q4
29		341016,00	394958,27	437334,17	496685,14	562173,56	608976,67	644603,39	678863,26
30		52,6	56,4	60,9	69,5	64,9	54,2	47,4	36,7
31		16,4	15,8	10,7	13,6	13,2	8,3	5,9	5,3
32									
28		2001Q1	2001Q2	2001Q3	2001Q4	2002Q1	2002Q2	2002Q3	2002Q4
29		781722,70	1181100,73	1391474,19	1524289,05	1356048,02	1404598,19	1642744,51	1612472,92
30		39,1	93,9	115,9	124,5	73,5	18,9	18,1	5,8
31		15,2	51,1	17,8	9,5	-11,0	3,6	17,0	-1,8
32									
28		2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4
29		1646833,90	1512224,52	1388852,09	1438215,44	1327568,30	1446950,87	1471377,20	1438903,19
30		21,4	7,7	-15,5	-10,8	-19,4	-4,3	5,9	0,0
31		2,1	-8,2	-8,2	3,6	-7,7	9,0	1,7	-2,2
32									
28		2005Q1	2005Q2	2005Q3	2005Q4	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4
29		1,32	1,36	1,33	1,35	1,33	1,45	1,49	1,45
30		-0,6	-6,0	-9,6	-6,2	0,8	6,6	12,0	7,4
31		-8,3	3,0	-2,2	1,5	-1,5	9,0	2,8	-2,7
32									
28		2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2		
29		1,40	1,33	1,28	1,19	1,20	1,29		
30		5,3	-8,3	-14,1	-17,9	-14,3	-3,0		
31		-3,4	-5,0	-3,8	-7,0	0,8	7,5		
32									

Kaynak: Merkez Bankası (EVDS)

Sıra Tablo 5.B1: Herhangi bir mevduat türünde önceki yıla göre azalma müşahede edilen tecrübeler (yılı, türü, para birimi, azalma oranı itibarıyla)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1						
2						
3	793	1.619	2.566	3.305	5.246	8.620
4		104,10	58,48	28,81	58,72	64,32
5	793	1.619	2.566	3.305	5.246	8.620
6		104,10	58,48	28,81	58,72	64,32
7						
8						
9	187	692	1.240	1.405	3.075	5.243
10		270,49	79,33	13,25	118,92	70,49
11						
12				-100,00		
13						
14				-20,18		-7,30
15				629		
16				-19,05	-65,76	
17				641	139	
18			-23,93		-78,36	
19						
20						
21						
22						
23						
24						
25						
26						
27						
28						
29						
30						
31						
32						
33						
34						
35						
36						
37						
38						
39						
40						
41						
42						
43						
44						
45						
46	1,15	21,22	38,02	23,10	55,98	57,23
47						
48	1,15	21,22	38,02	23,10	55,98	57,23

Not: Herhangi bir mevduat türünde azalma müşahede edilen istikrarsızlık vakaları sarı renkle boyanmıştır.

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Sıra Tablo 5.B1: Herhangi bir mevduat türünde önceki yıla göre azalma müşahede edilen tecrübeler (devam / a)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
1									
2									
3									
4	15.595	23.897	38.013	61.648	93.931	164.669	296.150	522.500	1.203.149
5	80,92	53,24	59,07	62,18	52,37	75,31	79,85	76,43	130,27
6	12.875	18.347	28.597	47.601	72.155	112.675	189.873	325.135	604.672
7	49,36	42,50	55,87	66,46	51,58	56,16	68,51	71,24	85,98
8									
9	7.177	9.345	16.259	28.844	41.796	72.656	115.351	159.109	409.929
10	36,89	30,22	73,98	77,40	44,91	73,84	58,76	37,93	157,64
11									
12									
13									
14		-8,25							
15									
16		-26,42							
17									
18									
19									
20									
21									
22									
23									
24	2.720	5.550	9.412	14.036	21.773	51.980	106.277	197.365	598.477
25		104,08	69,57	49,13	55,12	138,73	104,46	85,71	203,23
26									
27									
28	1.925	3.553	6.325	9.960	16.488	40.708	81.476	144.812	425.931
29		85	78	57	66	147	100	78	194
30									
31		-26,37							
32									
33									
34									
35									
36									
37									
38									
39									
40									
41									
42									
43									
44									
45	70,78	64,01	67,20	70,96	75,73	78,32	76,66	73,37	71,17
46	36,21	20,46	21,09	31,43	31,04	35,70	32,51	26,59	31,45
47	6,79	7,75	8,90	9,32	10,70	15,91	19,34	19,98	26,02
48	43,00	28,21	29,99	40,75	41,74	51,60	51,85	46,57	57,47

Sıra	Tablo 5.B1: Herhangi bir mevduat türünde önceki yıla göre azalma müşahade edilen tecrübeler (devam / b) (Milyar TL)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1									
2									
3	2.543.787	5.876.127	11.964.591	22.916.822	45.291.799	64.942.983	110.521.576	135.575.189	154.185.095
4	111,43	131,00	103,61	91,54	97,64	43,39	70,18	22,67	13,73
5	1.117.904	2.800.419	5.402.783	10.913.742	21.693.373	30.660.828	44.517.572	58.003.437	78.626.815
6	84,88	150,51	92,93	102,00	98,77	41,34	45,19	30,29	35,56
8									
9	878.987	2.044.066	4.143.621	9.011.626	17.957.912	24.348.013	35.652.267	47.159.413	61.423.516
10	114,42	132,55	102,71	117,48	99,27	35,58	46,43	32,28	30,25
11									
12									
13									
14									
15									
16						-51,11	-25,45		
17									
18						-76,93			
19									
20									
21									
22									
23									
24	1.253.290	2.627.629	5.493.852	9.574.358	18.420.635	25.341.684	60.397.916	74.694.149	71.436.742
25	109,41	109,66	109,08	74,27	92,40	37,57	138,33	23,67	-4,36
26									
27									-0,58
28	888.381	1.921.641	4.213.340	7.538.191	15.161.172	21.445.159	49.432.008	58.132.415	55.337.963
29	109	116	119	79	101	41	131	18	-5
30									
31								-0,27	-14,01
32									
33									-0,02
34									
35									
36									
37									
38									
39									
40									
41									
42									
43									
44									
45	70,88	73,13	76,69	78,73	82,31	84,62	81,84	77,83	77,46
46	32,17	33,20	32,55	37,62	36,05	36,91	31,20	33,56	37,09
47	26,83	24,04	28,72	26,68	28,18	28,77	40,46	38,80	32,12
48	59,00	57,24	61,27	64,30	64,24	65,68	71,66	72,35	69,21

61 **Tablo 5.B4: Bankacılık sektöründe yıllar itibarıyla özsermaye değişimi**

62	1979 (bin TL)	1980 (bin TL)	1981 (ve sonrası milyon TL)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
63 ÖZKAYNAKLAR (Yurtiçi)																
64 Toplam (a+b+c)	296.995.042	491.415.301	220.371	528.358	750.696	1.045.739	1.341.053	2.288.621	4.151.779	6.159.252	12.050.379	17.470.812	32.050.323	54.661.823	83.543.923	149.207.319
65 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		65,5	-55,2	139,8	42,1	39,3	28,2	70,7	81,4	48,4	95,6	45,0	83,5	70,5	52,8	78,6
66 Kamu bankaları (a) [Özel yasalarla kurulmuş bankalar]	182.734.513	340.038.079	169.735	355.202	525.000	683.912	837.034	1.556.715	2.630.961	3.566.464	7.525.093	10.151.606	17.569.090	31.261.877	41.807.998	67.359.881
67 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		86,1	-50,1	109,3	47,8	30,3	22,4	86,0	69,0	35,6	111,0	34,9	73,1	77,9	33,7	61,1
68 Özel bankalar (b) [Ticaret bankaları]	103.600.746	137.470.840	48.634	167.067	210.407	324.794	451.045	656.826	1.422.857	2.422.585	4.230.479	6.787.443	13.530.387	21.686.871	38.874.145	76.783.627
69 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		32,7	-64,6	243,5	25,9	54,4	38,9	45,6	116,6	70,3	74,6	60,4	99,3	60,3	79,3	97,5
70 Yabancı bankalar (c)	10.659.783	13.906.382	2.002	6.089	15.289	37.033	52.974	75.080	97.961	170.203	294.807	531.763	950.846	1.713.075	2.861.780	5.063.811
71 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		30,5	-85,6	204,1	151,1	142,2	43,0	41,7	30,5	73,7	73,2	80,4	78,8	80,2	67,1	76,9

72 Not: Özsermayede azalma müşahade edilen istikrarsızlık vakaları **sarı renkle** boyanmıştır.

73 Kaynak: TBB (Türkiye Bankalar Birliği), Bankalarımız Kitabı

77 **Tablo 5.B2: Net dönem kâr (zarar)**

125	1979 (bin TL)	1980 (bin TL)	1981 (ve sonrası milyon TL)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
126 Net Kâr (Zarar) (Yurtiçi) [Net Kâr= Kâr edenlerin toplam kârı -Zarar edenlerin toplam zarar]																
127 Toplam	-3.396.337	18.255.490	41.273	40.386	56.416	180.784	240.985	458.556	898.559	1.698.672	1.922.776	3.880.546	5.628.680	11.727.376	28.182.232	33.077.271
128 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		-637,5	126,1	-2,1	39,7	220,4	33,3	90,3	96,0	89,0	13,2	101,8	45,0	108,4	140,3	17,4
129 Toplam özsermayeye oranı (%)	-1,1	3,7	18,7	7,6	7,5	17,3	18,0	20,0	21,6	27,6	16,0	22,2	17,6	21,5	33,7	22,2
130 Kamu bankaları (a) [Özel yasalarla kurulmuş bankalar]	-5.354.441	9.486.090	26.508	25.154	20.138	85.769	107.648	181.595	367.079	677.590	740.700	1.518.245	868.509	4.132.730	10.158.916	-3.455.546
140 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		-277,2	179,4	-5,1	-19,9	325,9	25,5	68,7	102,1	84,6	9,3	105,0	-42,8	375,8	145,8	-134,0
141 Kamu bankaları özsermayesine oranı (%)	-2,9	2,8	15,6	7,1	3,8	12,5	12,9	11,7	14,0	19,0	9,8	15,0	4,9	13,2	24,3	-5,1
142 Özel bankalar (b) [Ticaret bankaları]	1.629.101	7.552.737	12.401	9.956	27.345	77.100	106.314	247.058	480.364	905.777	1.068.464	2.196.322	4.258.465	6.410.774	16.455.980	30.452.952
143 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		363,6	64,2	-19,7	174,7	182,0	37,9	132,4	94,4	88,6	18,0	105,6	93,9	50,5	156,7	85,1
144 Özel bankaların özsermayesine oranı (%)	1,6	5,5	25,5	6,0	13,0	23,7	23,6	37,6	33,8	37,4	25,3	32,4	31,5	29,6	42,3	39,7
145 Yabancı bankalar (c)	329.003	1.216.663	2.364	5.276	8.933	17.915	27.023	29.903	51.116	115.305	113.612	165.979	501.706	1.183.872	1.567.336	6.079.865
146 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		269,8	94,3	123,2	69,3	100,5	50,8	10,7	70,9	125,6	-1,5	46,1	202,3	136,0	32,4	287,9
147 Yabancı bankaların özsermayelerine oranı (%)	3,1	8,7	118,1	86,6	58,4	48,4	51,0	39,8	52,2	67,7	38,5	31,2	52,8	69,1	54,8	120,1
148																
149 Net Kar (Zarar) (Genel Konsolide)																
150 Toplam																
151 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>																
152 Toplam özsermayeye oranı (%)																
153 Kamu bankaları (a) [Özel yasalarla kurulmuş bankalar]																
154 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>																
155 Kamu bankaları özsermayesine oranı (%)																
156 Özel bankalar (b) [Ticaret bankaları]																
157 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>																
158 Özel bankaların özsermayesine oranı (%)																
159 Yabancı bankalar (c)																
160 <i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>																
161 Yabancı bankaların özsermayesine oranı (%)																

Not: Herhangi bir tür net dönem zararı müşahade edilen istikrarsızlık vakaları **sarı renkle** boyanmıştır.

Kaynak: TBB (Türkiye Bankalar Birliği), Bankalarımız Kitabı

Tablo 5.B4: Bankacılık sektöründe yıllar itibarıyla özsermaye değişimi (devam / a

256		Yurtiçi/1989	Yurtiçi/1990	Yurtiçi/1991	Yurtiçi/1992	Yurtiçi/1993	Yurtiçi/1994	Yurtiçi/1995
332	ÖZKAYNAKLAR							
333	Toplam (a+b+c)	7.192	11.682	19.867	36.100	68.743	123.289	247.374
334	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		62,43	70,07	81,71	90,42	79,35	100,65
335	Kamu (a)	3.054	4.671	7.569	14.688	28.536	43.045	72.177
336	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		52,95	62,04	94,05	94,28	50,84	67,68
337	Özel (b)	3.866	6.545	11.357	19.833	37.276	75.392	161.854
338	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		69,30	73,52	74,63	87,95	102,25	114,68
339	Yabancı (c)	272	466	941	1.579	2.931	4.852	13.343
340	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		71,32	101,93	67,80	85,62	65,54	175,00

Not: Özsermayede azalma müşahede edilen istikrarsızlık vakaları **sarı renkle** boyanmıştır.

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5.B4: Bankacılık sektöründe yıllar itibarıyla özsermaye değişimi (devam / b

256		Yurtiçi/1996	Genel konsolide/1996	Yurtiçi/1997	Genel konsolide/1997	Yurtiçi/1998	Genel konsolide/1998	Yurtiçi/1999	Genel konsolide/1999
332									
333		533.846	540.391	1.025.150	1.179.434	2.097.418	2.128.716	1.859.947	1.941.262
334		115,81		92,03	118,26	104,60	80,49	-11,32	-8,81
335		162.289	168.675	306.620	442.819	571.711	602.802	1.014.274	1.093.095
336		124,85		88,93	162,53	86,46	36,13	77,41	81,34
337		338.694	338.853	647.566	665.651	1.373.208	1.373.415	509.533	512.027
338		109,26		91,20	96,44	112,06	106,33	-62,89	-62,72
339		32.863	32.863	70.964	70.964	152.499	152.499	336.140	336.140
340		146,29		115,94	115,94	114,90	114,90	120,42	120,42

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5.B4: Bankacılık sektöründe yıllar itibarıyla özsermaye değişimi (devam / c

453		1999	2000	2001	2002	2003
454	TOPLAM ÖZKAYNAKLAR					
455	Toplam	1.941.262	7.503.697	15.695.685	25.228.513	35.538.928
456	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		287	109	61	41
457	Kamu	1.093.095	1.093.340	4.548.980	6.747.415	9.573.955
458	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		0	316	48	42
459	TMSF'deki bankalar		-2.051.616	-446.570	-1.095.892	-847.028
460	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>			-78	145	-23
461	Özel	512.027	6.628.041	9.004.279	15.193.747	20.957.696
462	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		1.194	36	69	38
463	Yabancı	336.140	702.085	1.010.672	1.387.698	1.665.657
464	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>		109	44	37	20
465	Kalkınma ve Yatırım Bankaları		1.131.847	1.578.324	2.995.545	4.188.648
466	<i>Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)</i>			39	90	40

Not: Özsermayede azalma müşahede edilen istikrarsızlık vakaları **sarı renkle** boyanmıştır.

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5.B2: Net dönem zararı (devam / a)

(Milyar TL)

	Yurtiçi/1989	Yurtiçi/1990	Yurtiçi/1991	Yurtiçi/1992	Yurtiçi/1993	Yurtiçi/1994	Yurtiçi/1995	Yurtiçi ve genel konsolide/1996	Yurtiçi ve genel konsolide/1997	Yurtiçi ve genel konsolide/1998	Yurtiçi ve genel konsolide/1999
135											
136											
159	Net Kar (Zarar) (Yurtiçi)										
160	2.123	3.668	5.656	12.933	27.924	32.088	412.587	249.022	412.587	727.837	(449.320)
161	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
162	30	31	28	36	41	26	167	47	40	35	(24)
163	Toplam özsermayeye oranı (%)										
163	538	1.310	958	5.446	10.155	-3.593	5.937	34.916	68.628	141.332	406.731
164	Kamu										
164	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
165	18	28	13	37	36	-8	8	22	22	25	40
166	Kamu bankaları özsermayesine oranı (%)										
166	1.464	2.177	4.173	6.257	16.081	29.353	85.187	191.008	301.325	465.212	(1.140.529)
167	Özel										
167	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
168	38	33	37	32	43	39	53	56	47	34	-224
169	Özel bankaların özsermayesine oranı (%)										
169	121	181	525	1.231	1.688	6.328	12.270	23.098	42.634	121.293	284.478
170	Yabancı										
170	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
171	44,5	38,8	55,8	78,0	57,6	130,4	92,0	70,3	60,1	79,5	84,6
171	Yabancı bankaların özsermayelerine oranı (%)										
172											
173	Net Kar (Zarar) (Genel Konsolide)										
174								253.872	479.884	759.959	-304.606
175	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
176								47	41	36	-16
177	Toplam özsermayeye oranı (%)										
177								35715	62.367	147.486	427.424
178	Kamu										
178	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
179								21	14	24	39
179	Kamu bankaları özsermayesine oranı (%)										
180								195.059	374.883	490.856	(1.017.030)
181	Özel										
181	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
182								58	58	74	-74
182	Özel bankaların özsermayesine oranı (%)										
183								23.098	42.634	121.617	285.000
183	Yabancı										
184	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)										
185								70	60	80	85
185	Yabancı bankaların özsermayesine oranı (%)										
186											

Not: Herhangi bir tür net dönem zararı müşahade edilen istikrarsızlık vakaları sarı renkle boyanmıştır.

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5.B2: Net dönem zararı (devam / b)

(Milyar TL)

	Genel Konsolide/1998	Genel Konsolide/1999	Genel Konsolide/2000	Genel Konsolide/2001	Genel Konsolide/2002	Genel Konsolide/2003
204						
205						
206						
234						
235	DÖNEM NET KARI (ZARARI) (Genel Konsolide)					
236	759.959	-304.606	-2.847.591	-1.365.549	2.358.109	5.677.517
237	58	(140)	835	-52	-273	141
238	36	-16	-38	-9	9	16
239	Toplam özsermayeye oranı (%)					
239	147.486	427.424	-185.316	-20.791	1.056.113	1.790.361
240	Kamu					
240	136	190	-143	-89	-5.180	70
241	Kamu bankaları özsermayesine oranı (%)					
241	24	39	-17	-0,5	16	19
242	TMSF bankaları					
242			-3.309.927	-2.410.485	-1.676.608	272.032
243	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)					
243			161,33	-27	-30	-116
244	TMSF bankaları özsermayesine oranı (%)					
244			371.430	539,78	152,99	-32,12
245	Özel					
245	490.856	(1.017.030)	-137	453.379	2.430.849	2.916.989
246	31	(307)	6	22	436	20
247	Özel bankaların özsermayesine oranı (%)					
247	74	-74	5	5	16	14
248	Yabancı					
248	121.617	285.000	61.302	420.447	83.275	186.246
249	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)					
249	185	134	-78	586	-80	124
250	Yabancı bankalar özsermayesine oranı (%)					
250	80	85	9	42	6	11
251	Kalkınma ve Yatırım Bankaları					
251			214.920	191.901	464.480	511.889
252	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)					
252				-11	142	10
253	Kalkınma ve Yatırım Bankaları özsermayesine oranı (%)					

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Sıra no: **Tablo 5.B3: Takipteki alacaklar**

14	1979 (bin TL)	1980 (bin TL)	1981 (ve sonrası milyon TL)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
14	1979 ve 1980 için bin, diğer yıllar için milyon TL)															
15	Takipteki Alacaklar [Tahsil Gecikmiş Alacaklar] (Net) (Yurtiçi)															
16								693.506	825.958	797.213	693.324	989.019	2.473.063	3.148.473	5.326.773	14.123.961
17	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)								19,1	-3,5	-13,0	42,6	150,1	27,3	69,2	165,2
18	Toplam krediler içindeki payı (%)							6	4	3	2	1	2	1	1	2
19	Toplam aktifler içindeki payı (%)							3	2	1	1	1	1	1	1	1
20	Kamu bankaları (a) [Özel yasalarla kurulmuş bankalar]															
21	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)							435.648	594.451	510.764	407.471	710.729	1.999.018	2.230.102	3.898.265	9.880.898
22	Kamu bankaları kredileri içindeki payı (%)							7	36,5	-14,1	-20,2	74,4	181,3	11,6	74,8	153,5
23	Kamu bankaları aktifleri içindeki payı (%)							3	6	3	2	2	3	2	2	3
24	Özel bankalar (b) [Ticaret bankaları]															
25	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)							248.754	214.437	255.324	262.979	259.808	429.368	827.652	1.286.826	3.474.355
26	Özel banka kredileri içindeki payı (%)							5	-13,8	19,1	3,0	-1,2	65,3	92,8	55,5	170,0
27	Özel banka aktifleri içindeki payı (%)							2	3	2	1	1	1	1	1	1
28	Yabancı bankalar (c)															
29	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)							9.104	17.070	31.125	22.874	18.482	44.677	90.719	141.682	768.708
30	Yabancı banka kredileri içindeki payı (%)							3	87,5	82,3	-26,5	-19,2	141,7	103,1	56,2	442,6
31	Yabancı banka aktifleri içindeki payı (%)							1	4	4	2	1	1	1	1	5
32								1	1	1	1	0	0	0	0	1
33	- Takipteki Alacaklar															
34	Toplam (a+b+c)															
35	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)															
36	Toplam krediler içindeki payı (%)															
37	Toplam aktifler içindeki payı (%)															
38	Kamu bankaları (a) [Özel yasalarla kurulmuş bankalar]															
39	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)															
40	Kamu bankaları kredileri içindeki payı (%)															
41	Kamu bankaları aktifleri içindeki payı (%)															
42	Özel bankalar (b) [Ticaret bankaları]															
43	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)															
44	Özel banka kredileri içindeki payı (%)															
45	Özel banka aktifleri içindeki payı (%)															
46	Yabancı bankalar (c)															
47	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)															
48	Yabancı banka kredileri içindeki payı (%)															
49	Yabancı banka aktifleri içindeki payı (%)															
50	Not: Takipteki alacaklar itibarıyla müşahede edilen istikrarsızlık vakaları sarı renkle boyanmıştır.															
51	Kaynak: TBB (Türkiye Bankalar Birliği), Bankalarımız Kitabı															

Tablo 5.B3: Takipteki alacaklar (devam / a)

256	Yurtiçi/1989	Yurtiçi/1990	Yurtiçi/1991	Yurtiçi/1992	Yurtiçi/1993	Yurtiçi/1994	Yurtiçi/1995	
269	Takipteki Alacaklar (Net)							
270	Toplam (a+b+c)	688	989	2.613	3.181	5.448	14.440	21.388
271	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		43,75	164,21	21,74	71,27	165,05	48,12
272	Toplam krediler içindeki payı (%)	2	1	2	1	1	2	1
273	Toplam aktifler içindeki payı (%)	1	1	1	1	1	1	1
274	Kamu (a)	407	711	2.135	2.224	3.889	9.882	16.907
275	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		74,69	200,28	4,17	74,87	154,10	71,09
276	Kamu bankaları kredileri içindeki payı (%)	2	2	3	2	2	3	2
277	Kamu bankaları aktifleri içindeki payı (%)	1	1	2	1	1	1	1
278	Özel (b)	258	257	428	865	1.412	3.696	4.153
279	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		-0,39	66,54	102,10	63,24	161,76	12,36
280	Özel banka kredileri içindeki payı (%)	1	1	1	1	1	1	1
281	Özel banka aktifleri içindeki payı (%)	1	0	0	0	0	0	0
282	Yabancı (c)	23	21	50	92	147	862	328
283	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		-8,70	138,10	84,00	59,78	486,39	-61,95
284	Yabancı banka kredileri içindeki payı (%)	1	1	1	1	1	6	1
285	Yabancı banka aktifleri içindeki payı (%)	1	0	0	0	0	1	0
286								
287	- Takipteki Alacaklar							
288	Toplam (a+b+c)	2.358	3.298	6.485	7.806	15.842	31.672	47.218
289	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		39,86	96,63	20,37	102,95	99,92	49,08
290	Toplam krediler içindeki payı (%)	5	4	5	4	4	4	3
291	Toplam aktifler içindeki payı (%)	2	2	2	1	2	2	1
292	Kamu (a)	1.490	2.206	4.796	5.169	8.673	19.553	30.207
293	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		48,05	117,41	7,78	67,79	125,45	54,49
294	Kamu bankaları kredileri içindeki payı (%)	6	5	8	5	5	5	4
295	Kamu bankaları aktifleri içindeki payı (%)	3	3	3	2	2	2	2
296	Özel (b)	807	1.009	1.569	2.432	4.267	10.355	15.780
297	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		25,03	55,50	55,00	75,45	142,68	52,39
298	Özel banka kredileri içindeki payı (%)	5	3	3	2	2	3	2
299	Özel banka aktifleri içindeki payı (%)	2	1	1	1	1	1	1
300	Yabancı (c)	61	83	120	205	2.902	1.764	1.231
301	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		36,07	44,58	70,83	1315,61	-39,21	-30,22
302	Yabancı banka kredileri içindeki payı (%)	4	3	2	3	22	12	3
303	Yabancı banka aktifleri içindeki payı (%)	2	1	1	1	7	3	1
304								
305	- Ayrılan Karşılıklar (-)							
306	Toplam (a+b+c)	1.670	2.309	3.872	4.625	10.394	17.232	25.830
307	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)		38,26	67,69	19,45	124,74	65,79	49,90
308	Kamu (a)	1.083	1.495	2.661	2.945	4.784	9.671	13.300
309	Özel (b)	549	752	1.141	1.567	2.855	6.659	11.627
310	Yabancı (c)	38	62	70	113	2.755	902	903
311	Yıllık değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)							

312 Not: Takipteki alacaklar itibarıyla istikrarsızlık vakaları **sarı renkle** boyanmıştır.

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5.B3: Takipteki alacaklar (devam / b

	1996 yılı	1996 yılı	1997 yılı	1997 yılı	1998 yılı	1998 yılı	1999 yılı	1999 yılı
	Yurtiçi/1996	Genel konsolide/1996	Yurtiçi/1997	Genel konsolide/1997	Yurtiçi/1998	Genel konsolide/1998	Yurtiçi/1999	Genel konsolide/1999
255								
256								
269								
270	30.920	30.500	81.702	86.540	566.031	566.154	884.688	886.028
271	44,57		164,24	183,74	592,80	554,21	56,30	56,50
272	1	1	1	1	4	4	5	4
273	0	0	0	0	2	2	1	1
274	21.863	21.952	51.886	56.812	171.438	171.561	411.660	413.000
275	29,31		137,32	158,80	230,41	201,98	140,12	140,73
276	1	1	2	2	4	3	5	5
277	1	1	1	1	1	1	2	1
278	8.582	8.073	28.500	28.412	392.494	392.494	468.347	468.347
279	106,65		232,09	251,94	1277,17	1281,44	19,33	19,33
280	0	0	1	1	5	5	4	4
281	0	0	0	0	2	2	1	1
282	475	475	1.316	1.316	2.099	2.099	4.681	4.681
283	44,82		177,05	177,05	59,50	59,50	123,01	123,01
284	1	1	1	1	0	0	1	1
285	0	0	0	0	0	0	0	0
286								
287								
288	80.599	81.841	172.142	186.955	1.011.019	1.014.912	2.319.769	2.327.273
289	70,70		113,58	128,44	487,32	442,86	129,45	129,31
290	2	2	2	2	8	7	12	11
291	1	1	1	1	3	3	3	3
292	44.989	46.168	79.796	88.601	249.057	252.691	645.841	652.947
293	48,94		77,37	91,91	212,12	185,20	159,31	158,40
294	3	3	3	2	5	5	8	8
295	1	1	1	1	2	2	2	2
296	33.660	33.723	89.251	95.259	756.381	756.640	1.656.366	1.656.764
297	113,31		165,15	182,47	747,48	694,30	118,99	118,96
298	2	2	2	2	10	9	15	13
299	1	1	1	1	4	4	5	4
300	1.950	1.950	3.095	3.095	5.581	5.581	17.562	17.562
301	58,41		58,72	58,72	80,32	80,32	214,67	214,67
302	2	2	1	1	1	1	2	2
303	0	0	0	0	0	0	0	0
304								
305								
306	49.679	51.341	90.440	100.415	444.988	448.758	1.435.081	1.441.245
307	92,33		82,05	95,58	392,03	346,90	222,50	221,16
308	23.126	24.216	27.910	31.789	77.619	81.130	234.181	239.947
309	25.078	25.650	60.751	66.847	363.887	364.146	1.188.019	1.188.417
310	1.475	1.475	1.779	1.779	3.482	3.482	12.881	12.881
311								

312

Kaynak:Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

354 Tablo 5.B3: Takipteki alacaklar (devam / c

369	1999	2000	2001	2002	2003
370	Takipteki Alacaklar (Net)				
371	886.028	1.459.563	2.629.948	3.738.769	988.028
372	Toplam				
373	4,08	4,58	6,12	7,60	-74
374	1,23	1,40	1,55	1,76	0,40
375	Kamu				
376	413.000	803.182	1.202.498	1.187.737	101.975
377	5,10	9,17	14,50	15,59	-91
378	1,49	2,25	2,23	1,75	0,12
379	TMSF'deki bankalar				
380		309.042	110.458	893.263	203.149
381		14,45	22,35	89,76	-77
382		3,49	1,83	9,59	2,87
383	Özel				
384	468.347	314.932	1.227.101	1.568.559	638.986
385	3,66	1,77	4,16	28	-59
386	1,20	0,65	1,26	4,59	1,40
387	4.681	5.708	18.723	24.945	0,45
388		22	228	33	26.448
389	0,57	0,52	1,40	1,15	6
390		0,08	0,37	0,38	0,98
391	Kalkınma ve Yatırım Bankaları				
392		26.699	71.168	64.265	0,38
393		1,32	167	-10	17.470
394		0,58	0,91	1,52	-73
395				0,68	0,35
396				0,68	0,17
397	a) Takipteki Alacaklar				
398	2.327.273	3.959.774	7.274.376	10.429.680	8.628.658
399	10,72	70	84	43	-17
400	3,23	3,80	4,27	4,90	13,03
401	Kamu				
402	652.947	1.152.761	3.583.287	4.545.264	4.299.905
403	8,06	13,16	211	27	-5
404	2,36	3,23	6,66	6,70	35,54
405	TMSF'deki bankalar				
406		1.569.500	1.010.197	2.259.568	825.083
407		73,41	204,43	124	-63
408		17,7	16,7	24,3	116,65
409	1.656.764	1.157.283	2.207.558	3.334.667	3.200.305
410	12,96	-30	91	51	-4
411	4,24	2,40	2,27	2,79	6,99
412	Özel				
413	17.562	28.419	72.868	111.564	123.165
414	2,12	62	156	53	10
415	0,33	0,42	5,46	5,16	4,54
416		1,44	1,68	1,77	1,77
417	Kalkınma ve Yatırım Bankaları				
418		51.811	400.466	178.617	180.200
419		2,55	673	-55	1
420		0,01	11,92	4,22	3,65
421		0,01	0,01	0,00	0,00
422	b) Takipteki Alacaklar Karşılığı (-)				
423	1.441.245	2.500.211	4.644.428	6.690.911	7.640.630
424	73	73	86	44	14
425	239.947	349.579	2.380.789	3.357.527	4.197.930
426	46	46	581	41	25
427	TMSF'deki bankalar				
428		1.260.458	899.739	1.366.305	621.934
429		-29	-29	52	-54
430	1.188.417	842.351	980.457	1.766.108	2.561.319
431		16	16	80	45
432		22.711	54.145	86.619	96.717
433	12.881	76	138	60	12
		25.112	329.298	114.352	162.730
			1.211	-65	42

Not: Takipteki alacaklar tabanyla istikrarlılık vakaları sarı renkle boyanmıştır.

Kaynak: Hazine İstatistikleri (1980-2003), Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5.B.5A: Faaliyeti Sona Eren Bankalar (22 Kasım 2007 tarihi itibarıyla) (meblağlar için; 1979-94 milyon TL/1995-2005 milyar TL)

Sıra No:	Kuruluş tarihi	Kapanma tarihi	Kapanma şekli	Açıklama	Kapanmadan bir önceki yıldaki aktif büyüklüğü	Kapanmadan bir önceki yıldaki Net dönem kârı (zararı)	Kapanmadan bir önceki yıldaki Öz sermayesi	Kapanmadan bir önceki yıl itibarıyla Kârı (zararı)/öz sermaye oranı	Net dönem
1	Hisarbank A.Ş.	1910	1983	devretme	0	0	0	0	
2	İstanbul Bankası T.A.Ş.	1953	1983	devretme	0	0	0	0	
3	İşçi Kredi Bankası T.A.Ş.	1954	1983	devretme	2936	2	115	1,7	
4	Örtaoğlu İktisat Bankası T.A.Ş.	1929	1983	devretme	3620	19	254	7,5	
5	İstanbul Emniyet Sandığı	1868	1984	devretme	9793	-1279	141	-907,1	
6	Türkiye Bağcılar Bankası A.Ş.	1917	1984		21594	-51	5005	-1,0	
7	Anadolu Bankası T.A.Ş.	1962	1988	devretme	1010453	28.310	86483	32,7	
8	Türkiye Cumhuriyeti Turizm Bankası A.Ş.	1962	1989	devretme	716128	9048	62330	14,5	
9	Bank of Credit and Commerce International Ltd.	1982	1991		122559	-1031	13511	-7,6	
10	Denizcilik Bankası T.A.Ş.	1952	1992	Birleşme	2314785	-88245	197328	-44,7	
	Türkiye Öğretmenler Bankası T.A.Ş. (Töbank) (veriler 1990 yılına ait, 1991 yılındaki veriler hep 0 şeklinde)	1958	1992	devretme	1.861.451	2.411	158.317	1,5	
11	Marmara Bankası A.Ş.	1987	1994	devretme	21358300	70286	449990	15,6	
12	Türkiye İthalat ve İhracat Bankası A.Ş. (Impexbank)	1984	1994	Tasfiye	17735923	105725	438562	24,1	
13	Türkiye Turizm Yatırım ve Dış Ticaret Bankası A.Ş. (TYT Bank)	1988	1994	Tasfiye	5070701	57804	531838	10,9	
14	Türk Ticaret Bankası A.Ş.	1913	1997/2001	Fona devir/tasfiye	210.391	234	10.159	2,3	
15	Bank Ekpres	1992	1998	Fona devir	94.773	3.907	5.858	66,7	
16	İnterbank A.Ş.	1888	1998	Fona devir	392250	2362	17178	13,8	
17	Birleşik Yatırım Bankası	1989	1999		4659	104	261	39,8	
18	Egebank A.Ş.	1928	1999/2001	Fona devir/devretme	318486	548	27916	2,0	
19	Eskişehir Bankası T.A.Ş.	1926	1999/2001	Fona devir/devretme	531745	4258	53878	7,9	
20	Sümerbank A.Ş.	1933	1999	Fona devir	310039	2055	25096	8,2	
21	Türkiye Tütüncüler Bankası (Yaşarbank A.Ş.)	1924	1999	Fona devir	515998	7119	33290	21,4	
22	Yurt Ticaret ve Kredi Bankası A.Ş. (Yurtbank)	1993	1999	Fona devir	189693	22	10948	0,2	
23	Bank Kapital Türk T.A.Ş.	1986	2000	Fona devir	246582	1295	12586	10,3	
24	Demirbank T.A.Ş.	1953	2000/2001	Fona devir/devretme	1612777	107765	116560	92,5	
25	Etibank A.Ş.	1935	2000	Fona devir	678590	2664	35871	7,4	
26	Kıbrıs Kredi Bankası Ltd.	1989	2000	Fona devir	802	6	371	1,6	
27	Park Yatırım Bankası A.Ş.	1992	2000		21694	563	5543	10,2	
28	Atlas Yatırım Bankası A.Ş.	1999	2001		105.596	203	9.595	2,1	
29	Birleşik Türk Körfez Bankası A.Ş.	1988	2001	devretme	1.147.836	27.350	130.658	20,9	
30	Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş.	1995							
31			2001	Fona devir/devretme	509.497	-47.882	39.383	-121,6	
32	İktisat Bankası T.A.Ş.	1927	2001	Fona devir	685.323	-874.081	-825.039	105,9	
33	Kentbank A.Ş.	1992	2001	Fona devir	898.959	5.575	60.834	9,2	
34	Milli Aydın Bankası T.A.Ş. (Tarişbank)	1913	2001/2002	Fona devir/devretme	145.659	-31.506	9.366	-336,4	
35	Morgan Guaranty Trust Co.	1999	2001	birleşme	120.074	785	10.000	7,7	
36	Okan Yatırım Bankası A.Ş.	1998	2001		14.598	218	6.849	3,2	
37	Osmanlı Bankası A.Ş.	1863	2001	devretme	2.146.460	20.550	161.132	12,8	
38	Tekfen Yatırım ve Finansman Bankası A.Ş.	1989	2001	devretme	45.003	1.182	12.986	9,1	
39	Toprakbank A.Ş.	1992	2001	Fona devir	1.087.666	3.357	74.747	4,5	
40	Türkiye Emlak Bankası A.Ş.	1926	2001	devretme	3.684.148	-304.754	-114.413	266,4	
41	Ulusal Bank T.A.Ş.	1985	2001	Fona devir	311.986	-94.297	-27.746	339,9	
42	Pamukbank T.A.Ş.	1955	2002	Fona devir	6.273.433	-4.023.895	-2.287.996	175,9	
43	Rabobank Nederland (Veriler Mart 2001'e ait olup 3 aylık dönem içindir.)	1998							
44			2002		87.685	6.026	8.382	0,005	
45	Sinai Yatırım Bankası A.Ş.	1963	2002		447.171	-58.921	37.244	-158,2	
46	Credit Suisse First Boston	1998	2003		122.266	-5.018	30.995	-16,2	
47	Fiba Bank A.Ş.	1985	2003	devretme	57.431	-2.755	31.885	-8,6	
48	ING Bank N.V.	1997	2003		47.128	-2.475	32.835	-7,5	
49	Türkiye İmar Bankası T.A.Ş.	1928	2003	Fona devir	1.158.024	-92.958	148.005	-62,8	
50	Credit Lyonnais S.A.	1987	2004	devretme	10.905	-1.752	994	-176,3	
51	Ak Uluslararası Bankası A.Ş. (*)		2005	devretme	355.730	47.781	162.439	29,4	
52	Koçbank A.Ş.	1981		devretme	14.791.941	238.445	2.724.484	8,8	

(*) Bu tabloda bankalar sayılırken faaliyeti sona erdiğinde cari isimler baz alınmıştır, tarihi süreçte orijinal durumdaki kurum değil. Bu perspektif, bir kurumun yalnızca isminin (ünvanının) değişmesi, birleşmeler yoluyla oluşan yeni banka adlarının dışında kalmasını sağlamak hedeflenmiştir.

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (TBB), Bankalarımız Kitabı, TMSF.

Tablo 5.B.5B: Faaliyeti Sona Eren Bankalar (22 Kasım 2007 tarihi itibarıyla) (meblağlar için: 1979-94 milyon TL/1995-2005 milyar TL)

Yıllar	Faaliyeti sona eren banka sayısı (yıllar itibarıyla dağılım)	Faaliyeti devam eden banka sayısı (Merkez Bankası hariç) (TMSF bünyesindeki bankalar dahil)	Yıllar itibarıyla TMSF'ye intikal eden banka sayısı	TMSF bünyesindeki bankalar	Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamı (yıllar itibarıyla)	Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam aktiflerine oranı (% yıllar itibarıyla)
1979		39				
1980		41				
1981		44				
1982		41				
1983	4	43			6556	0,15
1984	2	46			31387	0,51
1985		54				
1986		55				
1987		59				
1988	1	62			1010453	2,35
1989	1	66			716128	1,02
1990		65				
1991	1	68			122559	0,07
1992	2	69			4176236	1,36
1993		66				
1994	3	68			44164924	4,16
1995		69				
1996		72	1	1	210.391	2,35
1997	1	72	2	3	487.023	2,51
1998	2	73	5	8	1870620	5,08
1999	6	65	4	11	2560445	3,55
2000	5	58	6	6	10.902.805	10,46
2001	13	52	1	2	6.720.604	3,97
2002	3	48	1	2	1.384.849	0,65
2003	4	47		1	10.905	0,00
2004	1	46		1	355.730	0,12
2005	1	45		1	14.791.941	3,73
2006	1					
Toplam	51					

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (TBB), Bankalarımız Kitabı, TMSF verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Tablo 5.B.5B (devam)

Sıra No:	Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki dönem kâr (zarar)ları toplamı (yıllar itibarıyla)	Bankacılık sektörünün toplam aktifleri (yurtiçi)	Bankacılık sektöründe toplam özsermaye	Faaliyeti sona eren bankaların bir önceki yıldaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı (%.yıllar itibarıyla)
1		936940	296.995	
2		1580464	491.415	
3		2.844.623	220.371	
4		4.359.563	528.358	
5	21	6.176.530	750.696	0,00
6	-1330	9.711.585	1.045.739	-0,18
7		15.053.718	1.341.053	
8		26.060.148	2.288.621	
9		43.033.594	4.151.779	
10	28.310	70.082.621	6.159.252	0,68
		112.837.564		
11	9048		12.050.379	0,15
12		174.469.495	17.470.812	
13	-1031	306.671.450	32.050.323	-0,01
14	-85834	575.142.765	54.661.823	-0,27
15		1.061.922.177	83.543.923	
16	233815	2.043.040.016	149.207.319	0,28
17		4.102.384	251.160	
18		8.959.111	540.572	
19	234	19.378.544	1.253.190	0,04
20	6.269	36.827.949	2.128.713	0,50
21	14106	72.120.858	1.968.264	0,66
22	112293	104.283.106	5.476.076	5,71
23	-1.293.320	169.221.332	14.683.827	-23,62
24	-4.082.816	212.675.488	25.698.648	-27,80
25	-103.206	249.749.773	35.537.885	-0,40
26	-1.752	306.451.565	45.962.658	0,00
27	47.781	396.970.059	53.736.044	0,10
28	14.791.941			27,53
29				
30				
31	Tarihler (Yıllık periyottan daha az dönemler için)	Bankacılık sektörünün toplam aktifleri (yurtiçi)	Bankacılık sektöründe toplam özsermaye	
32				
33	30 Haziran 2000	86.934.527	4.299.621	
34	31 Mart 2001	125.835.744	5.928.798	
35	31 Haziran 2001	151.933.633	15.035.648	
36	30 Eylül 2001	169.796.423	13.729.300	
37	31 Mar 2003	220.192.612	28.091.997	
38				

Tablo 5.B.5C: Kapanma yılında, Faaliyeti Sona Eren Bankaların sektördeki ağırlığı (22 Kasım 2007 tarihi itibarıyla) (meblağlar için; 1979-94 milyon TL/1995-2005 milyar TL) (1995-2007)

Sıra No:	Kuruluş tarihi	Kapanma tarihi	Kapanma şekli	Açıklama	Kapanma yılındaki aktif büyüklüğü	Kapanma yılında bankacılık sektörünün toplam aktifi	Kapanma yılında bankanın toplam aktifinin bankacılık sektöründeki toplam aktiflere oranı (%)	Kapanma yılındaki Net dönem kârı (zararı)	Kapanma yılındaki Öz sermayesi	Kapanma döneminde bankacılık sektöründe toplam özsermaye	Kapanma yılı itibarıyla Net dönem kârı (zararı)/öz sermaye oranı	Kapanma yılı itibarıyla bankanın Net dönem kârı (zararı) / bankacılık sektöründeki toplam öz sermaye oranı (%)
1	1910	1983	devretme									
2	1953	1983	devretme									
3	1954	1983	devretme									
4	1929	1983	devretme									
5	1868	1984	devretme									
6	1917	1984	devretme									
7	1962	1988	devretme									
8	1962	1989	devretme									
9	1982	1991										
10	1952	1992	Birleşme									
11	1958	1992	devretme	Türkiye Öğretmenler Bankası T.A.Ş. (Töbank) (veriler 1990 yılına ait, 1991 yılındaki veriler hep 0 şeklinde)								
12	1987	1994	devretme	Marmara Bankası A.Ş.								
13	1984	1994	Tasfiye	Türkiye İthalat ve İhracat Bankası A.Ş. (Impexbank)								
14	1988	1994	Tasfiye	Türkiye Turizm Yatırım ve Dış Ticaret Bankası A.Ş. (TYT Bank)								
15	1913	1997/2001	Fona devir/tasfiye	Türk Ticaret Bankası A.Ş.	252.369	19378544	1,30	-65.924	-4.957	1.253.190	1329,9	-5,3
16	1992	1998	Fona devir	Bank Ekpres	118.418	36827949	0,32	-131.834	-100.424	2.128.713	131,3	-6,2
17	1888	1998	Fona devir	İnterbank A.Ş.	531.978	36827949	1,44	-226.850	-192.325	2.128.713	118,0	-10,7
18	1989	1999		Birleşik Yatırım Bankası (Veriler Eylül 1999 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	6.569	60.808.359	0,01	293	130	3.443.099	225,4	0,0
19	1928	1999/2001	Fona devir/devretme	Egebank A.Ş.	443.038	72120858	0,61	-642.160	-610.464	1.968.264	105,2	-32,6
20	1926	1999/2001	Fona devir/devretme	Eskişehir Bankası T.A.Ş.	598.184	72120858	0,83	-537.161	-468.217	1.968.264	114,7	-27,3
21	1933	1999	Fona devir	Sümerbank A.Ş.	447.555	72120858	0,62	-225.042	-185.650	1.968.264	121,2	-11,4
22	1924	1999	Fona devir	Türkiye Tütcüncüler Bankası (Yaşarbank A.Ş.)	338.961	72120858	0,47	-585.353	-516.037	1.968.264	113,4	-29,7
23	1993	1999	Fona devir	Yurt Ticaret ve Kredi Bankası A.Ş. (Yurtbank)	409.348	72120858	0,57	-364.559	-352.567	1.968.264	103,4	-18,5
24	1986	2000	Fona devir	Bank Kapital Türk T.A.Ş.	88.708	104.283.106	0,09	-283.714	-266.911	5.476.076	106,3	-5,2
25	1953	2000/2001	Fona devir/devretme	Demirbank T.A.Ş.	2.502.910	104.283.106	2,40	-115.909	193.768	5.476.076	-59,8	-2,1
26	1935	2000	Fona devir	Etbank A.Ş.	826.269	104.283.106	0,79	-511.594	-460.380	5.476.076	111,1	-9,3
27	1989	2000	Fona devir	Kıbrıs Kredi Bankası Ltd. (veriler Haziran 2000'e ait, 6 aylık dönem için)	401	86.934.527	0,00	-138	245	4.299.621	-56,3	0,0
28	1992	2000	Fona devir	Park Yatırım Bankası A.Ş. (Veriler Eylül 2000 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	38.784	95.945.932	0,04	3.789	7.856	57.156	48,0	6,6
29	1999	2001	Fona devir	Atlas Yatırım Bankası A.Ş. (Veriler Haziran 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	225.454	151.933.633	0,15	-23.373	-15.469	15.035.648	151,1	-0,2
30	1988	2001	devretme	Birleşik Türk Körfez Bankası A.Ş. (Veriler Haziran 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	1.747.760	151.933.633	1,15	-58.533	91.546	15.035.648	-63,9	-0,4
31	1995	2001	Fona devir/devretme	Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş. (Veriler Eylül 2001'e ait olmak üzere 9 aylık dönem için)	298.119	169.796.423	0,18	-830.406	-582.602	13.729.300	142,5	-6,0
32	1927	2001	Fona devir	İktisat Bankası T.A.Ş. (Veriler Eylül 2001'e ait olmak üzere 9 aylık dönem için)	2.435.868	169.796.423	1,43	-780.530	399.562	13.729.300	-195,3	-5,7
33	1992	2001	Fona devir	Kentbank A.Ş. (Veriler Eylül 2001'e ait olmak üzere 9 aylık dönem için)	4.661.034	169.796.423	2,75	-1.086.498	-1.007.333	13.729.300	107,9	-7,9
34	1913	2001/2002	Fona devir/devretme	Milli Aydın Bankası T.A.Ş. (Tarişbank)	184.733	169.221.332	0,11	-7.728	18.118	14.683.827	-42,7	-0,1
35	1999	2001	Fona devir	Sitebank (kar (zarar) verisi 30 Eylül 2001 itibarıyla ve kümülatif tutardır.)	13.134	169.796.423	0,01	-52.918	3.900	13.729.300	-1356,9	-0,4
36	1999	2001	birleşme	Morgan Guaranty Trust Co. (Veriler Eylül 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	25.454	169.796.423	0,01	8.911	10.765	13.729.300	82,8	0,1
37	1998	2001	Fona devir	Okan Yatırım Bankası A.Ş. (Veriler Haziran 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	12.187	151.933.633	0,01	-2.409	3.585	15.035.648	-67,2	0,0
38	1863	2001	devretme	Osmanlı Bankası A.Ş. (Veriler Eylül 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	5.419.955	169.796.423	3,19	2.662	279.640	13.729.300	1,0	0,0
39	1989	2001	devretme	Tekfen Yatırım ve Finansman Bankası A.Ş. (Veriler Eylül 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	62.456	169.796.423	0,04	-630	15.981	13.729.300	-3,9	0,0
40	1992	2001	Fona devir	Toprakbank A.Ş.	10.668	169.221.332	0,01	-2.905	8.643	14.683.827	-33,6	0,0
41	1926	2001	devretme	Türkiye Emlak Bankası A.Ş. (Veriler Haziran 2001 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	4.792.238	151.933.633	3,15	-425.394	176.977	15.035.648	-240,4	-2,8
42	1985	2001	Fona devir	Ulusal Bank T.A.Ş. (Veriler Mart 2001'e ait olmak üzere 3 aylık dönem için)	392.864	125.835.744	0,31	-267.740	-295.486	5.928.798	90,6	-4,5
43	1955	2002	Fona devir	Pamukbank T.A.Ş.	5.810.297	212.675.488	2,73	-2.056.591	-1.211.840	25.698.648	169,7	-8,0
44	1998	2002		Rabobank Nederland (Veriler Mart 2001'e ait olup 3 aylık dönem içindir.)								
45	1963	2002		Sinai Yatırım Bankası A.Ş.								
46	1998	2002		Credit Suisse First Boston (Veriler Eylül 2003 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	58.454	225.096.032	0,03	12.078	46.396	32.533.627	26,0	0,0
47	1985	2003	devretme	Fiba Bank A.Ş.								
48	1997	2003	devretme	ING Bank N.V. (Veriler Haziran 2003 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	38.258	211.660.797	0,02	-1.246	35.356	30.146.769	-3,5	0,0
49	1928	2003	Fona devir	Türkiye İmar Bankası T.A.Ş. (Veriler Mart 2003'e ait olmak üzere 3 aylık dönem için)	1.126.241	220.192.612	0,51	-3.948	171.374	28.091.997	-2,3	0,0
50	1987	2004	devretme	Credit Lyonnais S.A.								
51	2005	2005	devretme	Ak Uluslararası Bankası A.Ş. (*) (Veriler Haziran 2005 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	242.594	337.243.528	0,07	7.652	124.702	46.900.760	6,1	0,0
52	1981	2006	devretme	Koçbank A.Ş. (Veriler Eylül 2006 itibarıyla, akım değişkenler bakımından kümülatiftir.)	20.028.494	460.988.505	4,34	326.342	3.705.407	56.219.512	8,8	0,6

(*) Bu tabloda bankalar sayılırken faaliyeti sona erdiğinde cari isimler baz alınmıştır. tarihi süreçte orijinal durumdaki kurum değil. Bu perspektif, bir kurumun yalnızca isminin (ünvanının) değişmesi, birleşmeler yoluyla oluşan yeni banka adlarının dışında kalmasını sağlamak hedeflenmiştir.

Kaynaklar: TBB, Bankalarımız Kitabı, TMSF verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Tablo 5.B.5D: Faaliyeti sona eren bankaların sektördeki toplam ağırlığı (yıllar itibarıyla, aktif büyüklükleri bakımından, %, 1995-2006)

Yıllar (1995-2005)	Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam aktiflerine oranı (% , yıllar itibarıyla)	Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki net kâr (zarar) ları toplamının bankacılık sektörünün yine kapanma yılındaki toplam özsermayesine oranı (% , yıllar itibarıyla)	Faaliyeti sona erenlerin toplam Net kar (zarar)ı sebebiyle bankacılık sektörünün kapanma yılında uğradığı özsermaye kaybı oranı (Bir önceki yıl sonuna göre, %) (Bir diğer ifadeyle Faaliyeti sona eren bankaların kapanma yılındaki net kar (zarar) toplamının bankacılık sektörünün bir önceki yıl sonundaki toplam özsermayesine oranı) (yıllar itibarıyla, %)
1995			
1996			
1997	1,30	-5,26	-0,05
1998	1,77	-16,85	-0,14
1999	3,11	-119,60	-0,54
2000	3,32	-10,05	-0,09
2001	12,50	-27,93	-0,22
2002	2,73	-8,00	-0,07
2003	0,56	0,02	0,00
2004	-	-	-
2005	0,07	0,02	0,00
2006	4,34	0,58	0,01

Kaynaklar: TBB, Bankalarımız Kitabı, TMSF verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Tablo 5.B.5E: Faaliyeti sona eren bankaların sektördeki toplam ağırlığı (aktif büyüklükleri bakımından), bankacılık sektöründe toplam net kâr (zarar) ve özsermayede değişme (yıllar itibarıyla, %, 1995-2006)

Yıllar (1995-2005)	Bankacılık sektörünün toplam net kâr (zarar)ı (yıllar itibarıyla)	Bankacılık sektöründe toplam net kâr (zarar)ın önceki yıl sonundaki toplam özsermayeye oranı (%)	Bankacılık sektöründe toplam özsermaye (yıllar itibarıyla)	Bankacılık sektörünün toplam özsermayesinde değişme oranı (bir önceki yıla göre, %)	Sektöre yeni girişler, kamunun finansal fon aktarımı vs. sebeplerle bankacılık sektörünün toplam özsermayesinde değişme miktarı (toplam özsermayede artış-net kâr (zarar) miktarı)
1979	-3.396		296.995		
1980	18.256	6,15	491.415	65,46	176.164
1981	41.273	8,40	220.371	-55,16	-312.317
1982	40.386	18,33	528.358	139,76	267.601
1983	56.416	10,68	750.696	42,08	165.922
1984	180.784	24,08	1.045.739	39,30	114.259
1985	240.985	23,04	1.341.053	28,24	54.329
1986	458.556	34,19	2.288.621	70,66	489.012
1987	898.559	39,26	4.151.779	81,41	964.599
1988	1.698.672	40,91	6.159.252	48,35	308.801
1989	1.922.776	31,22	12.050.379	95,65	3.968.351
1990	3.880.546	32,20	17.470.812	44,98	1.539.887
1991	5.628.680	32,22	32.050.323	83,45	8.950.831
1992	11.727.376	36,59	54.661.823	70,55	10.884.124
1993	28.182.232	51,56	83.543.923	52,84	699.868
1994	33.077.271	39,59	149.207.319	78,60	32.586.125
1995		114.554 76,78		251.160 68,33	-12.601.167
1996		254.562 101,35		540.572 115,23	34.850
1997		485.421 89,80		1.253.190 131,83	227.197
1998		759.986 60,64		2.128.713 69,86	115.537
1999		-305.750 -14,36		1.968.264 -7,54	145.301
2000		-2.709.599 -137,66		5.476.076 178,22	6.217.411
2001		-11.237.395 -205,21		14.683.827 168,15	20.445.146
2002		2.356.998 16,05		25.698.648 75,01	8.657.824
2003		5.610.281 21,83		35.537.885 38,29	4.228.956
2004		6.456.079 18,17		45.962.658 29,33	3.968.693
2005		5.714.742 12,43		53.736.044 16,91	2.058.644
2006					

Kaynaklar: TBB, Bankalarımız Kitabı, TMSF verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Tablo 5.B.5F: TMSF'ye intikal eden bankalar (yıllar itibarıyla)

Sıra No:	Kuruluş tarihi	Kapanma tarihi	Kapanma şekli	Açıklama	Kapanma yılındaki aktif büyüklüğü	Kapanma yılındaki Net dönem kârı (zararı)	Kapanma yılındaki Öz sermayesi	Kapanma yılı itibarıyla (zararı)/öz sermaye oranı	Net dönem kâr (zararı)/öz sermaye oranı
1.	1913	1997/2001	Fona devir		252.369	-65.924	-4.957	1329,9	
2.		1998	Fona devir		118.418	-131.834	-100.424	131,3	
3.	1888	1998	Fona devir		531.978	-226.850	-192.325	118,0	
4.	1928	1999/2001	Fona devir		443.038	-642.160	-610.464	105,2	
5.	1926	1999/2001	Fona devir		598.184	-537.161	-468.217	114,7	
6.	1933	1999	Fona devir		447.555	-225.042	-185.650	121,2	
7.	1924	1999	Fona devir		338.961	-585.353	-516.037	113,4	
8.	1993	1999	Fona devir		409.348	-364.559	-352.567	103,4	
9.	1986	2000	Fona devir		88.708	-283.714	-266.911	106,3	
10.	1953	2000/2001	Fona devir		2.502.910	-115.909	193.768	-59,8	
11.	1935	2000	Fona devir		826.289	-511.554	-460.380	111,1	
12.	1989	2000	Fona devir		401	-138	245	-56,3	
13.		2001	Fona devir		1.993.681	-325.156	761.716	-42,7	
14.	1995	2001	Fona devir	Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş. (Veriler Eylül 2001'e ait olmak üzere 9 aylık dönem için)	298.119	-830.406	-582.602	142,5	
15.	1927	2001	Fona devir	İktisat Bankası T.A.Ş. (Veriler Eylül 2001'e ait olmak üzere 9 aylık dönem için)	2.435.868	-780.530	399.562	-195,3	
16.	1913	2001	Fona devir	Kentbank A.Ş. (Veriler Eylül 2001'e ait olmak üzere 9 aylık dönem için)	4.661.034	-1.086.498	-1.007.333	107,9	
17.	1913	2001/2002	Fona devir	Milli Aydın Bankası T.A.Ş. (Tarişbank) Sitebank (kar zarar) verisi 30 Eylül 2001 itibarıyla ve kümülatif tutardır.)	184.733	-7.728	18.118	-42,7	
18.		2001	Fona devir	34489/-49795 (30 Eylül 2001 de aktif ve özsermayesi)	13.134	-52.918	3.900	-1356,9	
19.	1992	2001	Fona devir	Toprakbank A.Ş.	10.668	-2.905	8.643	-33,6	
20.	1985	2001	Fona devir	Ulusal Bank T.A.Ş. (Veriler Mart 2001'e ait olmak üzere 3 aylık dönem için)	392.864	-267.740	-295.486	90,6	
21.	1955	2002	Fona devir	Pamukbank T.A.Ş.	5.810.297	-2.056.591	-1.211.840	169,7	
22.	1928	2003	Fona devir	Türkiye İmar Bankası T.A.Ş. (Veriler Mart 2003'e ait olmak üzere 3 aylık dönem için)	1.126.241	-3.948	171.374	-2,3	

Kaynaklar: TMSF, TBB, Bankalarımız Kitabı

Tablo 5.B.5G: Zarar eden ve müteakip yılda faaliyeti sona ermiş olan bankalar

Sıra No:	Kuruluş tarihi	Kapanma tarihi	Kapanma şekli	Açıklama	Kapanmadan bir önceki yıldaki aktif büyüklüğü	Kapanmadan bir önceki yıldaki Net dönem kârı (zararı)	Kapanmadan bir önceki yıldaki Öz sermayesi	Kapanmadan bir önceki yıl itibarıyla kârı (zararı)/öz sermaye oranı	Net dönem kâr (zararı)/öz sermaye oranı
1.	1868	1984	devretme		9793	-1279	141	-907,1	
2.	1917	1984			21594	-51	5005	-1,0	
3.	1982	1991			122559	-1031	13511	-7,6	
4.	1952	1992	Birleşme		2314785	-88245	197328	-44,7	
5.	1995	2001	Fona devir/devretme		509.497	-47.882	39.383	-121,6	
6.	1927	2001	Fona devir		685.323	-874.081	-825.039	105,9	
7.	1992	2001	Fona devir		898.959	5.575	60.834	9,2	
8.	1913	2001/2002	Fona devir/devretme		145.659	-31.506	9.366	-336,4	
9.	1989	2001	devretme						
10.	1926	2001	devretme		3.684.148	-304.754	-114.413	266,4	
11.	1985	2001	Fona devir		311.986	-94.297	-27.746	339,9	
12.	1955	2002	Fona devir		6.273.433	-4.023.895	-2.287.996	175,9	
13.	1963	2002			447.171	-58.921	37.244	-158,2	
14.	1998	2003			122.266	-5.018	30.995	-16,2	
15.	1985	2003	devretme		57.431	-2.755	31.885	-8,6	
16.	1997	2003			47.128	-2.475	32.835	-7,5	
17.	1928	2003	Fona devir		1.158.024	-92.958	148.005	-62,8	
18.	1987	2004	devretme		10.905	-1.752	994	-176,3	

Kaynak: TBB, Bankalarımız Kitabı

Zarar eden ve müteakip yılda faaliyeti sona ermiş olan banka sayısı (yıllar itibarıyla)

Yıllar	1984	1991	1992	1998	2001	2002	2003	2004
Faaliyeti sona eren banka sayısı	2	1	1	1	7	2	4	1

Kaynak:TBB, Bankalarımız Kitabı'ndan hareketle hazırlanmıştır.

Tablo 5.B.5H: TMSF'ye intikal eden bankaların kapanma yılında bankacılık sektöründeki ağırlığı (intikal yılında aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı)

Satır no: A) İntikal yılı sonu itibarıyla tablolarda verileri bulunan bankalar

Yıllar	TMSF'ye devreden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamı (yıllar itibarıyla)	Bankacılık sektörünün toplam aktifleri (yurtiçi)	TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki aktifleri toplamının bankacılık sektörünün yine intikal yılındaki toplam aktiflerine oranı (% yıllar itibarıyla)	TMSF'ye intikal eden bankaların bankacılık sektöründe intikal yılında toplam ağırlığı aktiflerinin sektör aktifleri içindeki payları toplamı, (%) (A oranları + B oranları)
1997	252.369	19.378.544	1,30	1,30
1998	650.396	36.827.949	1,77	1,77
1999	2.237.086	72.120.858	3,10	3,10
2000	3.417.887	104.283.106	3,28	3,28
2001	2.189.082	169.221.332	1,29	5,98
2002	5.810.297	212.675.488	2,73	2,73
2003		249.749.773		0,51
2004		306.451.565		
2005		396.970.059		
2006				
B) İntikal yılı sonu itibarıyla Tablolarda verileri yer almayan bankalar				
Tarihler (Yıllık periyottan daha az dönemler için)		Bankacılık sektörünün toplam aktifleri (yurtiçi)		
30 Haziran 2000	401	86.934.527	0,00	
31 Mart 2001	392.864	125.835.744	0,31	
31 Haziran 2001		151.933.633		
30 Eylül 2001	7.429.510	169.796.423	4,38	
31 Mar 2003	1.126.241	220.192.612	0,51	

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (TBB), Bankalarımız Kitabı, TMSF verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

Tablo 5.B.5H: (devam)

Satır no: Bu sütundaki hücreler silinsin!

TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki dönem kâr (zarar)ları toplamı (yıllar itibarıyla)	Bankacılık sektöründe toplam özsermaye	TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün intikal yılındaki toplam özsermayesine oranı (% yıllar itibarıyla)	TMSF'ye intikal eden bankaların bankacılık sektöründe intikal yılında toplam ağırlığı (özsermayelerinin sektör özsermayesi içindeki payları toplamı, %) (A oranları + B oranları)	TMSF'ye intikal eden bankaların intikal yılındaki kâr (zarar)ları toplamının bankacılık sektörünün intikalden bir önceki yıldaki toplam özsermayesine oranı (% yıllar itibarıyla)
	540.572			
-65.924	1.253.190	-5,26	-5,26	-12,20
-358.684	2.128.713	-16,85	-16,85	-28,62
-2.354.275	1.968.264	-119,61	-119,61	-110,60
-911.177	5.476.076	-16,64	-16,64	-46,30
-335.789	14.683.827	-2,29	-26,84	-61,25
-2.056.591	25.698.648	-8,00	-8,00	-14,01
	35.537.885		-0,01	-0,02
	45.962.658			
	53.736.044			
	Bankacılık sektöründe toplam özsermaye			
-138	4.299.621	0,00		
-267.740	5.928.798	-4,52		
	15.035.648			
-2.750.352	13.729.300	-20,03		
-3.948	28.091.997	-0,01		

Kaynaklar: TBB, Bankalarımız Kitabı, TMSF verilerinden hareketle hazırlanmıştır.

sıra

no: Tablo 5.B.6: 2002-6 alt dönemi için bankacılık istikrarsızlıklarına dair veriler

(Bin YTL)

	Aralık 2002			Aralık 2003		
	TL	YP	Toplam	TL	YP	Toplam
Bankacılık sektörü						
Krediler	23.923.901	32.446.370	56.370.271	37.572.799	32.417.349	69.990.148
Krediler						
Kısa Vadeli	14.592.785	13.356.838	27.949.623	25.478.296	14.134.407	39.612.702
Orta ve Uzun Vadeli	5.908.084	18.773.783	24.681.867	11.173.402	18.216.020	29.389.422
Takipteki Krediler	9.804.430	625.256	10.429.686	8.379.010	249.646	8.628.656
Yıllık değişme oranı (%)				-14,54	-60,07	-17,27
Özel Karşılıklar (-)	6.381.398	309.507	6.690.905	7.457.908	182.724	7.640.632
Net takipteki krediler	3.423.032	315.749	3.738.781	921.102	66.922	988.024
Yıllık değişme oranı (%)				-73,09	-78,81	-73,57
Toplam Aktifler	114.076.183	98.599.305	212.675.488	151.663.352	98.086.421	249.749.773
Mevduat	60.011.580	82.376.408	142.387.988	81.592.491	79.219.759	160.812.250
Yıllık değişme oranı (%)				35,96	-3,83	12,94
Özkaynaklar	25.606.595	92.053	25.698.648	35.022.146	515.739	35.537.885
Yıllık değişme oranı (%)				36,77	460,26	38,29
Kamu sermayeli ticaret bankaları						
Krediler	7.043.591	2.315.353	9.358.944	10.334.202	2.397.737	12.731.939
Krediler						
Kısa Vadeli	2.859.181	1.356.278	4.215.459	5.991.968	1.514.472	7.506.440
Orta ve Uzun Vadeli	2.996.848	958.900	3.955.748	4.240.271	883.253	5.123.524
Takipteki Krediler	4.537.301	7.963	4.545.264	4.293.835	6.070	4.299.905
Yıllık değişme oranı (%)				-5,37	-23,77	-5,40
Özel Karşılıklar (-)	3.349.739	7.788	3.357.527	4.191.872	6.058	4.197.930
Net takipteki krediler	1.187.562	175	1.187.737	101.963	12	101.975
Yıllık değişme oranı (%)				-91,41	-93,14	-91,41
Toplam Aktifler	45.523.780	22.307.713	67.831.493	61.583.463	21.550.920	83.134.383
Mevduat	30.942.165	17.935.905	48.878.070	42.390.907	17.980.763	60.371.670
Yıllık değişme oranı (%)				37,00	0,25	23,51
Özkaynaklar	6.650.178	97.237	6.747.415	9.453.373	120.582	9.573.955
Yıllık değişme oranı (%)				42,15	24,01	41,89
Özel sermayeli ticaret bankaları						
Krediler	12.329.886	24.469.830	36.799.716	22.105.856	24.856.837	46.962.693
Krediler						
Kısa Vadeli	9.293.587	9.316.721	18.610.308	16.275.851	9.931.390	26.207.240
Orta ve Uzun Vadeli	1.692.957	14.927.890	16.620.847	5.247.714	14.868.754	20.116.468
Takipteki Krediler	3.034.802	299.867	3.334.669	3.019.505	180.799	3.200.304
Yıllık değişme oranı (%)				-0,50	-39,71	-4,03
Özel Karşılıklar (-)	1.691.460	74.648	1.766.108	2.437.213	124.106	2.561.319
Net takipteki krediler	1.343.342	225.219	1.568.561	582.292	56.693	638.985
Yıllık değişme oranı (%)				-56,65	-74,83	-59,26
Toplam Aktifler	55.068.315	64.403.046	119.471.361	74.217.850	68.053.001	142.270.851
Mevduat	25.858.723	57.409.655	83.268.378	36.040.973	56.045.721	92.086.694
Yıllık değişme oranı (%)				39,38	-2,38	10,59
Özkaynaklar	15.204.787	-11.039	15.193.748	20.584.565	373.615	20.958.180
Yıllık değişme oranı (%)				35,38	-3.484,50	37,94
Yabancı bankaları						
Krediler	979.825	1.268.467	2.248.292	1.448.475	1.323.788	2.772.263
Krediler						
Kısa Vadeli	797.867	885.253	1.683.120	1.133.878	958.928	2.092.806
Orta ve Uzun Vadeli	158.841	381.384	540.225	288.150	364.860	653.010
Takipteki Krediler	84.590	26.973	111.563	118.253	4.911	123.164
Yıllık değişme oranı (%)				39,80	-81,79	10,40
Özel Karşılıklar (-)	61.473	25.143	86.616	91.806	4.911	96.717
Net takipteki krediler	23.117	1.830	24.947	26.447	0	26.447
Yıllık değişme oranı (%)				14,40	-100,00	6,01
Toplam Aktifler	3.090.210	3.534.138	6.624.348	3.897.580	3.045.818	6.943.398
Mevduat	633.270	2.823.916	3.457.186	831.527	2.713.654	3.545.181
Yıllık değişme oranı (%)				31,31	-3,90	2,55
Özkaynaklar	1.385.577	2.260	1.387.837	1.644.311	21.344	1.665.655
Yıllık değişme oranı (%)				18,67	844,42	20,02
TMSF bankaları						
Krediler	1.316.947	581.456	1.898.403	631.745	285.155	916.900
Krediler						
Kısa Vadeli	381.326	254.429	635.755	301.706	144.299	446.005
Orta ve Uzun Vadeli	112.496	256.887	369.383	131.090	136.658	267.748
Takipteki Krediler	2.013.608	245.961	2.259.569	806.393	18.690	825.083
Yıllık değişme oranı (%)				-59,95	-92,40	-63,48
Özel Karşılıklar (-)	1.190.483	175.821	1.366.304	607.444	14.492	621.936
Net takipteki krediler	823.125	70.140	893.265	198.949	4.198	203.147
Yıllık değişme oranı (%)				-75,83	-94,01	-77,26
Toplam Aktifler	5.831.918	3.478.219	9.310.137	6.371.825	764.645	7.136.470
Mevduat	2.577.422	4.206.932	6.784.354	2.329.084	2.479.621	4.808.705
Yıllık değişme oranı (%)				-9,64	-41,06	-29,12
Özkaynaklar	-625.899	0	-625.899	-848.010	0	-848.010
Yıllık değişme oranı (%)				35,49	#SAYI/0!	35,49

89 Kaynak: TBB, Bankalarımız Kitabı

sıra

no: Tablo 5.B.6 (Devam)

sıra no	Aralık 2004			Aralık 2005			Aralık 2006		
	TL	YP	Toplam	TP	YP	Toplam	TP	YP	Toplam
2									
3									
4	65.551.185	37.689.960	103.241.145	105.428.402	43.213.392	148.641.794	158.535.699	59.528.226	218.063.925
5				104.761.333	43.189.257	147.950.590	157.780.645	59.527.999	217.308.644
6	44.216.185	16.248.258	60.464.443						
7	20.628.259	21.389.087	42.017.346						
8	6.138.999	216.699	6.355.698	6.887.788	199.582	7.087.370	8.120.705	60.856	8.181.561
9	-26,73	-13,20	-26,34	12,20	-7,90	11,51	17,90	-69,51	15,44
10	5.432.258	164.084	5.596.342	6.220.719	175.447	6.396.166	7.365.651	60.629	7.426.280
11	706.741	52.615	759.356	667.069	24.135	691.204	755.054	227	755.281
12	-23,27	-21,38	-23,14	-5,61	-54,13	-8,97	13,19	-99,06	9,27
13	193.660.922	112.790.643	306.451.565	258.901.125	122.738.777	381.639.902	320.940.048	163.917.214	484.857.262
14									
15	108.891.590	88.502.272	197.393.862	155.853.515	88.780.140	244.633.655	192.785.739	120.046.505	312.832.244
16	33,46	11,72	22,75	43,13	0,31	23,93	23,70	35,22	27,88
17	45.610.084	352.574	45.962.658	50.314.646	532.758	50.847.404	57.708.656	268.875	57.977.531
18	30,23	-31,64	29,33	10,31	51,11	10,63	14,70	-49,53	14,02
19									
20	17.923.509	3.614.031	21.537.540	27.420.707	4.642.893	32.063.600	39.077.122	7.983.157	47.060.279
21				27.346.225	4.642.893	31.989.118	39.000.718	7.983.157	46.983.875
22									
23	10.912.410	2.007.435	12.919.845						
24	6.915.873	1.597.449	8.513.322						
25	2.331.377	64.608	2.395.985	2.507.435	7.596	2.515.031	2.398.332	8.430	2.406.762
26	-45,70	964,38	-44,28	7,55	-88,24	4,97	-4,35	10,98	-4,30
27	2.236.151	55.461	2.291.612	2.432.953	7.596	2.440.549	2.321.928	8.430	2.330.358
28	95.226	9.147	104.373	74.482	0	74.482	76.404	0	76.404
29	-6,61	76.125,00	2,35	-21,78	-100,00	-28,64	2,58	#SAYI/0	2,58
30	81.629.912	25.272.862	106.902.774	99.739.769	24.134.016	123.873.785	111.632.162	31.730.261	143.362.423
31									
32	60.001.064	22.418.924	82.419.988	74.693.278	21.713.195	96.406.473	84.386.194	27.296.732	111.682.926
33	41,54	24,68	36,52	24,49	-3,15	16,97	12,98	25,71	15,85
34	10.027.799	40.107	10.067.906	13.416.804	89.768	13.506.572	14.761.012	85.665	14.846.677
35	6,08	-66,74	5,16	33,80	123,82	34,15	10,02	-4,57	9,92
36									
37	40.650.188	28.971.858	69.622.046	57.906.554	27.889.071	85.795.625	87.895.242	39.805.303	127.700.545
38				57.414.505	27.867.453	85.281.958	87.330.215	39.805.303	127.135.518
39									
40	29.110.065	11.282.367	40.392.432						
41	11.003.530	17.647.747	28.651.277						
42	3.396.538	111.146	3.507.684	3.406.097	165.211	3.571.308	4.552.177	32.233	4.584.410
43	12,49	-38,53	9,60	0,28	48,64	1,81	33,65	-80,49	28,37
44	2.859.945	69.402	2.929.347	2.914.048	143.593	3.057.641	3.987.150	32.233	4.019.383
45	536.593	41.744	578.337	492.049	21.618	513.667	565.027	0	565.027
46	-7,85	-26,37	-9,49	-8,30	-48,21	-11,18	14,83	-100,00	10,00
47	96.966.311	78.970.271	175.936.582	122.899.633	77.756.460	200.656.093	159.173.530	106.441.466	265.614.996
48									
49	46.400.421	62.217.006	108.617.427	68.989.536	55.443.677	124.433.213	89.807.838	73.871.128	163.678.966
50	28,74	11,01	17,95	48,68	-10,89	14,56	30,18	33,24	31,54
51	27.098.717	300.636	27.399.353	23.271.517	438.071	23.709.588	27.391.889	194.421	27.586.310
52	31,65	-19,53	30,73	-14,12	45,71	-13,47	17,71	-55,62	16,35
53									
54	3.087.559	1.702.461	4.790.020	15.232.992	7.716.369	22.949.361	25.013.132	8.380.850	33.393.982
55				15.154.312	7.714.492	22.868.804	24.920.664	8.380.623	33.301.287
56									
57	2.090.728	1.286.122	3.376.850						
58	959.185	415.734	1.374.919						
59	141.370	10.649	152.019	736.441	12.121	748.562	900.726	11.141	911.867
60	19,55	116,84	23,43	420,93	13,82	392,41	22,31	-8,09	21,82
61	103.724	10.044	113.768	657.761	10.244	668.005	808.258	10.914	819.172
62	37.646	605	38.251	78.680	1.877	80.557	92.468	227	92.695
63	42,35	#SAYI/0	44,63	109,00	210,25	110,60	17,52	-87,91	15,07
64	6.594.022	3.752.862	10.346.884	25.762.763	16.628.433	42.391.196	38.508.767	20.814.842	59.323.609
65									
66	2.468.078	3.733.850	6.201.928	12.153.276	11.585.930	23.739.206	18.575.464	18.844.731	37.420.195
67	196,81	37,59	74,94	392,42	210,29	282,77	52,84	62,65	57,63
68	2.072.785	10.097	2.082.882	5.862.400	1.773	5.864.173	7.127.303	-13.233	7.114.070
69	26,06	-52,69	25,05	182,83	-82,44	181,54	21,58	-846,36	21,31
70									
71									
72	18.667	7.887	26.554	15.201	4.700	19.901	16.103	3.910	20.013
73				3.750	4.060	7.810	4.089	3.910	7.999
74	3.874	6.768	10.642						
75	436	0	436						
76									
77									
78	112.458	9.028	121.486	89.987	5.637	95.624	88.272	6.084	94.356
79	-86,05	-51,70	-85,28	-19,98	-37,56	-21,29	-1,91	7,93	-1,33
80	98.101	7.909	106.010	78.536	4.997	83.533	76.258	6.084	82.342
81	14.357	1.119	15.476	11.451	640	12.091	12.014	0	12.014
82	-92,78	-73,34	-92,38	-20,24	-42,81	-21,87	4,92	-100,00	-0,64
83	1.766.612	171.788	1.938.400	1.789.186	69.292	1.858.478	1.124.726	90.619	1.215.345
84									
85	22.027	132.492	154.519	17.425	37.338	54.763	16.243	33.914	50.157
86	-99,05	-94,66	-96,79	-20,89	-71,82	-64,56	-6,78	-9,17	-8,41
87	1.272.563	0	1.272.563	1.532.805	0	1.532.805	862.152	0	862.152
88	-250,06	#SAYI/0	-250,06	20,45	#SAYI/0	20,45	-43,75	#SAYI/0	-43,75

89

Tablo 5.B.7: 2002-6 alt dönemi için bankacılık istikrarsızlıklarına dair veriler

Bankacılık sektörü (oranlar,%)	Aralık 2002	Aralık 2003	Aralık 2004	Aralık 2005	Aralık 2006
Özkaynaklar / Risk Ağırlıklı Varlıklar	24,2	30,9	28,8	-	22,0
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	26,5	28,0	33,7	38,9	45,0
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler				4,8	3,8
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	6,6	1,4	0,7	0,5	0,3
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	64,2	88,5	88,1	90,2	90,8
Dönem Net Karı (Zararı) / Özkaynaklar	9,2	15,8	14,0	14,3	18,9
Kamu sermayeli ticaret bankaları (oranlar,%)					
Özkaynaklar / Risk Ağırlıklı Varlıklar	50,2	56,3	37,1	-	29,1
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	13,8	15,3	20,1	25,9	32,8
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler				7,8	5,1
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	12,7	0,8	0,5	0,2	0,2
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	73,9	97,6	95,6	97,0	96,8
Dönem Net Karı (Zararı) / Özkaynaklar	15,7	18,7	26,6	21,7	25,1
Özel Bankalar (oranlar,%)					
Özkaynaklar / Risk Ağırlıklı Varlıklar	19,7	23,5	22,3	17,5	-
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	30,8	33,0	39,6	48,1	42,8
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler				3,6	4,2
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	4,3	1,4	0,8	0,4	0,6
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	53,0	80,0	83,5	87,7	85,6
Dönem Net Karı (Zararı) / Özkaynaklar	16,0	13,9	10,3	16,9	9,7
Yabancı Bankalar (oranlar,%)					
Özkaynaklar / Risk Ağırlıklı Varlıklar	32,6	36,2	26,9	16,0	-
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	33,9	39,9	46,3	56,3	54,1
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler				2,7	3,3
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	1,1	1,0	0,8	0,3	0,4
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	77,6	78,5	74,8	89,8	89,2
Dönem Net Karı (Zararı) / Özkaynaklar	5,9	11,2	11,9	20,5	18,7
TMSF Bankaları (oranlar,%)					
Özkaynaklar / Risk Ağırlıklı Varlıklar	-21,3	-2,0	185,2	-	132,1
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	12,8	20,4	1,4	1,1	1,6
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler				480,5	471,5
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	22,2	47,1	58,3	60,8	60,0
Toplam Aktifler içindeki payı (%)					
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	75,4	60,5	87,3	87,4	87,3
Dönem Net Karı (Zararı) / Özkaynaklar	-32,3	267,9	30,4	16,9	45,4

Kaynak: TBB, Bankalarımız Kitabı

Tablo 5.B.8: Munzam Karşılıkların Yıllar İtibarıyla Seyri (1980-2003)

Ortalama Munzam karşılık oranları (%)		1980-85	1986-90	1991-95	1996-2000	1996-2002	1980-89	1990-99	1990-2002
vadesiz mevduat (TL) için	(a)	29□00	18□60	16□20	6□80	6□29	24□80	13□00	14□08
	(b)			8□50	6□80	6□29	0□00	4□70	7□77
1 yıl vadeli mevduat (TL) için	(a)	26□50	12□40	7□70	6□80	6□29	21□20	7□75	10□19
	(b)			8□50	6□80	6□29	0□00	4□70	7□92
Vadesiz mevduat (döviz) için	(a)	20□00	19□00	8□90	11□00	11□00	10□00	10□35	13□81
	(b)			11□50	11□00	11□00	0□00	6□70	11□08
1 yıl vadeli mevduat (döviz) için	(a)	20□00	19□60	11□70	11□00	11□00	10□00	12□05	15□27
	(b)			11□50	11□00	11□00	0□00	6□70	11□23

(a) Mevduatın sabit kısmı için uygulanacak munzam karşılık oranıdır.

(b) Mevduatın sabit kısmını aşan miktarına uygulanacak munzam karşılık oranıdır. Bu uygulama 1994'te başlamıştır.

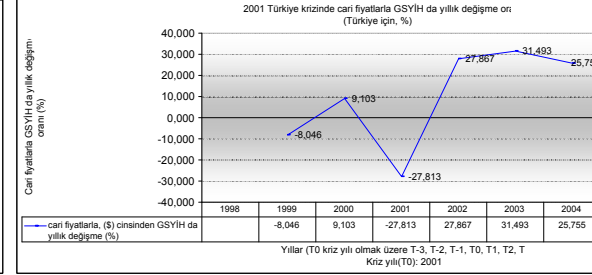
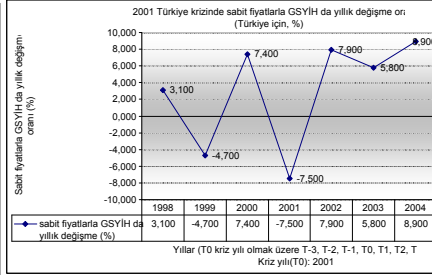
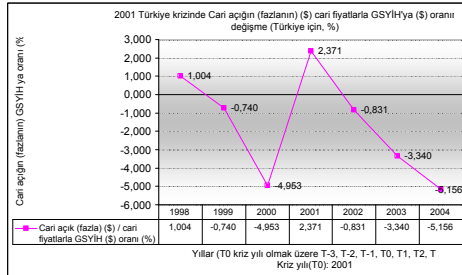
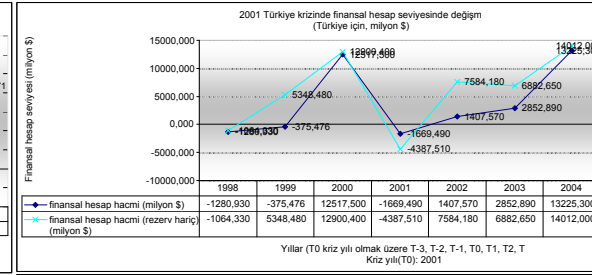
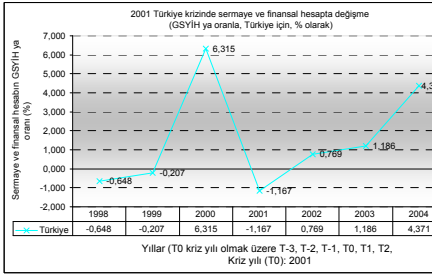
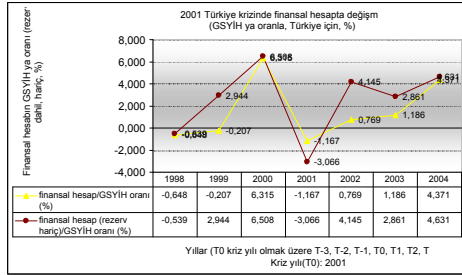
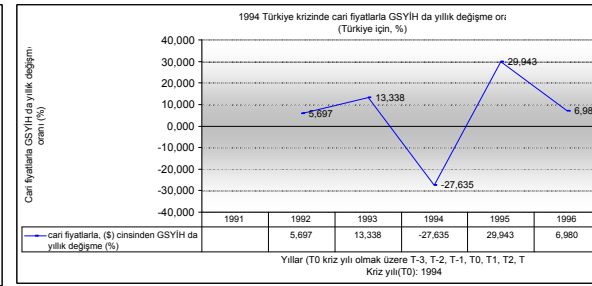
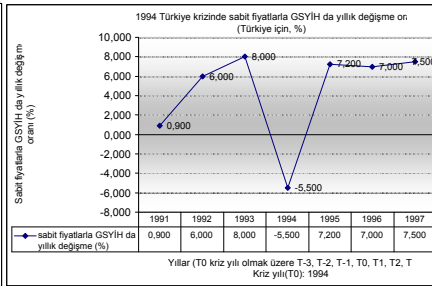
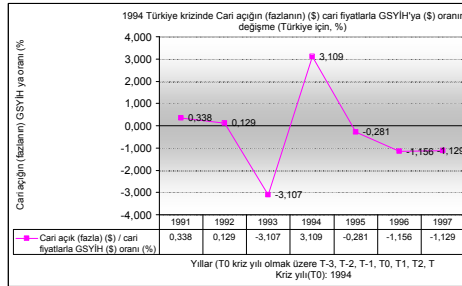
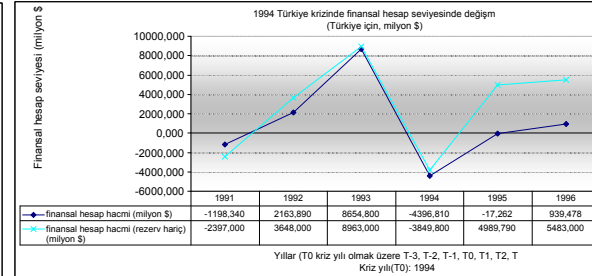
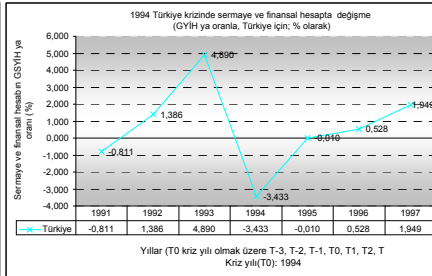
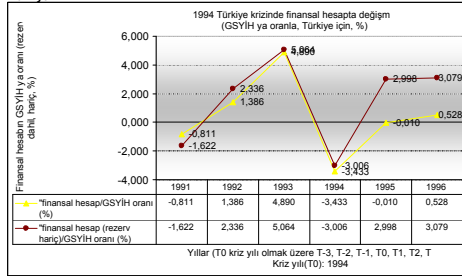
1980-5 alt dönemi verisi döviz mevduatları için yalnızca 1985 yılı munzam karşılık oranını temsil etmektedir.

Kaynak: HM, Hazine İstatistikleri (1980-2003)'ten hareketle hazırlanmıştır.

EK 3: GRAFİKLER (*)

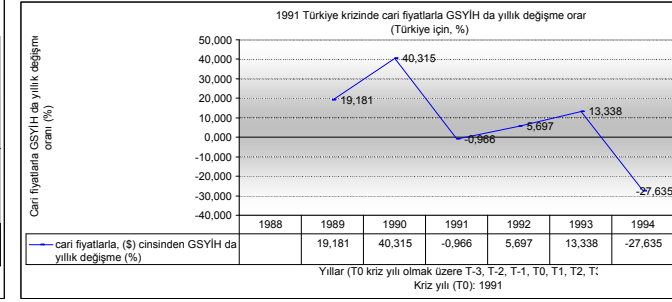
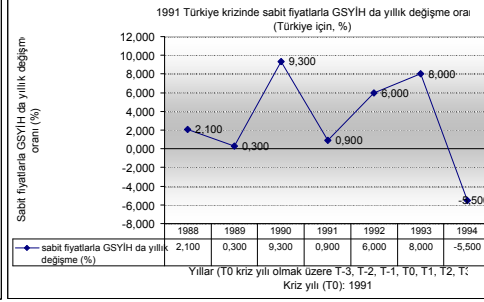
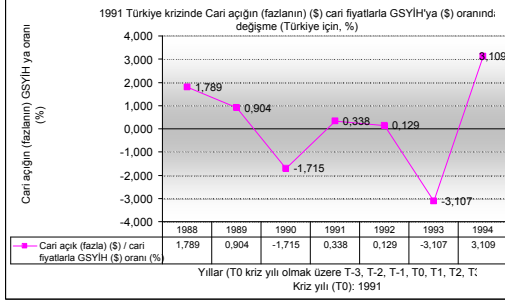
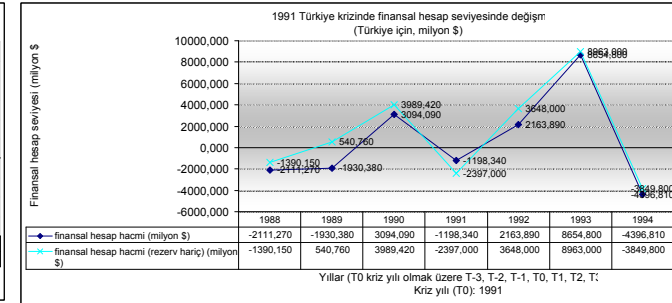
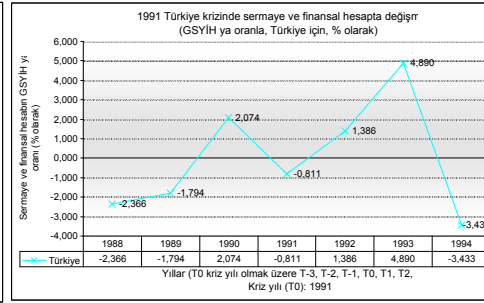
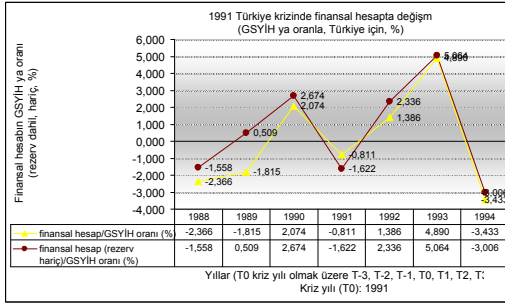
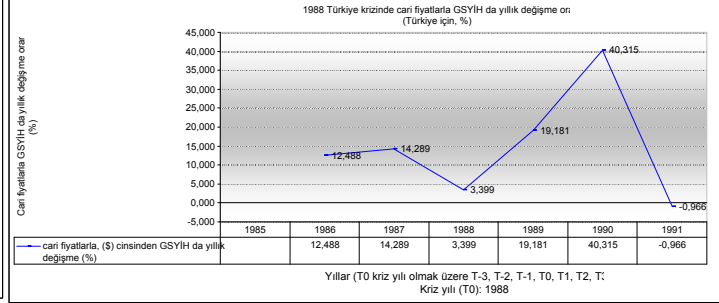
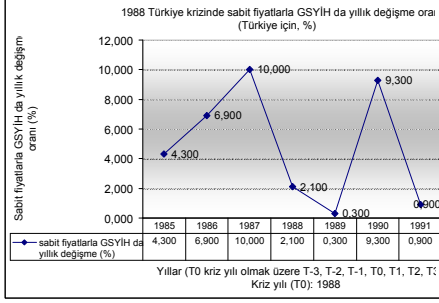
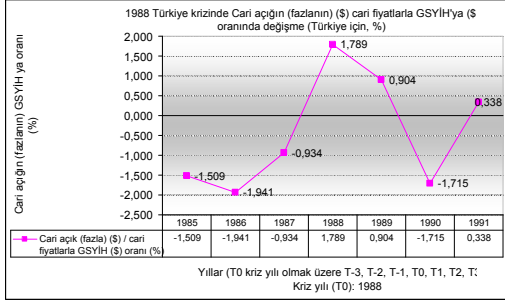
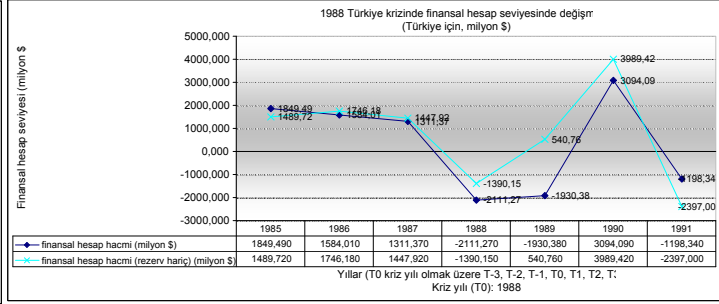
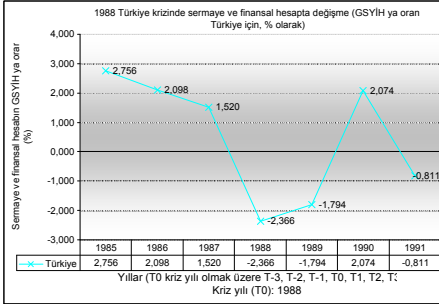
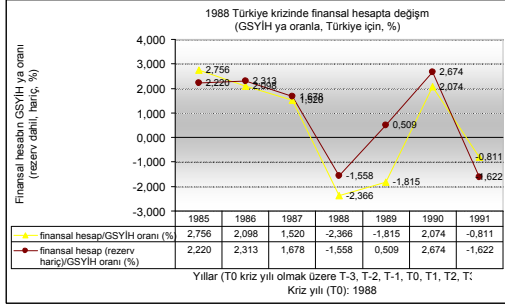
Grafik E3.1

Türkiye

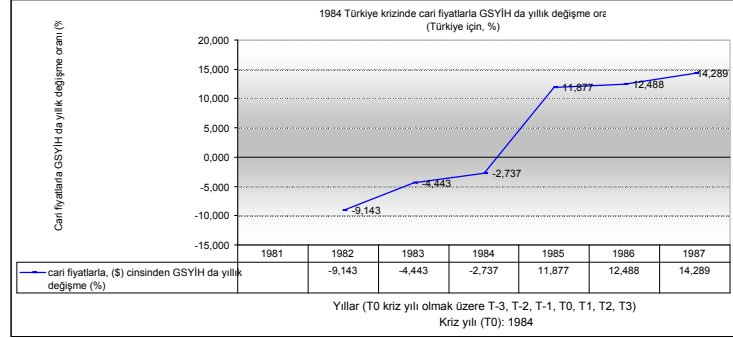
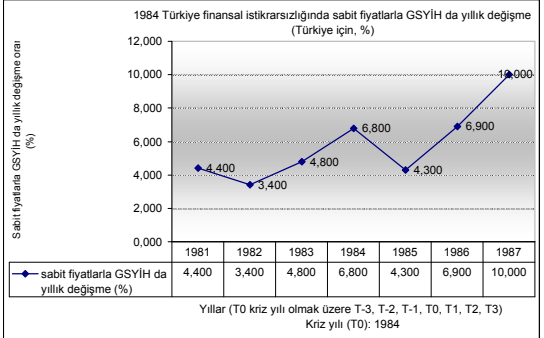
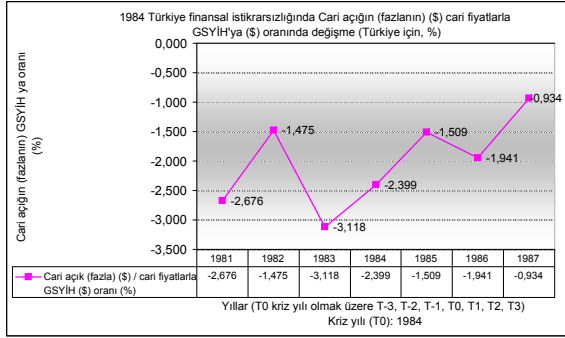
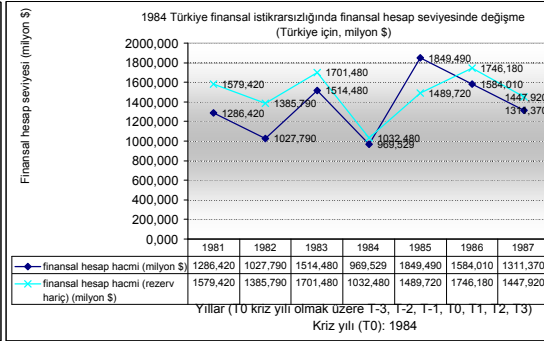
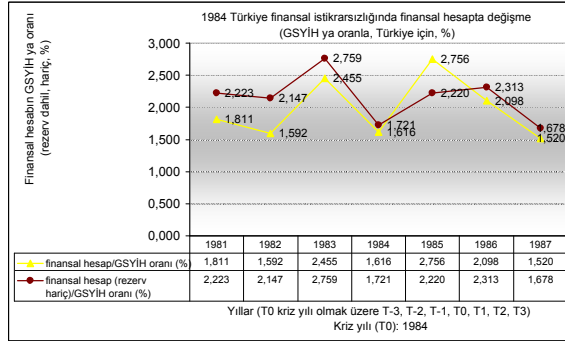


(*) Kaynak: IMF, WEO veri tabanı, IFS ve BOP istatistikleri

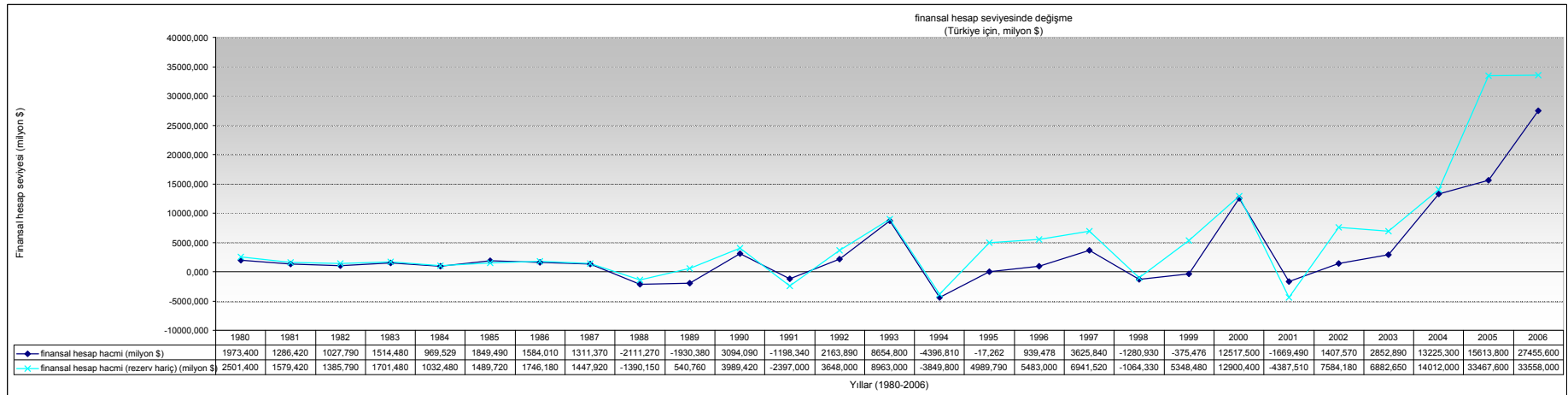
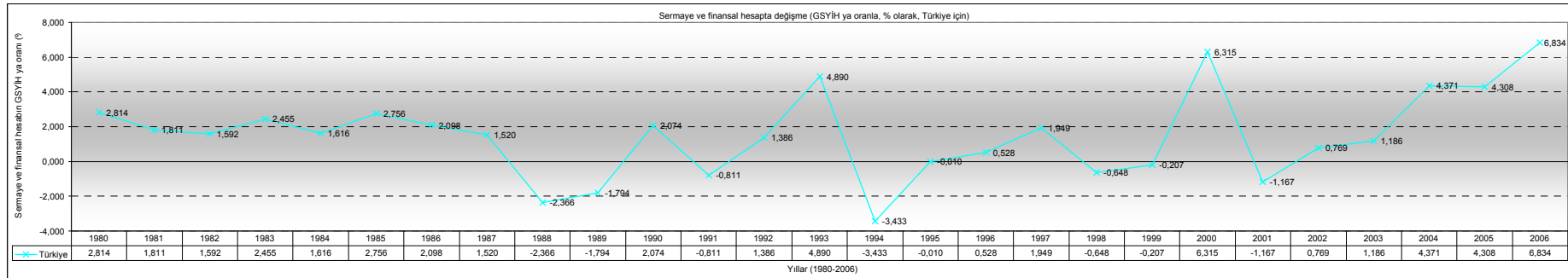
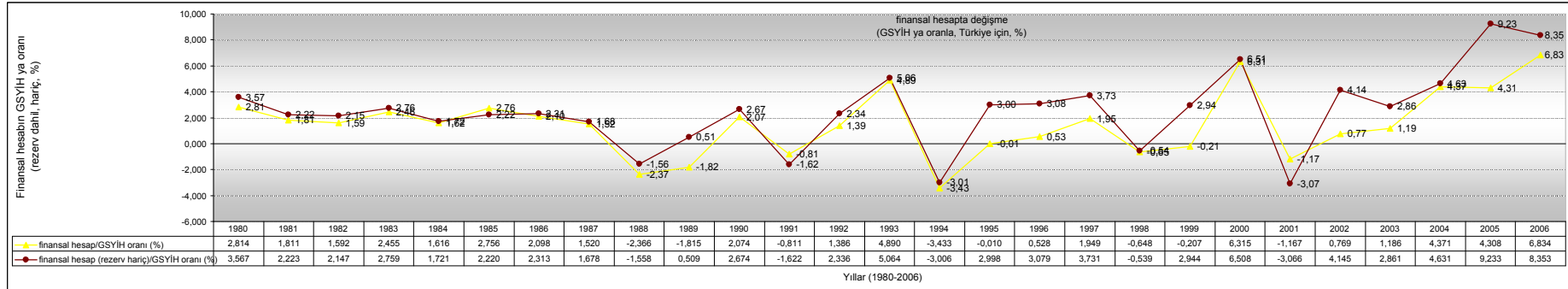
Grafik E3.2



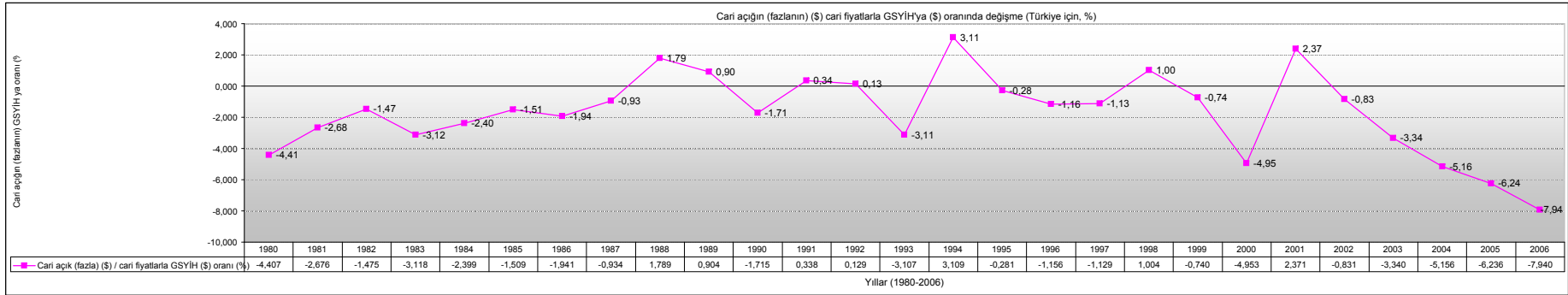
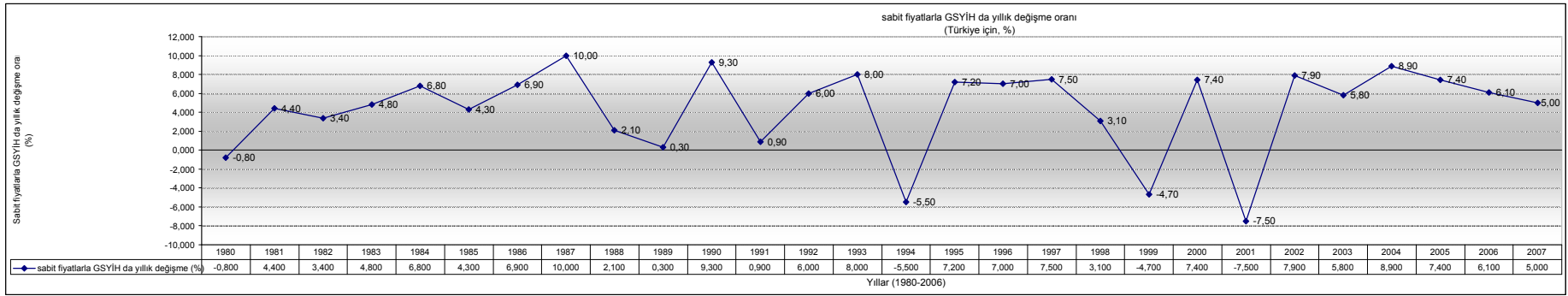
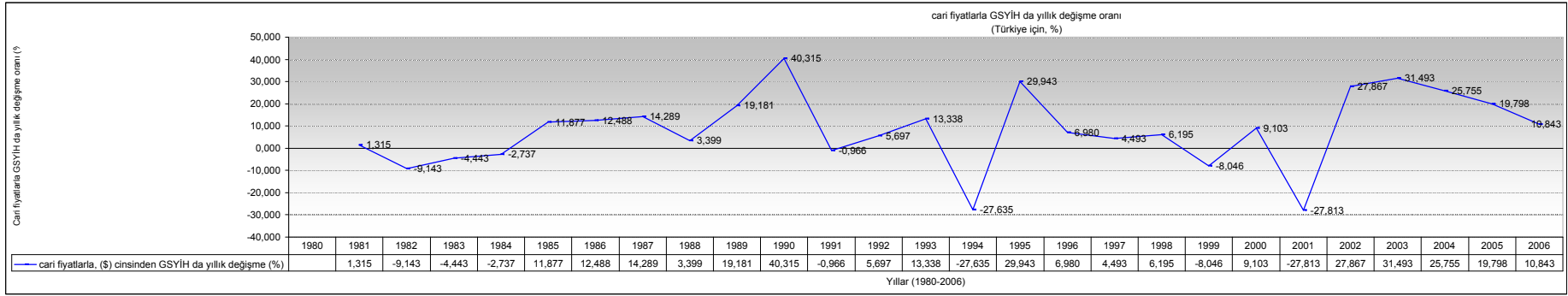
Grafik E3.3



Grafik E3.4



Grafik E3.5



ÖZGEÇMİŞ

Doğum Yeri ve Yılı : Akşehir/1970

Öğr.Gördüğü Kurumlar	Başlama Yılı	Bitirme Yılı	Kurum Adı
Lise	1984	1988	Konya
Lisans	1988	1992	İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fak.
Yüksek Lisans	1993	1996	Marmara Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora	1998	2008	Uludağ Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü

Medeni Durum : Evli, 3 çocuğu var.

Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi: İngilizce-İyi

Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama ve Ayrılma Tarihleri	Çalışılan Kurumun Adı
1.	1993 2001	Dumlupınar Üniv.

...

Yurtdışı Görevleri :

Kullandığı Burslar :

Aldığı Ödüller :

Üye Olduğu Bilimsel ve Meslekî Topluluklar :

Editör veya Yayın Kurulu Üyelikleri :

Yurt İçi ve Yurt Dışında katıldığı Projeler :

Katıldığı Yurt İçi ve Yurt Dışı Bilimsel Toplantılar:

Yayımlanan Çalışmalar :

Diğer :

07.06.2008
Cengiz Samur

