

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
EKONOMETRİ ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL KRİZLERİN ÖNGÖRÜSÜNDE ULUSLARARASI REZERVLERİN
KISA DÖNEM DIŞ BORÇLARA ORANININ ETKİSİ**

Tuğba ŞİMŞEK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA-2012

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
EKONOMETRİ ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL KRİZLERİN ÖNGÖRÜSÜNDE ULUSLARARASI REZERVLERİN
KISA DÖNEM DIŞ BORÇLARA ORANININ ETKİSİ**

Tuğba ŞİMŞEK

Danışman: Doç. Dr. Seda ŞENGÜL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA-2012

ÖZET

FİNANSAL KRİZLERİN ÖNGÖRÜSÜNDE ULUSLARARASI REZERVLERİN KISA DÖNEM DIŞ BORÇLARA ORANININ ETKİSİ

Tuğba ŞİMŞEK

Yüksek Lisans Tezi, Ekonometri Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Seda ŞENGÜL

Nisan 2012, 104 sayfa

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla tekrarlanan finansal krizlerin ülke ekonomilerini derinden sarsması nedeniyle finansal krizlerin öngörülmesi ulusal ve uluslar arası literatürde çalışılan önemli konulardan biri olmuştur. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı, finansal krizlerin öngörülmesinde kullanılan öncü göstergelerden en önemlilerinden biridir.

Uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması rezerv yeterliliği olarak kabul görmüştür. Bu oran, literatürde bir ekonominin güvenilirliğinin en temel göstergelerinden birisi olarak değerlendirilmektedir.

Uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının 1 kritik değerinin altına düşmesi ekonomide bozulmaların olduğu, etkin olmayan politikaların izlendiği şeklinde yorumlanırken, bu oranın 1 kritik değerinin üzerinde olması ise ülke ekonomisinin ani şokları göğüsleyebilecek kadar güçlü olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Bu nedenle bu oran, finansal piyasalardan borç alan ve yabancı sermaye akışının yoğun olduğu gelişmekte olan ülkeler için önemli bir makroekonomik göstergedir.

Bu araştırmada, bu oranın Türkiye'nin ve bazı gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı finansal krizler ile ilişkisi hem teorik hem de ampirik olarak ortaya konulmuştur. Uluslararası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının finansal krizler üzerindeki etkisi, finansal krizlerin ortaya çıkmasına neden olan para arzının uluslar arası rezervlere oranı, para arzının GSYİH'ya oranı, cari işlemler açığının GSYİH'a oranı ve yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranı gibi makroekonomik göstergelerin, bu oran üzerindeki

etkileri tespit edilmiştir. Aynı zamanda bu oranın finansal krizlerin öngörülmesinde potansiyel bir öncü gösterge olup olmadığı tartışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Krizlerin Öngörüsü, Uluslar Arası Rezervler, Kısa Vadeli Dış Borçlar, Probit Modeli, Erken Uyarı Sistemi Sinyal Yaklaşımı.

ABSTRACT**THE ROLE OF THE INTERNATIONAL RESERVES TO SHORT TERM
EXTERNAL DEBTH RATIO OVER THE PREDICTING FINANCIAL CRISES****Tuğba ŞİMŞEK****Master Thesis, Department of Econometrics****Supervisor: Associated Prof. Dr. Seda ŞENGÜL****April 2012, 104 pages**

As the financial crises which recurred frequently in the developing countries during the 1990's have appalled these economies, predicting of the financial crises has become one of the important subjects being studied at the national and international literature. In the developing economies, the ratio of the international reserves to the short term foreign debts is one of the most important leading indicators used in predicting the financial crises.

It is generally accepted as "The Reserve Adequacy" where the ratio of international reserves to the short-term foreign debts is minimum 1, in other words where the international reserves are high enough to cover the capital and interest payments of the external and internal foreign currency debts which will become due within a one year term. In the literature, this ratio is evaluated as one of the key indicators of the credibility of an economy.

While the decrease of the ratio of the reserves to the short-term foreign debts under the critical value of 1 leads to comments like there is a disorder in the economy or ineffective policies are used; the increase of this ratio over the critical value of 1 is interpreted as the economy is strong enough to front the sudden shocks. Therefore, this ratio is a key macroeconomic indicator for the developing economies which borrow from the financial markets and experience intensive foreign capital flow.

In this research, the relationship of this ratio with the financial crises which Turkey and some developing economies are exposed to has been stated with both theoretical and empirical studies. The role of the ratio over the financial crises has been explored by determining the effects of some important macroeconomic indicators over

the ratio at times the ratio is under the critical value of 1 and it is discussed whether this ratio is a leading indicator for the financial crises or not.

Key Words: The Predicting of The Financial Crises, International Reserves, Short-Term Foreign Debts, Probit Model, Early Warning System-Signal Approach.

ÖNSÖZ

Tez çalışması süresince bana her ihtiyacım olduğunda değerli zamanını ayırıp, görüşlerini esirgemediği çalışmamı bilimsel katkı sağlayan, çalışmamı her zaman içten destekleyen Değerli Danışman Hocam Sayın Doç. Dr. Seda Şengül’e teşekkürlerimi sunarım.

Tez jürimde bulunarak bana fikirleriyle yol gösteren hocalarım Sayın Prof. Dr. Altan Çabuk ve Sayın Yard. Doç. Dr. Yelda Tekgül Bugay’a teşekkür ederim.

Yüksek lisans eğitimime onay vererek bu tezi ortaya çıkarmamı sağlayan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Adana Şubesi Müdürlüğü’ne ve tüm mesai arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Tüm yaşantım ve eğitim hayatım boyunca maddi desteklerinin yanında bana her zaman sevgiyle, şefkatle yaklaşan Annem ve Babam’a teşekkürü bir borç bilirim. Bana kardeşlik sevgisini tattıran ve bir arkadaş gibi çalışmam boyunca destek olan canım Kardeşim’e teşekkür ederim.

Tez çalışmamın her aşamasında bana destek veren ve anlayışını hiç kaybetmeyen sevgili Eşim’e teşekkür ederim.

Bu çalışma, bana kendimi dünyanın en şanslı insanıymışım gibi hissettiren Canım Ailem’e armanıdır.

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ATO:	Ankara Ticaret Odası
BIS:	Uluslararası Ödemeler Kuruluşu
ECU:	Avrupa Para Birimi
ERM:	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
EVDS:	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GDF:	Global Finans Küresel Kalkınma Finansmanı
GSMH:	Gayrisafi Milli Hâsıla
GSYİH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
G10:	On Grubu
IIF:	International Institute of Finance
IMF:	International Monetary Fund
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JEDH:	Ortak Dış Borç Merkezi
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüs
KLR:	Kaminsky, Lizondo ve Reinhart
KVDB:	Kısa vadeli dış borçlar
NAFTA:	Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması
OECD:	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OPEC:	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
SDR:	Special Drawing Rihts
T.C.:	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL:	Türk Lirası
UR:	Uluslar arası rezervler
UR/KVDB:	Uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı
WB:	Dünya Bankası
WDI:	Dünya Kalkınma Göstergeleri

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.	1990'lı Yılların İlk Yarısında Türkiye Sermaye Akışı (Net,Milyar \$).....	24
Tablo 2.	İMF Sınıflamasına Göre Rezerv Bileşenleri.....	50
Tablo 3.	Uluslararası Rezervler/ KVDB Oranının Finansal Krizler İle İlişkisi Probit Modeli Parametre Tahminleri ve Marjinal Etkiler.....	78
Tablo 4.	UR/KVDB Oranının 1 Kritik Değerinin Altına Düştüğü Dönemlerde Diğer Makroekonomik Değişkenler İle İlişkisi Probit Modeli Parametre Tahminleri ve Marjinal Etkiler.....	80
Tablo 5.	Erken Uyarı sistemi Sinyal Yaklaşımı Yöntemiyle Elde Edilen Sinyaller İçin Kurulan Matris.....	82
Tablo 6.	Kriz dönemlerinde Alınan Sinyal Sayıları ve Sinyallerin Öncülüğü.....	84
Tablo 7.	Uluslararası Rezerv/KVDB Oranının Performansı.....	85
Tablo 8.	Uluslar arası Rezervler/ KVDB Oranının Yüzdelik Değerlerinin Verdiği Sinyaller.....	87
Tablo 9.	Kriz dönemlerinde Alınan Sinyal Sayıları ve Sinyallerin Öncülüğü.....	88
Tablo 10.	Uluslararası Rezerv/KVDB Oranının Türkiye için Performansı.....	88

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.	Ekonomik Kriz Türleri.....	8
Şekil 2.	Finansal Krizlerin Sınıflandırılması ve Birbirlerine Etkileri.....	13
Şekil 3.	1990-1998 Yılları Arası Bazı Asya Ülkelerinin Sermaye Akışı.....	18
Şekil 4.	1980-2001 Yılları Arası Türkiye Ekonomi Büyüme Oranları (%).....	21
Şekil 5.	1990'lı yıllarda Türkiye'de GSMH.....	25
Şekil 6.	1991-2000 Tarihleri Arası Türkiye'de Yıllık Ortalama Dolar Kuru.....	26
Şekil 7.	Türkiye Uluslararası Rezervleri (Milyon \$).....	55
Şekil 8.	Dış Borçların İşleyişleri.....	59
Şekil 9.	Türkiye Dış Borç Stoku-Brüt (Hazine) (Üç Aylık, Milyon ABD Doları)....	64
Şekil 10.	Tayland'da Uluslar arası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılı: 1997).....	67
Şekil 11.	Malezya'da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılı: 1997.....	67
Şekil 12.	Kolombiya'da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılları: 1985, 1997, 1998 ve 1999).....	68
Şekil 13.	Meksika'da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılı: 1994).....	68
Şekil 14.	Türkiye'de Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılları: 1994 ve 2001).....	69
Şekil 15.	Probit Modelin Birikimli Olasılık Dağılım Fonksiyonu.....	75

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	v
KISALTMALAR.....	vi
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Konusu.....	1
1.2. Çalışmanın Amacı	3
1.3. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtları.....	4
1.4. Çalışmanın Planı.....	5

BÖLÜM II

FİNANSAL KRİZLER VE FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

2.1. Kriz Kavramı.....	7
2.1.1. Ekonomik Kriz Tipleri.....	7
2.1.1.1. Finansal Krizler.....	8
2.1.1.2. Para Krizleri.....	9
2.1.1.3. Bankacılık Krizleri.....	10
2.1.1.4 Dış Borç Krizleri.....	11
2.1.1.5. Sistematik Finansal Krizler.....	12
2.1.2. Geçmişten Günümüze Yaşanmış Belli Başlı Finansal Krizler.....	13
2.1.2.1. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerde	
Yaşanan Finansal Krizler	13
2.1.2.2. Rusya Krizi.....	16
2.1.2.3. Güneydoğu Asya Krizi.....	17
2.1.2.4. Latin Amerika Krizleri.....	18

2.1.2.4.1. Meksika Krizi.....	18
2.1.2.4.2. Arjantin Krizi.....	19
2.1.2.5. Türkiye’de Yaşanmış Krizler.....	21
2.1.2.5.1. 1980’den Önce Yaşanmış Krizler.....	18
2.1.2.5.2. 1990’lı Yıllarda Yaşanmış Krizler.....	24
2.1.2.5.3. Kasım 200- Şubat 2011 Krizleri.....	30
2.1.2.6. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanmış Krizler İle Türkiye’deki Şubat 2011 Krizinin Karşılaştırması.....	33
2.2. Finansal Kriz Teorileri.....	36
2.2.1 Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Modeller.....	37
2.2.1.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri.....	37
2.2.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	38
2.2.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	40
2.2.2. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yapılan Ampirik Çalışmalar.....	42
2.2.2.1. Erken Uyarı Sistemi Modelleri.....	44
2.2.2.1.1. Sinyal Yaklaşımı ve Öne Çıkan Çalışmalar.....	45

BÖLÜM III

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER İÇİN FİNANSAL KRİZ DÖNEMİNDE ULUSLAR ARASI REZERVLERİN KISA VADELİ DIŞ BORÇLARA ORANIN ROLÜ

3.1. Uluslar Arası Rezervler.....	48
3.1.1. Uluslara Arası Rezerv Yeterliliği.....	51
3.1.1.1. Merkez Bankalarının Rezerv Tutma Nedenleri.....	54
3.1.1.2. Rezerv Yönetimi.....	56
3.1.1.2.1. Türkiye’de Rezerv Yönetimi.....	56
3.2. Dış Borç Kavramı.....	58
3.2.1. Kısa Vadeli Dış Borçlar.....	60
3.2.2. Türkiye’de Dış Borçların Durumu.....	62
3.3. Uluslar Arası Rezerv/Kısa Vadeli Dış Borçlar Oranının Önemi.....	64
3.4. Türkiye ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Kriz Yıllarında Uluslararası Rezerv/KVDB Oranındaki Değişim.....	66

BÖLÜM IV

MATERYAL VE YÖNTEM

4.1. Materyal.....	70
4.2. Değişkenler ve Değişkenlerin Özellikleri.....	70
4.3. Yöntem.....	72
4.3.1. Probit Model.....	72
4.3.1.1 Probit Modelin Tahmini.....	75
4.3.1.2. Probit Model İçin Marjinal Etki Hesaplaması.....	78
4.3.2. Araştırma Bulguları.....	78
4.4. Uluslar Arası Rezerv/ KVDB Oranı İle	
Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Kriz Öngörüsü.....	81
4.4.1. Erken Uyarı Sistemi Sinyal Yaklaşımı.....	81
4.4.2. Eşik Değer Belirleme.....	83
4.4.3. Sinyal Yaklaşımının	
Bazı Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Uygulaması.....	84
4.4.4. Türkiye’de Sinyal Yaklaşımının Uygulaması.....	86

BÖLÜM V

SONUÇ VE ÖNERİLER

5.1. SONUÇ.....	90
5.2. ÖNERİLER.....	93
KAYNAKÇA.....	94
ÖZGEÇMİŞ.....	104

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Konusu

Uluslararası rezervler, bir ülkenin para otoritesinin kullanıma hazır bulundurduğu, uluslararası piyasalarca konvertibilitesi kabul görmüş, ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin doğrudan ya da dolaylı finansmanını sağlayan yabancı para cinsinden kaynaklar bütünüdür. Bir varlığın uluslar arası rezerv sayılabilmesi için genel ve ortak kriter milli para olmaması, ya yabancı para cinsinden ya da uluslar arası standartta altın olmasıdır. Uluslar arası rezervlerin bileşenleri için kabul görmüş ve merkez bankalarının bilançolarında yer alan kalemler; merkez bankasının sahip olduğu altın mevcudu, konvertibl yabancı paralar, Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rihts-SDR) ve Uluslar Arası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) rezerv pozisyonlarıdır. Uluslararası rezervler, para politikalarının uygulanması konusunda sağladığı yüksek manevra gücü nedeniyle yoğun şekilde talep edilmeye devam etmektedir. Ülkemiz açısından da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) rezervleri ülke risk primini azaltan ve kolay dış borçlanma sağlamak açısından bir güvence oluşturan, aynı zamanda da finansal serbestleşme sonrası yaşanan döviz krizlerinde de güvenilecek bir kaynak oluşturmaktadır (TCMB, 2005).

Ülkenin kaynaklarına ek bir kaynak sağlamak, döviz olarak yeni ödeme gücü elde etmek gibi amaçlarla ülke dışındaki yabancı hükümet ya da finans kuruluşlarından karşılıklı ya da karşılıksız geri ödemeli kaynağa dış borç denir. Dış borç geniş bir kavramdır ve bu nedenle bu yaklaşımda hangi borç grubunun ve ne oranda kullanılacağını tespit edilmesi gerekmektedir.

Dış borçlar vadelerine göre kısa, orta ve uzun vadeli dış borçlar olarak üçe ayrılmaktadır. Kısa vadeli dış borçlar vadesi bir yıldan az olan borçlar olarak tanımlanırken, vadesi bir yıldan fazla olan borçlar uzun vadeli borçlardır. Gelişmekte olan ülkelerin ülke risk primlerinin değişken olmasından dolayı uzun vadede borçlanmaları maliyetli olduğundan daha çok kısa vadeli dış borçlar ile ülke ekonomilerini finanse etmektedirler. Bu nedenle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin toplam dış borç stoklarında kısa vadeli dış borçların oranı yüksektir. Bu durum da kısa vadeli dış borçların gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde önemli bir

makroekonomik büyüklük haline gelmesine yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin son yıllarda küreselleşen dünya ekonomisinde değişken yatırım tercihlerinden kaynaklanan ani sermaye hareketliliğine maruz kalmalarından dolayı kısa vadeli dış borçlar (KVDB) kavramına olan ilgi giderek artmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin likiditesi ne kadar fazla olursa yurtiçi kaynaklı dışsal şoklara olan kırılganlığı da o kadar az olmaktadır. Bunun anlamı ülke ekonomisi bir şokla karşılaştığında dış yükümlülüğü olan dış borçlarını belirli bir süre boyunca çevirebilecek güçte olabilmesidir. Bunun için de politika yapıcılarının ekonomide beklenmedik bir şok ile karşılaşıldığında etkisinin daha da derinleşip finansal krize dönüşmeden zamanlı müdahale edebilmesi için yeterli düzeyde rezerv tutmaları gerekmektedir. Burada “yeterli rezerv”, ülke rezervlerinin kısa vadeli dış borçlarını belirli bir süre boyunca karşılayabilecek kadar rezerv bulundurması demektir (Bussiere and Mulder,1999). İşte bu noktada karşımıza uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı (UR’nin KVDB’ye oranı- UR/KVDB) kavramı çıkmaktadır. Bu oran ülkelerin rezerv yeterliliğini ölçmekte kullanılan önemli bir ekonomik büyüklüktür. Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması rezerv yeterliliği olarak kabul görülmüştür.

Özellikle 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla tekrarlanan finansal krizlerin ülke ekonomilerini derinden sarsması nedeniyle finansal krizlerin önceden öngörülmesi konusu literatürde büyük ilgi uyandırmış, bu konuda yoğun çalışmaların yapılmasına neden olmuştur. Bu çalışmalarda UR’nin KVDB’ye oranı da modellere dahil edilmiştir. Erken uyarı sistemleri olarak adlandırılan bu öngörü modelleri için potansiyel öncü gösterge niteliği taşıyan bu oranın büyüklüğüne bakılarak ülke ekonomileri hakkında bazı yorumlar yapılabilmektedir (Calafell, 2005):

- 1) UR’nin KVDB’ye oranı düşük olan ülkeler diğer ülkelere nazaran ani şoklara karşı daha savunmasız olarak görülmektedirler.
- 2) Düşük bir UR’nin KVDB’ye oranı ülkede etkin olmayan bir para politikası uygulandığının göstergesini işaret etmektedir.
- 3) Bu oran düşük olduğunda ekonomik krizlerin yaşanma ihtimalinin yüksek olduğu çıkarımı yapılmaktadır.

Görüldüğü gibi UR’nin KVDB’ye oranı ülke ekonomisi için önemli bir büyüklük olmakla kalmayıp, ülke ekonomisi hakkında genel olarak bir ön bilgi de

sunmaktadır. Bu sebeple bu oran, ülke ekonomisinin ani şokları göğüsleyebilecek kadar güçlü olduğunu göstermesi açısından uluslararası finansal piyasalardan borç alan ülkeler için önem kazanmıştır.

Günümüzde kısa vadeli dış borçlara ihtiyacı olan ülkeler çoğunlukla gelişmekte olan ülkeler olduğundan UR'nin KVDB'ye oranı, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kritik değerlerden biri haline gelmiştir. UR'nin KVDB'ye oranının bahsedilen öneminden dolayı; literatürde finansal krizler için önemleri kabul görmüş makroekonomik değişkenlerden M2'nin gayrisafi yurtiçi hâsılaya (GSYİH) oranı, M2'nin uluslar arası rezervlere oranı, yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranı ve cari işlemler açığının GSYİH'a oranı ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı finansal krizler ile ilişkisini saptamak ve erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımı yöntemiyle UR'nin KVDB' ye oranı için belirlenen eşik değer ile finansal krizlerin öngörüsünde öncü gösterge olarak verdiği sinyaller yoluyla finansal krizleri öngörmedeki performansını ölçmek bu çalışmanın ana konusudur.

1.2. Çalışmanın Amacı

Rezervler ülke risk primini azaltması ve kolay dış borçlanma sağlamak açısından bir güvence oluşturması, aynı zamanda da finansal serbestleşme sonrası yaşanan döviz krizlerinde de güvenilecek bir kaynak olarak görülmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin yeterli rezerv bulundurması gerekmektedir. Rezerv yeterliliğini belirlemek için kullanılan birçok yöntem olmakla birlikte gelişmekte olan ülkeler için bu yöntemlerden biri kısa vadeli borçların rezervlerle kıyaslanarak rezerv yeterliliğini değerlendirilmesi yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması arzu edilmektedir. Bu oranın büyüklüğü, ülkelerin dış şoklar karşısındaki dayanıklılığını da göstermektedir. Bu nedenle bu oranda saptanan belirli bir düşüş ülke ekonomisinin dış şoklara mazur kalabileceği şeklinde yorumlanabilir (TCMB, 2005).

Bu nedenle bu çalışmanın ana amacı finansal krizler için öncü bir gösterge olarak UR'nin KVDB'ye oranının Türkiye'yi de kapsayan 9 gelişmekte olan ülkede olası finansal krizler üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Ayrıca UR'nin KVDB'ye oranının 1 eşik değerinin altında olduğu dönemlerde, diğer bir ifadeyle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz

ödemelerini karşılayamaması durumlarında M2'nin uluslar arası rezervlere oranı, cari işlemler açığının GSYİH'a oranı, M2'nin GSYİH'a oranı ve yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranı gibi makroekonomik göstergelerin UR'nin KVDB'ye oranı üzerindeki etkilerini belirleyerek finansal krizler üzerinde uluslar arası rezervlerin rolünü incelemektir.

Özellikle 1990'lı yıllardan günümüze kadar gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla tekrarlanan finansal krizler, ülke ekonomilerini maruz kaldığı şoklar yüzünden daha da kırılgan hale getirmiştir. Ülke ekonomileri için ciddi bir tehdit unsuru haline gelen finansal krizlerin, makul bir süre önceden öngörülüp önlenmesi politika yapıcılar için istenilen bir durumdur. Erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımıyla finansal krizler öngörülebilmektedir. UR'nin KVDB'ye oranı için öncelikle her ülke için ayrı ayrı olarak bulunan eşik değerler kullanılarak Türkiye ve bazı gelişmekte olan ülkeler için erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımıyla UR'nin KVDB'ye oranının finansal kriz öncü göstergesi olup olmadığını belirlemek çalışmanın diğer bir amacıdır.

1.3. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtları

Gelişmekte olan ülkelerin seçiminde finansal krizlerle ilgili ampirik literatürde Türkiye ile aynı grupta incelenen ve 1985'ten sonra finansal kriz yaşamış olan gelişmekte olan ülkeler dikkate alınmıştır. Seçilen gelişmekte olan ülkeler; Arjantin, Kolombiya, Şili, Brezilya, Meksika, Endonezya, Malezya, Tayland ve Türkiye'dir.

Finansal kriz dönemlerinin tespiti için literatürde birçok çalışma mevcut olmakla beraber, bu çalışmada benimsenen kriz dönemleri; ilk olarak Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998) tarafından uygulanmış, aynı zamanda Kamin, Schindler ve Samuel (2001), Edison (2000) ile IMF'nin (2000) erken uyarı kriz modellerinde kullanılan metoda göre belirlenen dönemlerdir. Buna göre finansal krizler; nominal döviz kurunun aylık amortismanın ağırlıklı ortalamasının ve uluslar arası rezervlerde meydana gelen aylık azalışın ortalama değerinin 3 standart sapması değerinden daha fazla olduğu dönem olarak tanımlanmıştır. Buna göre kriz yılları Arjantin için 1989; Endonezya için 1986, 1997; Brezilya için 1990, 1991 ve 1999; Şili için 1985, Kolombiya için 1985, 1997, 1998 ve 1999; Meksika için 1994; Malezya için 1997; Tayland için 1997 yılıdır. Türkiye için kriz dönemlerinin belirlenmesinde Gerni vd. (2005) çalışmalarında, Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın (1998) uyguladıkları yönteme benzer yöntem uygulamışlar, 1994 ve 2001 yıllarını Türkiye için kriz yılları olarak almışlardır. Bu

çalışmada da bu yöntem benimsenmiştir. Aynı zamanda 1994 ve 2001 yılları Türkiye’de finansal krizin yaşandığı yıllardır.

Uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı için yapılan uygulamalarda kullanılan diğer makroekonomik büyüklükler, literatürde finansal krizlerin öngörüsünde potansiyel öncü gösterge olarak kabul edilmiş değişkenler arasından seçilmiştir. Bu değişkenler: yurt içi kredilerin GSYİH’a oranı, M2’nin uluslar arası rezervlere oranı, M2’nin GSYİH’a oranı, cari işlemler açığının GSYİH’a oranıdır.

Finansal kriz döneminin 1985 ve sonrasında ve incelenen gelişmekte olan ülke sayısının Türkiye ile beraber 9 ülkeyle sınırlandırılmış olması bu çalışmanın önemli bir kısıtıdır. Türkiye ile benzer özellikte olan Güney Kore gibi ülkelerin veri tabanıyla çalışmanın veri tabanının uyuşmaması dolayısıyla kapsam dışı bırakılmıştır.

1.4. Çalışmanın Planı

Çalışmanın birinci bölümünde çalışmanın konusu, amacı, kapsamı ve karşılaşılan kısıtlar hakkında bilgi verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde genel olarak finansal krizler ve finansal kriz teorileri açıklanmıştır. Bunun için öncelikle ekonomik kriz kavramı, türleri ve farklı ekonomik kriz tiplerinin birbirlerine etkisi, literatürde yapılmış finansal kriz tanımlarına yer verilmiştir. Bölümün devamında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler, bu krizlerin dönemleri, nedenleri ve etkilerinden bahsedilmiştir. Daha sonra Türkiye’de yaşanan finansal krizler ile ilgili detaylı bilgiler verilmiştir. Türkiye’deki krizler ile bazı gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin kıyaslaması yapılarak benzerlikleri ve farklılıkları tartışılmıştır. Finansal kriz teorileri ve yapılan ampirik çalışmalarla ilgili literatüre yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde uluslar arası rezervler ve kısa vadeli dış borçların ülke ekonomilerindeki yeri ve önemi açıklanmıştır. Bölümün devamında bu oran için belirlenen kritik değerin büyüklüğü belirtilmekte ve kritik değerin altına düşen ülkeler ile ilgili yapılan yorumlara yer verilmiştir. Bazı gelişmekte olan ülkelerin kriz dönemlerinden hemen önce bu oranın büyüklüğü şekiller yöntemiyle gösterilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde materyal, yöntem ve veriler tanıtılmıştır. Kurulan model, bağımlı değişkenin oluşturulması, bağımsız değişkenlerin tanımları ve bu değişkenlerin literatürde finansal krizler için kabul görmüş etkileri bölümün devamında sunulmuştur. Probit model ile yapılan tahmin sonuçlarına bu bölümde yer

verilmiştir. Ayrıca bölümün devamında bazı gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye için ayrı ayrı sinyal yaklaşımıyla alınan sinyaller sayesinde UR'nin KVDB'ye oranının finansal krizleri öngörmede potansiyel bir öncü gösterge olup olmadığı her bir ülke için alınan sinyaller yoluyla tartışılmıştır.

Çalışmanın son bölümü sonuç bölümüdür. Bu bölümde araştırmadan elde edilen önemli bulgular tartışılmış ve bulgulara dayanarak politika önerilerinde bulunulmuştur.

BÖLÜM II

FİNANSAL KRİZLER VE FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

2.1. Kriz Kavramı

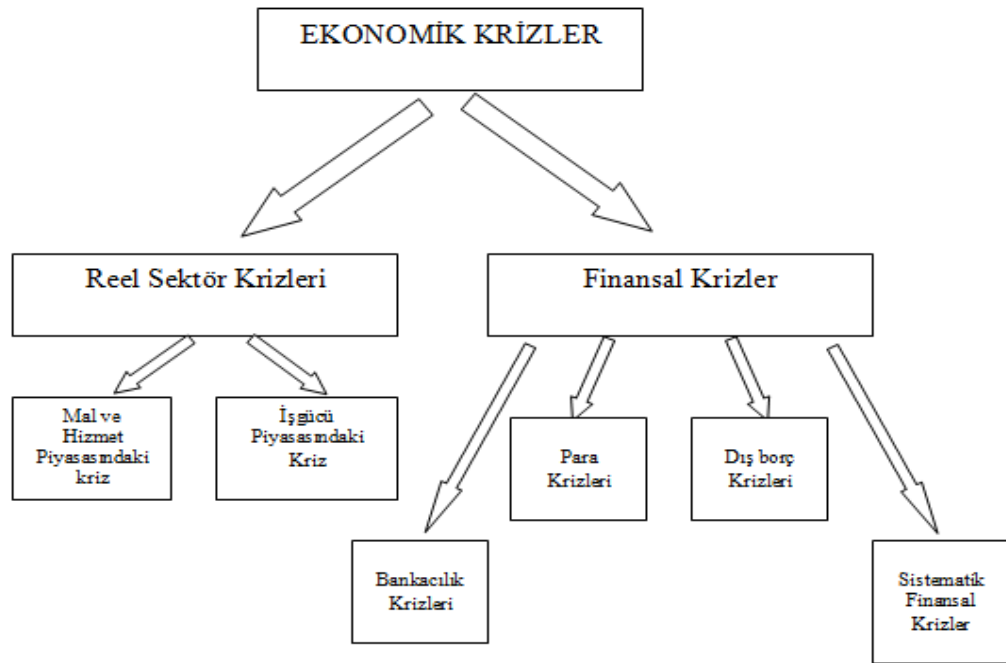
Gelişmekte olan ülkelerin oldukça aşına olduğu “kriz” kelimesi sosyal bilimler alanında çoğu kez buhran, bunalım kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.

Ekonomik kriz, mali kriz, finansal kriz, siyasi kriz, hükümet krizi, ahlaki kriz vb kavramları sadece günlük dilde değil bilimsel teknolojide de çok sık rastlanmaktadır. Sosyal bilimler açısından kriz kavramının tanımı yapmak hiç de kolay değildir. Herhangi bir durumu kriz olarak adlandırabilmek için krizin temel unsurları ya da özelliklerinin bilinmesi gerekmektedir (Yıldıztan,2004, s.39). Türk Dil Kurumu’nun elektronik sözlüğünde ise kriz kelimesi bir şeyin kıt bulunması durumu, çöküntü şeklinde tanımlanmaktadır.

Bu açıklamalar çerçevesinde kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen ekonomik ve ekonomik olmayan bazı gelişmelerin etkisiyle ekonomik konjonktürdeki yön değiştirmeyi, yani genişleme ya da sürekli bir ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım veya daralma evresine geçiş olarak tanımlanabilir (Aydın, 2006, s.21).

2.1.1. Ekonomik Kriz Tipleri

Ekonomik kriz, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü ya da döviz piyasasındaki fiyat ve / veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Bir başka deyişle ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda zora sokacak sonuçlara yol açması anlamına gelir. Makroekonomik krizler etkiledikleri sektörler açısından genel olarak reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak iki başlık altında incelenebilir. Reel sektör krizleri, mal, hizmet ve emek piyasalarında üretimde ve/veya istihdamda daralmalar (durgunluk ya da işsizlik) biçiminde ortaya çıkarken; finansal krizler ekonominin üretici kesiminde tahrip edici etkiler doğurabilen ve piyasaların etkin işleyişini bozan finansal piyasa çöküşleridir (Işık, Alagöz, Yıldırım, 2006, s.239). Bu tanıma göre ekonomik kriz türlerini Şekil 1’deki gibi alt kollara ayırmak mümkündür.



Şekil 1. Ekonomik Kriz Türleri

Kaynak: Bu şekil Işık, Alagöz, Yıldırım (2006, s.239)'ın Ekonomik Kriz Tanımına Dayanarak Oluşturulmuştur.

Çalışmanın ana konusu reel sektör krizlerini kapsamadığından, bu tip krizler ile ilgili ayrıntılara yer verilmemiş, finansal krizler ile ilgili detaylı bilgiler aşağıda sunulmuştur.

2.1.1.1. Finansal Krizler

Finansal krizler için farklı kaynaklarda çok çeşitli tanımlar yapılmaktadır. Genel kabul görmüş tanımlardan bazıları şöyle sıralanabilir: Finansal krizler; döviz ve hisse senedi piyasaları ile finans piyasasındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlardır (Kibritçiöğlu, 2001). Mishkin'e göre (2001, s.1-2) finansal kriz; verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır. Goldsmith'in (1982) tanımıyla finansal kriz; bir grup mali göstergenin hızla, düzenli bir şekilde kötüye gidişi ve mali kuruluşların ticari borçlarını ödeyemez hale gelmesidir. Dornbusch'un (1994)

deyimiyle, kriz ancak patladığında görülür. Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, yani kriz ortaya çıkmaz. Ayrıca bilinir ki, finansal krizdeki baskı ve gerginlik, güvensizlik ve panikten kaynaklanır.

Finansal krizler birkaç aşamada ortaya çıkarlar: Finansal ve finansal olmayan bilançolarda bozulmanın olduğu başlangıç aşamasını ikinci aşamada bir para krizi takip eder. Üçüncü aşama, para krizinin bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal ve finansal olmayan bilançoların daha ileri düzeyde bozulmasıdır. Bu aşama ekonominin yıkıcı sonuçları olan tam bir finansal krize girme aşamasıdır (Mishkin, 2001, s.7).

Feldstein (1999, s. 6-13) finansal krizleri dört başlık altında toplamaktadır:

- a. Cari hesap krizleri
- b. Bilanço krizleri
- c. Banka-paniklerinin yol açtığı para krizleri
- d. Sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon

Yine başka bir çalışmada finansal krizler; makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve ahlaki tehlike krizleri olmak üzere dördü bir ayırma tabi tutulmaktadır (Radelet and Sachs, 2000, s.106-107). Diğer taraftan krizler kaynaklandıkları sektöre göre, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikleri (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde de sınıflandırılabilir (IMF, 2002, s.7).

Genel olarak kabul gören yaklaşıma göre özellikle yükselen piyasalarda yaygın olarak görülen finansal krizler ana hatlarıyla; para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal krizler olmak üzere dört grupta toplanabilmektedir. Bu krizler genellikle birbirini takip ettikleri için bunlar arasında çok kesin çizgilerle ayırım yapılamamaktadır.

2.1.1.2. Para Krizleri

Para krizi, bir ülkenin ulusal parasına güvenin kaybolması dolayısıyla spekülasyon fonların yoğun biçimde ülkeyi terk etmeye başlaması ve merkez bankasının tüm destekleme çabalarına karşın mevcut durum sürdürülemez olarak ulusal paranın devalüe

edilmesi veya tümden dalgalanması biçiminde ortaya çıkmaktadır (Seyidoğlu, 2003, s.583).

Özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir  lke parasının üzerindeki spe latif saldırı, bir devalüasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur.

Para krizlerine yol açan spe latif saldırılar, yurtiçi aktif piyasalarında bir   k   n (Asya’da olduğu gibi); yabancı para cinsinden kısa vadeli dış borçlardaki artışın, döviz kurundaki aşırı de erlenme ve cari hesap a ı ındaki artışın (Meksika’da olduğu gibi) veya sabit döviz kuru sistemini terk etmeye yönelik bir politika tercihinin (1992’de İngiltere’de olduğu gibi) arkasından ortaya çıkabilir (Milesi-Ferretti and Razin, 2000, s.286).

Para krizlerini  demeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ikili bir ayırıma tabi tutmak mümkündür. Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizleri  demeler dengesi krizi diye adlandırılarak dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur de i melerine çekilmektedir (Kibrit io lu, 2001,s.175).

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para krizlerinin büyük bir kısmında krizin teti ini çeken unsur yüksek sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye hesabı krizleri olmuştur. Teorik olarak, sermaye akımlarındaki bir tersine dönme para krizlerini başlatabilir ve dış finansman kaynaklarının tükenmesinden dolayı cari hesap açıklarında bir azalmayı beraberinde getirebilir. Sermaye hesabı krizlerinin en önemli iki bileşeni, hacimli sermaye girişleri ve bu sermaye içerisinde kısa vadeli kredilerin ağırlıklı olmasıdır. Bu iki durum birlikte para ve bankacılık krizlerine yol açmaktadır (Delice, 2003, s. 59-60).

2.1.1.3. Bankacılık Krizleri

Mali güvenin kaybolması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etmeleri veya başka bir nedenle bankaların

yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle kamu otoritesinin söz konusu bankaları kapatması, birleşmelere zorlaması, devletleştirmesi veya önemli miktarda mali destekte bulunması bankacılık krizi olarak adlandırılmaktadır (Yıldırırtan,2004,s.97). Bir başka deyişle, ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılamaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumu bankacılık krizlerini ifade eder. Yani bankacılık krizleri fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri; bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri veya hükümetin büyük ölçekli finansal destekler sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğunda ortaya çıkar. Bankacılık krizleri para krizlerinden daha uzun süreli olma eğilimi taşırlar ve ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğururlar (IMF, 2002, s.6).

Sermaye işlemleri üzerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle bankacılık krizleri 1950'ler ve 1960'larda yaygın değildi. Fakat 1970'lerden bu yana sıklıkla ve para krizleriyle ard arda ortaya çıkmaya başladılar. 1970'lerden 1990'lara uzanan dönemde yapılan araştırmaların sonuçları, 1970-85 arasında daha çok para krizleri olduğunu, 1980'lerin ortalarından itibaren de bankacılık krizlerinin arttığını göstermektedir (Yay, 2001, s.1237).

2.1.1.4. Dış Borç Krizleri

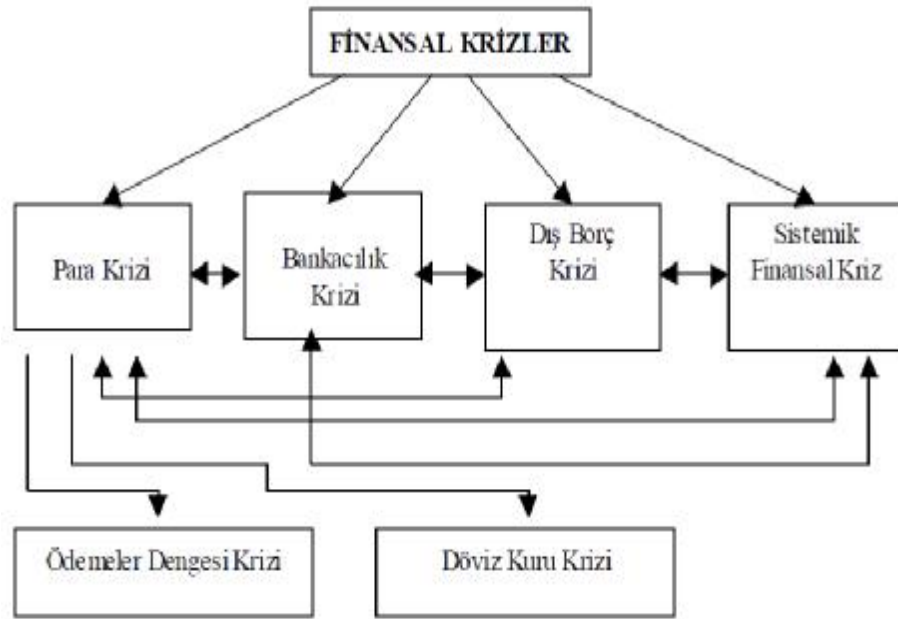
Bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Borçlanıcı borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilir (IMF, 2002, s.6).

2.1.1.5. Sistematik Finansal Krizler

Potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasını ifade eder. Ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanırlar. Sabit bir döviz kuru veya konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının, *nihai ödünç mercii* (lender of the last resort) olma yeteneğini sınırlayarak bir ödemeler bilançosu problemini, bir bankacılık sorununa dönüştürür (Fernandez and Schumacher, 1997, s.25). Belli bir düzeyde sabitlenmiş döviz kurları ticari açıkların artmasına yol açar ve bu da kaçınılmaz bir şekilde ilgili paraya yönelik spekülasyon bir saldırıya, döviz rezervlerinde bir kayba ve döviz kurlarında uyum sağlayıcı bir düşüşe yol açar (Feldstein, 1999, s.6). Bekleyişler döviz kurlarını etkilediği için para değerlerindeki dalgalanmalar büyük ve hızlı olabilir. Bir paranın değerindeki ani düşüşün ilk belirgin etkisi yabancı para cinsinden borçların değerindeki artıştır (Feldstein, 1999, s.5). Bir spekülasyon atak başladığında ve paranın değerinde bir değer kaybı ortaya çıktığında, yeni gelişen piyasa ekonomilerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı (borç sözleşmelerinin kısa vadesi ve yabancı paralarla birimlendirilmiş olmaları) ile ulusal paranın devalüasyonu arasında karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkar ve ekonomi sistemik bir finansal krize sürüklenir (Mishkin, 2001, s.11).

Finansal kriz türleri birbirinden bağımsız olmayıp, birçok durumda farklı alanlarda başlayan bir kriz, diğer kriz türlerini de tetikleyerek beraberinde getirmektedir. Şekil 2’de finansal krizlerin alt sınıflarının birbirleri arasındaki etkileşimleri gösterilmektedir.



Şekil 2. Finansal Krizlerin Sınıflandırılması ve Birbirlerine Etkileri

Kaynak: Delice, 2003, s. 6

Yapılan ekonometrik çalışmalarda döviz kuru çöküşleri ve bankacılık krizleri arasında yüksek bir korelasyon gözlenmiştir (Kaminsky and Reinhart, 1996; Chang and Velasco, 1998, s.2). Diğer taraftan para krizlerinin sistemik finansal krize kaynaklık etme olasılığı oldukça yüksektir. Örneğin 1980’lerin başlarında Güney Amerika’da, 1990’ların başlarında İskandinavya’da, 1995’de Meksika’da ve 1997’de Asya’da yaşanan para krizleri sistemik finansal krizlere dönüşmüşlerdir.

Döviz kurlarındaki bir çöküş, banka denetiminin iyileştirildiği ve literatürde önerilen diğer tedbirlerin alındığı ortamlarda bile, yurtiçi bilançoları zayıflatabilir ve bir finansal krizin başlamasına yol açabilir. Bu da daha sonra bölgesel yayılma etkilerinin veya uluslararası yatırımcıların global finansal piyasalardaki önemli bir bozukluğa tepki olarak yeniden pozisyon almalarının bir sonucu olarak geniş sermaye çıkışları yaşanmasına sebep olabilir (Asian Policy Forum, 2000, s. 11).

2.1.2. Geçmişten Günümüze Yaşanmış Belli Başlı Finansal Krizler

2.1.2.1. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler

Kapitalizmin gelişme sürecinde yaşanan en büyük kriz olma özelliğini koruyan, 1929 Dünya Buhranı’nın etkileri geçtikten sonra 1960’ların sonlarına kadar dünya ekonomisinde büyük boyutlu bir ekonomik ve finansal krize rastlanmamaktadır. Bu

arada çok büyük boyutlarda olmamakla birlikte İngiltere’de bir finansal kriz olgusundan söz etmek mümkündür. 1956 yılında Süveyş Kanalı Şirketi’nin yaşadığı sıkıntılar İngiltere için günümüzdeki anlamıyla bir finansal krize yol açmıştır. İngiltere’nin 1956 ve 1957 yıllarında cari hesap fazlası olmasına rağmen, ülkenin uluslararası ticaretindeki olumsuzluklar karşısında, sterlin baskı altında kalmış, İngiltere Merkez Bankası dolara karşı sterlinin sabit değerini korumak için dolar rezervlerinin tamamına yakınına kullanmaya zorlanmıştır (Boughton, 2001, s.21).

Breton Woods sistemi, sabit döviz kurlarına ve resmi sermaye akımlarına dayanmaktadır. Ancak bu sistemin çöküşü ile başlayan ve iki petrol kriziyle ivme kazanan 1970 sonrası dönem, yeniden şiddetli krizlerle tanımlanmaya başlanmıştır. Bu dönemde özellikle finansal sermayenin uluslararası düzeyde artan hareketliliği, hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde artan sıklıkta finansal krizleri de beraberinde getirmiştir.

Finansal krizler denilince ilk akla gelen ülkeler gelişmekte olan ülkeler olmaktadır. Bunun başlıca sebebi gelişmişlik düzeyi yetersiz olmakla beraber gelişme yönünde oldukça iştahlı olan bu ülkelerin riskli bir büyüme modeli benimsemeleri ve krize daha açık bir konuma gelmeleridir.

1980’li yılların başında gelişmekte olan ülkelerin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememeleri sonucu yaşanan borç krizi, gelişmiş ve gelişmekte olan dünyada etkileri uzun süre devam eden ciddi ekonomik problemler yaşanmasına ve bir bütün olarak dünya ekonomisinin daralmasına yol açmıştır.

1990’lı yıllar, birçok gelişmekte olan ülkenin önemli ölçüde dışa açıldığı, ekonomik ve finansal krizlerin ortaya çıkma sıklığının arttığı ve daha çok bölgesel nitelik kazandığı bir dönemi temsil etmektedir. Bu dönemde yaşanan finansal krizlerin en önemlileri:

- 1- Avrupa Para Sistemi’nin Döviz Kuru Mekanizması’nda (ERM), 1992-1993’te yaşanan krizler,
- 2- Latin Amerika’da 1994-95 döneminde Meksika’daki krizin ardından ortaya çıkan Tekila Krizi,
- 3- 1994-95’de Türkiye’de yaşanan para ve bankacılık krizi,
- 4- 1997-98’de Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya’da başlayıp,

etkileri önce diğer Asya ülkelerine daha sonra Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ülkeleri dahil olmak üzere bölge dışındaki birçok ülkeye yayılan finansal kriz,

5- Asya krizine paralel olarak 1998’de Rusya ve Brezilya’da yaşanan krizler,

6- Kasım 2000 ve Şubat 2001’de Türkiye’de yaşanan para ve bankacılık krizleri,

7- Arjantin’de 2001 yılında başlayıp, derin bir ekonomik ve toplumsal çöküşe yol açan ve etkileri devam eden finansal kriz.

Bu krizlerin her birinin kendine özgü özellikleri olmakla birlikte ERM krizi hariç diğer bütün krizlerde, sabit veya bağlı döviz kuru sistemleri, 14 yoğun sermaye giriş/çıkışları ve makroekonomik göstergelerdeki bozukluklar belirleyici rol oynamıştır. Ayrıca yurtiçi finansal ve finansal olmayan sektörler, uluslararası yatırımcılar, bankalar ve hükümetler arasındaki karmaşık karşılıklı ilişkilerin krizlerde önemli rol oynadıkları ve krizlerin öngörülemediği de bilinen olgulardır. Yine bu krizlerin büyük bir kısmında politikacıların hazine kaynaklarını kullanarak güç kazanma girişimleri, vergi tabanındaki aşınmaların büyük kamu sektörü açıklarına yol açması ve bunun da para basılarak veya yurtiçi bankalardan borçlanarak finanse edilmesi önemli rol oynamıştır. Diğer taraftan ekonomilerin hiper veya yüksek enflasyondan finansal olarak istikrarlı rejimlere geçiş aşamasında da krizlere maruz kaldıkları gözlenmiştir (Walters, 1997, s.17).

Son krizlerle ilgili olarak yapılan değerlendirmeler ve ekonometrik kanıtlarda finansal liberalizasyon ile krizler arasındaki önemli bağlara vurgu yapılmaktadır. Bu konuda en kapsamlı çalışmalardan biri Kaminsky ve Reinhart (1996) tarafından yapılmıştır. Yazarlar çok sayıda banka ve ödemeler bilançosu krizini inceledikleri çalışmalarında, ele aldıkları 26 bankacılık krizinden 18’inde önceki 5 yıllık aralıkta finansal sektör liberalizasyonunun yapılmış olduğu, bu çerçevede finansal liberalizasyonun, ödemeler bilançosu krizlerinin %71’ini, bankacılık krizlerinin %67’sini tam olarak açıkladığı sonucuna ulaşmışlardır. Yine M2 çoğaltanının ve yurtiçi kredilerin nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)’ya oranının bankacılık krizlerine giden süreçlerde sürekli bir şekilde arttığı çalışmanın diğer önemli bulguları arasında yer almaktadır. Bu olgular Şili (1982), İsveç ve Finlandiya (1992), Meksika (1994) ve Asya olmak üzere birçok krizde doğrulanmıştır (Chang and Velasco, 1998, s.20).

Aşağıda gelişmekte olan ülke kategorisinde sayılabilecek ülkelerin zaman içerisinde yaşadıkları finansal krizlere yer verilmektedir.

2.1.2.2. Rusya Krizi

Rusya’da meydana gelen krizin kökenleri kriz yıllarından daha önceye dayanmaktadır. Sovyetler Birliği’nin dağılmasından sonra Rusya’nın yeni bir sistemi benimsemeye çalışması ülkeyi ekonomik zorluklarla karşı karşıya getirmiştir. Bu zorlukları aşmak için çeşitli ekonomik tedbirler uygulayan Rusya’da enflasyon 1995–1997 döneminde %20- 30’lara kadar düşürülmüş, Ruble dolar koridorunun Haziran/1995’te kurulmasıyla Rusya’ya uluslararası sıcak para akmaya başlamıştır. Borsa yükselmiş, ancak ödenmemiş borçlar da artmaya başlamıştır. Rusya’daki krizin kaynağı geniş mali açıklar ve Rusya’nın yerli ve yabancı yatırımcılara olan borçlarındaki büyük artışlardır. Bağımsız derecelendirme kuruluşlarının notları düşürüp Rusya’yı iyimser tahminle altı aylık dönem için yatırım yapılabilir düzeyde görmeleri üzerine ülkeden yurtdışına sermaye çıkışı da hızlanmıştır. Bu gelişmeler Rusya’nın 1992 yılında uygulamaya koyduğu şok programın bir sonucu olarak görülmektedir. Bu program ile fiyatların serbest bırakılması amaçlanmış ancak yüksek enflasyon ortamındaki rublenin değer kaybı döviz, gayrimenkul değerli madenlere olan talebi artırarak ekonomiyi spekülasyona açık hale getirmiştir. Makro istikrarın sağlanmasına yönelik tedbirler sanayideki daralmayı artırmış, piyasa sistemine geçme ve özelleştirme gayretleri ise sorunları gidermekten çok sistemin elitlerine yaramıştır (Akdiş, 2000, s. 85).

1997 yılı sonunda başlayan Güneydoğu Asya krizi Rusya’yı giderek daha olumsuz etkilemeye başlamıştır. Asya ülkelerindeki krizin resesyona dönüşmesi ve petrol talebinin daralmasıyla petrol fiyatlarında azalış meydana gelmiş, Rusya’nın önemli bir finansman kaynağı azalmış ve 1997 yılı sonunda giderek artan bütçe açığını finanse edebilmek için hükümet tahvil bono piyasasından çok daha fazla borçlanmak zorunda kalmış, ve 1998 yılında Rusya ekonomisi rekor düzeyde küçülmüştür (Özel, 2005,s. 93).

2.1.2.3. Güneydoğu Asya Krizi

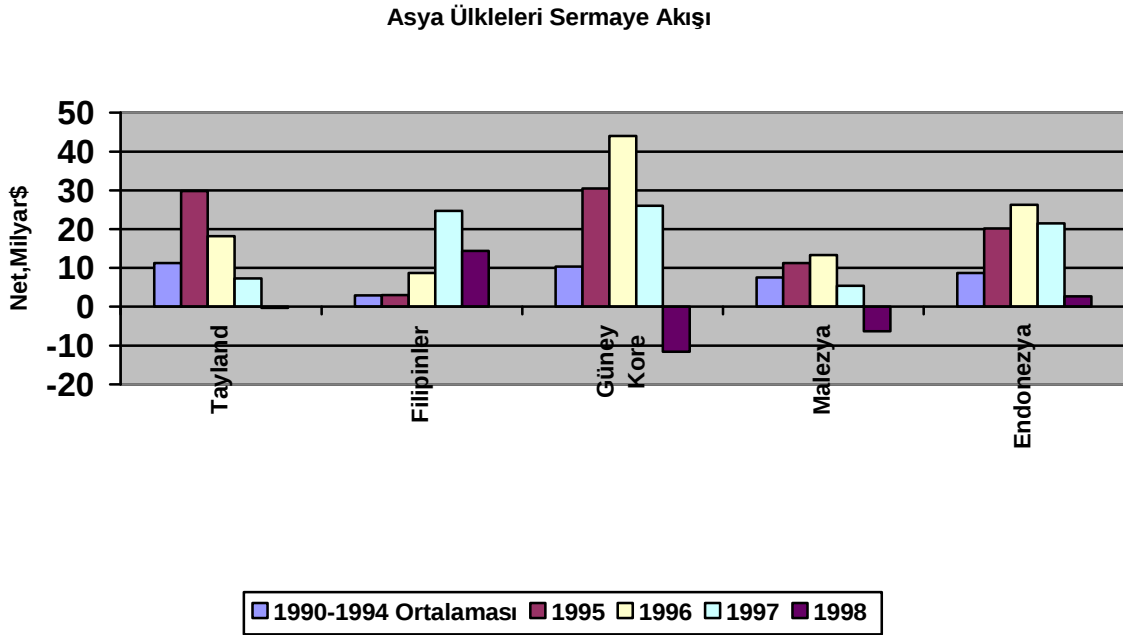
Asya krizi Tayland'da döviz krizi olarak başlamış ve kısa sürede önce Filipinler ve Endonezya'ya, daha sonra da Malezya'ya yayılmıştır. Yaşanan finansal kriz, bu ülkelerin ve dünyadaki birçok ülkenin reel ekonomik aktivitelerini ciddi bir biçimde etkilemiştir.

Krize kadar yurt dışındaki banka ve finansal kurumlar, yüksek miktarda kredileri yeterli inceleme yapmaksızın vermişlerdir. Yüksek büyüme hızının ve kârların sonsuza kadar devam edeceğini varsayılmıştır. Bu nedenle Asya Krizi'ne birçok etken olmasına rağmen banka kredileri daha ağırlıklıdır (Karluk, 1998).

Güneydoğu Asya ülkelerinde 1997 yılı ortalarında başlayan kriz Tayland'ın para birimi Baht'ı devalüe etmesiyle başlamıştır. Krizin bir diğer sebebi de, Tayland Merkez Bankası'nın devlete ait Mali Kuruluşları Geliştirme Fonu'nun zor durumdaki aracı kurum ve bankalara aktardığı yüksek miktardaki parayı finanse etmek için durmaksızın para basmasıdır (Özel, 2005,s. 25)

Tayland'da başlayan devalüasyon bulaşıcı etkisiyle diğer ülkelere yayılmıştır. Tayland, Filipinler, Endonezya ve Malezya'daki para birimleri 1997 ikinci yarısında ve 1998 Ocağında oldukça önemli biçimde değer kaybetmiştir. Krizin bulaşıcı etkisinden en fazla Endonezya Rupiah'ı etkilenmiş olup belirtilen süre içinde % 80 değer kaybetmiştir. Aynı dönemde ise, Tayvan ve Singapur Doları diğer ülkelere göre daha az değer kaybetmiştir. Güney Kore ise 1997 sonuna kadar direnmesine rağmen tek adımda parası değerinin yarısını kaybetmiştir. Krizden etkilenen ekonomiler 1998'in ortalarından itibaren toparlanmaya başlamıştır. Endonezya ise ülkedeki çeşitli belirsizliklerden dolayı toparlanması diğer ülkelere göre daha yavaş olmuştur (Goldstein ve Hawkin, 1998).

Şekil 3'te Asya Krizinden en çok etkilenen Güneydoğu Asya ülkelerinin 1990-1998 yılları arası net sermaye akışlarını gösterilmektedir. Sermaye çıkışları en fazla ülkeler olan Güney Kore ve Endonezya'nın 1998 yılı krizinden en çok etkilenen ülkeler olduğu gözlemlenebilmektedir. Bununla birlikte Güney Kore ve Malezya ülkelerinde kriz yılında sermaye çıkışıyla yüzleştiği de görülmektedir.



Şekil 3. 1990-1998 Yılları Arası Bazı Asya Ülkelerinin Sermaye Akışı

Kaynak: Dünya Bankası, Çeşitli Yıllar

2.1.2.4. Latin Amerika Krizleri

Yüksek büyüme oranlarına ve büyük cari işlemler açıklarına sahip olan Latin Amerika ekonomilerinin temel finansman kaynağını 1990'lı yıllarda yoğun biçimde bölgeye giren sermaye akımları oluşturmuştur. Rusya'nın Ağustos 1998'de borçlarını kısmi olarak ödemeyeceğini açıklaması yükselen piyasa ekonomilerinin tümü için bir dönüm noktası olmuştur. Bunun yanında, Rusya ile hiç bir ticari ve mali bağı bulunmayan Latin Amerika ülkelerinde yaşanan ani ve beklenmedik sermaye çıkışları ile büyük cari hesap düzeltmeleri finansal krizleri açıklayan teorilerin sorgulanmasına ve krizlerin bulaşıcı etkisinin tartışılmasına sebep olmuştur (Calvo, 1999).

2.1.2.4.1. Meksika Krizi

1950'lerin ortasından 1970'lere kadar olan dönem içinde Meksika bir finansal istikrar ve büyüme sembolü olarak görülmüştür. Döviz kuru Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dolarına sabitlenmiş; enflasyon orta düzeyde seyretmiş; konvertibilite üzerinde herhangi bir kısıt bulunmamış ve kişi başına düşen reel milli gelirin yüksek olduğu bir ekonomik ortam söz konusu olmuştur.

1970’li yıllarda petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş ülkenin petrol gelirlerini artırmış ve mali disiplinde ciddi bir bozulmaya neden olmuştur. Bu yolla bütçede oluşan ek kaynak ihtiyacı genişlemeci politikaları beraberinde getirerek kamu borçlarını artırmış, ülke para birimi aşırı değerli hale gelmiş ve yurtdışına sermaye kaçıışı başlamıştır. Hızla artan kamu borcunu önce finansal sistemin ardından da döviz kuru rejiminin çöküşü takip etmiştir (Dornbusch ve Werner, 1994).

1994 yılında Meksika’da yaşanan krize bakıldığında temel nedenin, 1980’lerin sonunda ve 1990’ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması olduğu görülmektedir. 1990-1993 arası dönemde ülkeye özel yabancı sermaye girişi 72,5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. 1994 yılına girildiğinde bir kriz tehlikesi görülmemiştir. Aksine 1993 sonunda Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması’na (NAFTA) girişin Amerikan Kongresi’nde onaylanması ile birlikte yabancı sermaye ile ilgili beklentiler daha fazla artmıştır. Ancak 1994’ün sonuna doğru oluşan panik havası ile ülke döviz rezervleri dramatik bir biçimde azalmaya başlamıştır. Bu olayı büyük bir devalüasyonun takip etmesi ise finansal krize ortam oluşturmuştur (Dorukkaya-Yılmaz,1999,s.1127).

2.1.2.4.2. Arjantin Krizi

Arjantin ekonomisi 1920’lerde kişi başına milli gelir sıralamasında dünya ekonomileri içinde ilk 10 ülke arasında yer alırken, takip eden 60 yıl içinde sürekli gerileyen bir performans göstermiştir. 1940’larda uygulanan politikalar büyük kamu açıklarını, enflasyonda artışı ve ekonomik durgunluğu beraberinde getirmiştir. İkinci Dünya Savaşı’nı takip eden dönemde, Arjantin kronik enflasyonun etkisi altında kalmıştır. Enflasyonu dünya ülkeleri seviyesine çekmek amacıyla bir çok kez döviz kurunun nominal çapa olarak kabul edilişi istikrar programları uygulamaya geçirilmiş, ancak bu programların hepsi para krizleri ile sonuçlanmıştır. 1970’lerin ortalarına gelindiğinde ülkenin uzun dönem büyümesinin fark edilir derecede düştüğünü ve 1980’lerin ikinci yarısında ülkenin süregelen bir durgunluğun içinde olduğunu söylemek mümkündür. Tasarruf ve yatırım oranlarında 1970-1989 döneminde ciddi bir azalma gözlemlenmektedir. Ülke sakinleri makroekonomik istikrarın uzun yıllar boyunca sağlanamaması nedeniyle tasarruf ve yatırımlarını yurtdışına kaydırmışlardır.

Üretimde verimlilik düşmüş ve yoksullukta artış meydana gelmiştir (Choueiri ve Kaminsky, 1999, s. 5).

1998 yılında başlayan ve Arjantin krizi için bir başlangıç olarak nitelendirilen sermaye çıkışları Arjantin’de özellikle 1999 Brezilya devalüasyonu sonrasında kalıcı ve şiddetli hale gelmiştir (De La Torre ve diğerleri, 2003).

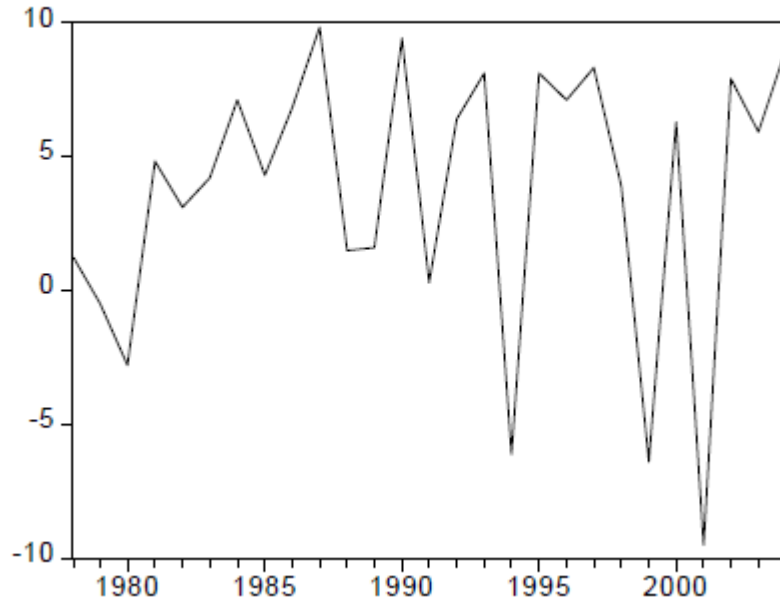
Arjantin 1990’larda yaşanan krizlerden alınan derslerin birçoğunu uygulamasına rağmen, bazı hataların tekrarı ile yeni hatalar birleşerek ekonomiyi yeni bir krize sürüklemiştir. 1999 yılındaki ekonomik yavaşlamadan Latin Amerika ülkelerinin çoğu hız kazanarak çıkarken Arjantin 4 yıl sürecek bir durgunluğa sürüklenmiştir. Ekonomik stratejinin temellerinde çöküş yaşanmış; döviz kuru çapası uygulaması terk edilmiş, banka mevduatları dondurulmuş ve dış borç ödemeleri geçici olarak askıya alınmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005).

2.1.2.5. Türkiye’de Yaşanmış Krizler

Türkiye ekonomisinde yüksek reel faiz, enflasyon, sıcak para politikası, kamu açıkları, gelir dağılımındaki dengesizlik gibi sorunlar zaman içinde yerleşmiş ve 1980 öncesinde ve sonrasında değişik boyutlarda ve yapılarda finansal ve ekonomik krizler yaşanmıştır. Krizlerde ekonomi politikasında yapılan hataların yanı sıra dış faktörler de etkili olmuştur. Özellikle, 1990’lı yıllardan itibaren yaşanan ekonomik ve finansal krizler diğer krizlerden farklı olarak küreselleşmeden beslenmiştir. Küreselleşmenin hız kazanması ile ülkeler arası sınırlar kalkmış ve finansal kurumlar arasındaki işbirliği artmıştır. Buna bağlı olarak diğer ülkelerin yaşamış olduğu krizler de Türkiye’yi etkilemiştir. Ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik olarak 1980, 1994 ve 2000 yıllarında hazırlanan ve uygulanan istikrar programları ise ekonomiyi krizlerden kurtaramamıştır.

Ülkemizde zaman zaman farklı özellikler taşıyan ve farklı bir seyir izleyen krizler yaşanmış ve çözüme yönelik programlar geliştirilmiştir. 1990 sonrasında ise 1994 ve 2000-2001 finansal krizleri yaşanmış ve ekonomiye yayılarak tüm sektörlerde etkili olmuştur.

Şekil 4’te Türkiye’de yaşanan krizlerin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri, büyüme oranlarında meydana gelen kayda değer azalışlar ile görülmektedir.



Şekil 4. 1980-2001 Yılları Arası Türkiye Ekonomi Büyüme Oranları (%)

Kaynak: TCMB, Çeşitli Yıllar

2.1.2.5.1. 1980'den Önce Yaşanmış Krizler

1929 Krizi (İlk Kriz): Türkiye Cumhuriyeti, ekonomik krizle ilk kez 1929 yılında tanışmıştır. 1929'da bütün dünyada büyük bir ekonomik bunalım patlamış, buna Türkiye ekonomisinin kendi sıkıntıları ve ilk taksitinin ödenmesi gereken Osmanlı borçları da eklenince ciddi bir “kambiyo krizi” yaşanmıştır. Türk parasının değeri düşmüştür.

1948 Krizi: İkinci Dünya Savaşı'nın başladığı 1944 yılında bütçe açık vermeye başlamıştır. Savaş, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de ekonominin dengelerini sarsmıştır. Türkiye devalüasyonla bu dönemde tanışmıştır. 1946 yılında, bütçe fazla vermesine rağmen ihracatı artırmak için devalüasyona gidilmiştir. Ancak hedefe ulaşamamıştır.

1954 Krizi: Dış sermayeye açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçiş dönemi 1950-1954 yıllarında başlamıştır. 1951 yılında bütçe açık vermeye başlamış ve bu durum 1963'e kadar 12 yıl boyunca devam etmiştir. Kore Savaşı nedeniyle dünya piyasasında hammadde fiyatları fırlamıştır. Kredili ithalat uygulamasına geçilmiştir. Bunun sonucunda ticari nitelikli dış borçlar ödenemez hale gelmiştir. Dış borç yükü ve kamu

açıkları artmıştır. Plansız yatırımların da etkisiyle enflasyon %20'lere fırlaması sonucu Türkiye ekonomisi yeniden krize girmiştir.

1958 Krizi: 1950'li yıllarda uygulanan dışarıdan sermaye ithaline ayarlanmış serbestleşme programı 1958 krizini hazırlamıştır. 1958'de Türkiye'nin günü gelmiş dış borçlarının yanı sıra "kambiyo krizi"nin yaşanıyor olması ekonomiyi dar boğaza sokmuştur. Bu sebeple Türkiye IMF ile bir istikrar programı uygulamayı kabul etmiştir. Devalüasyona gidilmiştir. Dış ticaret açığı giderek büyümüştür. Türkiye 1959 yılında hayat pahalılığında Brezilya'dan sonra dünya ikincisi ülke konumuna gelmiştir.

1969 Krizi: 1969'da Türkiye hafif bir krizle sarsılmıştır. IMF programı yürürlüğe konularak Türk parası devalüe edilmiştir.

1974 (Birinci Petrol) Krizi: 1974 yılında petrol fiyatlarının patlayarak 4 katına çıkması Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Petrol fiyatlarındaki artış, ithal edilen sanayi ürünlerinin fiyatlarını da tırmandırmıştır. Dış ticaret ivmeli bir şekilde artış göstermiş, bütçede rekor düzeyde açık verilmiştir. Turizm ve işçi gelirleri düşmüş, istihdam sorunu büyümüştür. Böylelikle Türkiye yeniden bir krizle yüzleşmek zorunda kalmıştır.

1978 Krizi: Bu dönemde düşük faizli krediler ile borçlanıp bu borçların geri ödeme planlamasını yapılmadan mevcut para kullanılmıştır. Borçlar bir yandan tüketimi ve ithalatı tırmandırırken bir yandan da sabit yatırımları ve buna bağlı ithalatı artışa geçirmiştir. Özellikle kısa vadeli dış borçların engellenemez 1978'deki krizin patlamasına davet çıkarmıştır.

1980'li Yıllara Girerken Yaşanan Ekonomik Kriz ve 24 Ocak Kararları: 1979 yılının sonlarında ekonomi dar boğaza girmiştir. Merkez Bankası'ndaki döviz rezervleri erimiş, piyasada petrol, ilaç, gübre, röntgen filmi bulunamaz hale gelmiştir. Yatırım ve üretim durmuştur. İhracat gelirlerinin tamamı, petrol ithalatını bile karşılayamaz haldedir. Enflasyon %60'lann üzerine çıkmış ve %100'ün üzerine çıkma eğilimine girmiştir. Büyüme eksiye dönüşmüştür. Bu şartlar altında; 24 Ocak kararları adıyla alınan ekonomik tedbirlerin kısa vadeli amacı duran ekonomiyi çalışır hale getirmektir. Orta ve uzun vadeli amacı ise, ekonomiyi dışa açmak ve serbest piyasa ekonomisinin şartlarını yaratmaktır. 24 Ocak 1980 tarihinde alınan kararların bazıları aşağıda belirtilmektedir:

- Ocak 1980 tarihli 25 sayılı kararla, 1 ABD Doları 70 TL olarak tespit edilmiştir. Bu fiilen %100 civarında bir devalüasyondur.

- Kamu finansman açıklarının kapatılması için Kamu İktisadi Teşebbüs (KİT) ürünlerinin fiyatı büyük ölçüde artırılmıştır.
- Serbest faiz, serbest döviz fiyatı, serbest mal fiyatları konularında ilk adımlar atılmış, ekonomide koordinasyon sağlanması için yeni bir kurul oluşturulmuştur.
- İhracat ve yatırımlara büyük bir teşvik sistemi getirilmiştir.
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Mevzuatı daha liberal hale getirilmiştir.
- Kararların sonuçları olumlu bir şekilde süratle alınmaya başlanmıştır. Ekonomide, 1980 Ağustos ayında, yeniden sağlıklı bir duruma girildiği gözlemlenmiştir. Enflasyon önce yıllık %30'lara ve % 25'lere düşürülmüştür. Ancak daha sonraki dönemlerde bu kararların hazırlanmasında ve uygulanmasında yanlışlar yapılması 24 Ocak 1980'de alınan kararların, uzun ve orta vadede hedeflerine ulaşamamasına neden olmuştur (Sadıklar,www.ekodiyalog.com).

1979-1980 (İkinci Petrol) Krizi: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyeleri petrol fiyatını 1979 ve 1980'de ikinci kez % 150 oranında artırmıştır. Bu şok Türkiye'yi yoğun ekonomik kriz yaşarken yakalamıştır. İşsizlik oranı % 20'lere yaklaşmış, enflasyon % 63,9'a yükselmiştir. 1979-1980 petrol krizi, halkı 1974 petrol krizinden daha fazla etkilemiştir. Pek çok temel tüketim maddesi karaborsaya düşmüştür. Benzin, tüp, ampul bulunamaz hale gelmiştir. Hükümet enflasyonu kontrol altına almak, dış kaynak açığı kapatmak ve ekonomiyi yeniden işler hale getirmek için 24 Ocak Kararları'nı yürürlüğe koymuştur. 24 Ocak kararlarıyla birlikte TL % 48,6 oranında devalüe edilmiştir.

1986 Krizi: 24 Ocak kararlarının yürürlüğe konulmasıyla alınan tedbirler ihracatta artış gözlemlenmiştir. Ancak dış ticaret açığı ve bütçe açığı rakamlarındaki artış ve kamu harcamalarının artması nedeniyle ekonomik dengesizlik yaşamış ve devalüasyon yapılmıştır.

1988-1989 Krizi: Kamu açıklarındaki artış ve mali piyasalardaki dalgalanma sonucunda faizler yükselmiştir. Döviz rezervlerinde azalış meydana gelmiştir. 1989 yılında Türkiye dışa açık serbest piyasa ekonomilerinden biri olmuştur. İstikrar politikaları uygulanırken dış borç stoku giderek artmıştır. Kısa vadeli borçlar, toplam borçların yüzde 19'unu bulmuştur. Ticari bankaların döviz açığı büyümüştür. Böylelikle Türkiye yeniden krize girmiştir.

2.1.2.5.2. 1990' lı yıllarda Yaşanmış Krizler

Türkiye’de 1991, 1994 ve 1999 yıllarında üst üste krizler yaşanmıştır. 1994 ve 2001 krizleri karakteristik olarak diğerlerinden farklıdır. Krizler bankacılık sektörünü vurmuş, çok sayıda bankanın faaliyetleri durdurulmuştur (Ankara Ticaret Odası-ATO, 2005-04).

Hollanda hastalığı, ani zenginleşme kaynağına kavuşan bir ekonomide mevcut üretim faktörlerinin diğer üretim alanlarından çekilip yeni kaynağa yönelmesi sonucunda toplam üretimin azalmasına denir. İlk olarak 1960’lı yıllarda Hollanda’da doğal gaz bulunması sonucunda gözlemlendiği için Hollanda Hastalığı adını almıştır. 1990’lı yıllarda Türkiye, Hollanda hastalığına tutulmuştur. Türkiye’deki ekonomik sıkıntıları "Hollanda Hastalığı”na benzeten yazarlar, ekonominin temelinde kendi gücüyle gerçekleştirilemeyecek yüksek oranlı gelişme hızlarına geçici nedenlerle ulaşan ekonomilerde yüksek gelişme hızlarını izleyen önemli gerileme dönemlerinin yaşandığını belirtmekteler. Türkiye’deki bunalımlar incelendiğinde de, buna benzer gelişmeler gözlemlenebilmektedir.

1990’lı yılların başlarında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine karşın makro ekonomi yönetim ilkeleri sağlıklı uygulanamamıştır. Yüksek enflasyonun oluşturduğu belirsizlik ortamında, dış kaynak akımı kısa vadeli bir yapıya bürünmüştür. Dış borçlanmada devletin payı azalmış, banka kesiminin ve özel sektörün payı büyümüştür. Kısa vadeli sermaye giriş-çıkışları, sistemi sarsmaya başlamıştır (Sadıklar, www.ekodiyalog.com). Aşağıda Tablo 1’de Türkiye net sermaye akışının, 1990’lı yıllarda kriz yılları olan 1991 ve 1994 yıllarında belirgin bir şekilde azaldığı başka bir deyişle ani sermaye çıkışları olduğu gözlemlenebilmektedir.

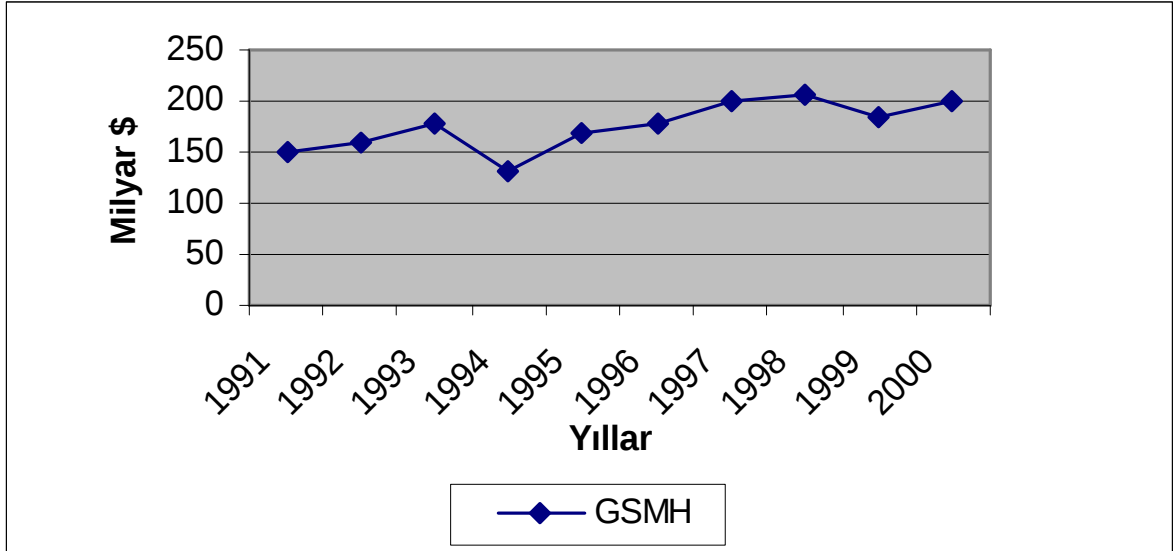
Tablo 1

1990’lı Yılların İlk Yarısında Türkiye Sermaye Akışı (Net,Milyar \$)

	1990	1991	1992	1993	1994
Özel	3,3	2,0	6,6	11,2	-6,0
Sabit Sermaye	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
Portföy Yatırımı	0,0	1,0	-0,4	0,2	1,0
Banka Kredileri	2,1	0,8	1,4	5,0	-7,8
Diğer Krediler	0,5	0,3	4,8	5,3	0,2
Resmi (IMF vs)	2,3	0,0	0,2	1,1	0,8
Toplam	5,6	2,0	6,8	12,3	-5,2

Kaynak: TÜİK, Çeşitli Yıllar

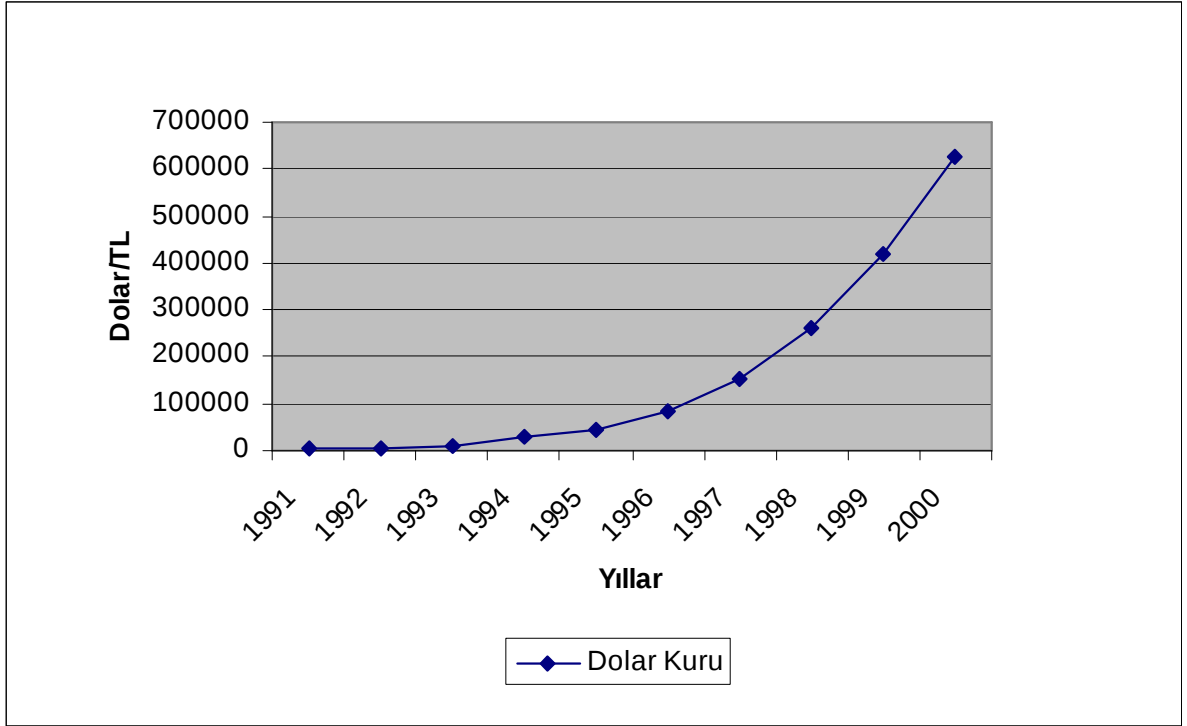
Şekil 5'te 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin Türkiye'nin Gayrisafi Milli Hâsıla (GSMH) verileri üzerindeki etkisi gösterilmiştir. GSMH'nin Kriz yıllarında düşüşe geçtiği ve kriz yıllarından sonra toparlanma dönemine girdiği görülmektedir.



Şekil 5. 1990'lı yıllarda Türkiye'de GSMH

Kaynak: TÜİK, Çeşitli Yıllar

Şekil 6'da 1990 yıllarda Türkiye'nin yıllık ortalama dolar kurunun özellikle 1994 krizinden sonra ivmeli bir şekilde artış gösterdiği görülmektedir. Bu yıllarda önüne geçilemeyen kur artışlarının 2001 krizine de davet çıkardığı görülmektedir.



Şekil 6. 1991-2000 Tarihleri Arası Türkiye’de Yıllık Ortalama Dolar Kuru

Kaynak: TÜİK, Çeşitli Yıllar

1991 Finansal Krizi: 1991 krizini Körfez krizi tetiklemiştir. 1990 yılında kısa vadeli sermaye girişinde, dış borç stokunda, kısa vadeli borçların toplam dış borç stoku içinde payında gözlemlenen artışlar, cari işlemler bilançosunda giderek büyüyen bir açığa sebep olmuştur. Büyük çaptaki sermaye girişi TL’yi aşırı değerlendirirken ihracatı azaltmış, ithalatı artırmıştır. 1991’de Körfez krizinin patlak vermesi Türkiye’yi riskli bir ülke konumuna getirmiştir. Ani sermaye çıkışları ekonomiyi durgunluğa itmiştir. TEFE ve TÜFE yeniden tırmanışa geçmiştir. Türkiye ekonomisinin büyüme hızı %0'lara kadar düşmüştür. 1991 krizi etkisini bir yıl kadar göstermiştir (ATO, 2005-04).

1991 Ekonomik Krizinin ardından ülkemizde 2008 yılına kadar 3 büyük kriz daha yaşanmıştır. Bu krizlerin oluşumu daha önceki ekonomik krizlerle benzerlik göstermektedir.

1994 Krizi: Türkiye’de 1994 yılının ilk aylarında başlayan ve hükümetin 5 Nisan kararlarını almasını gerektiren kriz ilk önce kendisini borsa ve döviz piyasalarında hissettirdiğinden bir finansal kriz olarak ortaya çıkmıştır. Şubat ayı sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Bileşik Endeksinde %20'lere varan değer kaybı ile birlikte döviz piyasalarında hareketlenmeler başlamış, döviz piyasalarında TL'den kaçış ve yabancı paralara talep şeklinde başlayan panik sürecinde, TCMB piyasalara

dolar satarak müdahale etmeye çalışmıştır. Böylece bankanın rezervleri erimiş ve dövizdeki hızlı yükseliş engellenememiştir. Döviz kurlarındaki yükselme %100'ün üzerine çıkmıştır, enflasyonist beklentiler önemli ölçüde artmıştır. (Alp, 2002, s.159). Hükümetin rezervlerinin düzeyini ve mevcut enflasyon oranını korumaya yönelik iç borçlanma politikası uygulanmasında ise geç kalınmıştır (Özatay, 2000, s. 344). Enflasyonist beklentiler önemli ölçüde artmıştır TL'nin değer kaybı ekonomide dengeleri bozmuştur. Şirketler yaşanan devalüasyondan zarar görmüştür. Tüketicinin daralması talepte önemli düşüslere neden olmuştur. Sanayi sektörü üretiminde önemli düşüsler yaşanmıştır. Kredi değerlendirme kurumlarının Türkiye'nin kredi değerliliğini arka arkaya düşürmesi sonucunda dış kredi bulma imkânı da kalmamıştır (Celasun, 1996).

Bozulan TL- dolar paritesi, enflasyonist beklentiler, hazinenin borçlanamaz duruma gelmesi ve kredi değerliliğinin düşüşüyle, Türkiye'de IMF gözetiminde 5 Nisan 1994 tarihli Ekonomik İstikrar Programı yürürlüğe konulmuştur. Söz konusu program mal ve emek piyasasının yanı sıra, döviz piyasası, sermaye piyasası ve para piyasasının mevcut olduğu bir ortamda gündeme gelmiştir. 24 Ocak 1980 kararlarının sonucunda gelişen bu piyasaların özelliği ise, piyasa düzenlemelerinin hızlı olması ve spekülative davranışlara açık olmalarıdır (Parasız,1995, s. 141).

5 Nisan kararları ile serbest piyasa ekonomisine geçen Türkiye'de para, döviz, sermaye, mal ve emek piyasası arasında ve özellikle ilk üç piyasa arasında dengesizliğin giderilmesi amaçlanmıştır. Dengesizlik daha çok para, döviz ve bono piyasasında olduğu için finansal kriz niteliğindedir. Fakat alınan kararlar mal ve emek piyasalarını etkilemiştir. Önlemlerin mali piyasalarda oluşan krizi önlemeye yönelik olması gerekirken, enflasyon oranını aşağıya çekmeye ve piyasaların daraltılmasına yönelik olmuştur (Parasız,1995, s.143).

Maliye politikası ağırlıklı programın arkasından dış ticaret açığı azalmış ve cari işlemler dengesi pozitif değer almış ve ekonomi yılsonunda %6 oranında daralmıştır. TL dolar karşısında 1994 yılının ilk üç ayında %50 den fazla değer kaybetmiştir. TCMB döviz rezervlerinin yarısına yakını döviz piyasasına müdahale ederek tüketmiş, faiz oranları çok yüksek düzeylere çıkmıştır (Özer, 1999, s.92; Eğilmez ve Kumcu, 2002, s.314).

Sonuçta istikrar önlemleri GSMH'nin gerilemesine, enflasyonun yükselmesine ve faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Bu sonuçların ortaya çıkmasında, maliye politikasının tek başına uygulanması, piyasada aşırı likiditeyi düşürmeye yönelik para

politikasının uygulanmaması, Hazinesin TCMB'den doğrudan para kullanmaya devam etmesi, TCMB'nin bankalara yönelik kredilerini arttırması ve bankaların bu kredilerle kısa vadeli yüksek faizli Hazine kağıtlarını alarak Hazine'ye borç vermeleri etkili olmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2002, s. 315). Bu nedenlerle, 5 Nisan Kararları eksik, güvenilirliğini kaybetmiş, kurumsal düzenlemelere gitmeksizin ve mevcut düzenlemelerin de bozulmasıyla birlikte yürütölmeye çalışıldığından başarısız bir program olmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2002, s.316). Daha çok istikrarın sağlanmasına ve devamına yönelik kararlar olduğundan, ekonomi rant baskısından kurtarılıp üretim sürecine sokulamamıştır (Devrim, 2001, s. 944).

Türkiye'de yaşanan 1994 krizi üzerinde yapılan ampirik çalışmalar oldukça sınırlı olmasına karşın krizin nedenleri hakkında önemli ip uçları verilmektedir. 1994 krizini analiz ettiğı çalışmasında Özatay (1996), kriz öncesinde bütçe açıkları ile cari açıkların sürdürölemez boyutlara yükselmesi sonucunda hükümetin borçları ödeme gücüyle ilgili güven

eksikliğinin krizin temel nedeni olduğunu ileri sürölmektedir. Kriz öncesinde kamu borcunun yanlış yönetildiğini vurgulayan bu çalışmada, bütçe açıklarının ucuz finansmanı için yurtiçi faiz oranlarının denge faiz oranları altında tutma çabasının krizi tetikleyen temel faktör olduğunu ileri sürölmektedir. Celasun (1998) ise, Özatay gibi kamu borcunun yanlış yönetimine vurgu yapmanın yanında kriz öncesinde maliye politikasındaki dengesizliğin bir sonucu olarak piyasadaki aşırı likiditenin de 1994 krizin ortaya çıkmasında etkili olduğunu ileri sürmektedir. Benzer şekilde Uçer, Van Rijckeghem ve Yolalan (1998) ise, 1994 krizini incelediğı ve çok sayıda makroekonomik değişkeni kullandığı çalışmasında, makroekonomik temel göstergelerindeki sistematik kötüleşmenin finansal krizin ortaya çıkmasında önemli rol oynadığını ileri sürmektedir. Sonuç olarak, bu çalışmaların ortak özelliğı, 1994 krizinin temel nedeni olarak bütçe açıkları ile dış açıkların sürdürölemez olduğunu vurgulamasıdır.

1994 krizi ile ilgili olarak görgöl çalışmalar yanında betimsel çalışmalarda bulunmaktadır (Boratav 1994, Uygur 1994 ve Yeldan 1994). Bu çalışmalar krizi şu mekanizma ile açıklamaktadırlar: 1994 krizinin temel nedeni bütçe açıklarıdır. Yurtiçi tasarruflardaki yetersizliğin yol açtığı bütçe açıkları, finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak, sermaye hareketleriyle giderilmiştir. Bu bağlamda sermaye hareketlerinin bütçe açığı ve dış açık devam ederken gerçekleşmesi, yüksek faiz-düşük kur şeklinde geçici bir denge oluşturmuştur. Bir yandan yüksek faiz-düşük kur

politikası, sermaye hareketlerinin girişini hızlandırır iken; diğer yandan da piyasa aktörlerinin uygulanan politikaların güvenilirliği üzerinde artan kuşkuları finansal krizi tetiklemiştir. Sonuç olarak, iktisat yazınında ikiz açık olarak nitelendirilen bütçe açıkları ile dış açıklar Türkiye’de 1994 yılında finansal krize neden olmuştur.

1998-1999 Krizi: 1996 yılında Türkiye’nin VII. 5 Yıllık Kalkınma Planını hükümetin hazırlaması ve yine bu dönemde Gümrük Birliğine girilmesi ekonominin gidişatını belirleyen faktörler olmuştur. Ayrıca bu dönemde IMF ile yapılan Stand-By anlaşması sona ermiştir. Tüm bu gelişmeler zaten yüksek olan enflasyonu daha tırmandırmıştır. Toplam harcamalar, Avrupa Birliği ülkeleriyle gümrüğün sıfır olması nedeniyle artmıştır. Avrupa ülkelerine yapılan ithalat oranı toplam ithalat oranına göre daha hızlı artış gösterirken ihracat toplam ihracat oranına göre daha az artış göstermiştir. 1997 yılına gelindiğinde ise ekonomik gidişatın aynıdır. Dış borç, dış açık ve cari açık artmıştır.

Tüm bu ekonomik göstergelerin yanı sıra ülke yönetiminde yaşanan kaos ortamının yanı sıra 1998’de Asya ülkelerinde yaşanan krizin bulaşıcı etkisiyle dünya üretiminde ve ticaretinde daralmaya sebep olması Türkiye’yi ekonomisini daha da kırılgan hale getirmiştir. Bu dönemde sermaye çıkışları oluşmuştur. 17 Ağustos 1999 tarihinde, Marmara Bölgesinde 7,4 şiddetinde meydana gelen deprem bölgenin ülke sanayisinin merkezi olmasının da etkisiyle ekonomiyi derinden sarmıştır.

Asya Krizinin etkileriyle uğraşan hükümet sıcak para çıkışı nedeniyle döviz sıkıntısına girmiştir. Hazine iç borçları çeviremez haldedir. Kasım ayında Düzce’de meydana gelen diğer bir deprem ekonomiyi ikinci kez sarsmıştır. Bunun üzerine hükümet Aralık ayında IMF ile Stand-By anlaşması imzalamıştır. TCMB, Enflasyonu düşürme politikası uygulamıştır. IMF’ye verilen niyet mektubunda, sıkı maliye politikası, kur ve para politikası uygulanacağı ve siyasi iradedden destek alınacağı, enflasyonun düşürüleceği taahhüt edilmiştir. Niyet mektubunun kamuoyuna açıklanması mali piyasaları olumlu etkilemiştir. Endeks işlem hacmi artmış, borsada yükselişler kaydedilmiştir.

Ekonomide gözlemlenen bu olumlu hava Kasım 2000’de Bankacılık sektöründeki yolsuzlukların ortaya çıkmasıyla piyasada panik havası yaratmış, bankacılık sektörüne olan güveni azaltmıştır. Güveni sarsılan yerli yatırımcılar mevduatlarını bankalardan çekmeye başlamıştır. Bunun sonucunda bankalar açık vermeye başlamış ve bu açığı kapatmak için döviz toplamaya başlamışlardır. Bu ortamı gören yabancı yatırımcılar yatırımlarını ülkeden çekmeye başlamışlardır. Böylelikle

piyasada TL sıkıntısı başlamıştır. Repo faizi gecelik yükselişler oluşmuş,. IMKB endeksi yılın en düşük seviyesine inmiştir. TCMB sadece dövizin karşılığında TL vereceğini açıklamıştır. TCMB, IMF’den yardım istemiştir ancak yardım hemen gelmemiştir. Bazı bankalar bu yüzden fona devredilmiştir. Sonunda IMF’den beklenen yardım gelmiş, böylece Ekonomide bazı olumlu gelişmeler olmuştur (Akpınar, <http://sinestezi.wordpress.com/2009>).

2.1.2.5.3. Kasım 2000- Şubat 2001 İkiz Krizleri

Küreselleşmenin tehdit yönünü oluşturan krizler finansal liberalizasyon sonucu 1990’lı yıllarda ikiz krizler niteliğine bürünmüştür. Küresel dünya ekonomilerinde görülen bu olumsuz gelişme Türkiye ekonomisinde de kendini göstermiştir. Türkiye’de ikiz karakterli krizler sürecine Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile girmiştir. Bazı iktisatçılar tarafında “Büyük çöküş” olarak adlandırılan 2001 krizi Cumhuriyet tarihinde yaşanmış en şiddetli kriz olarak literatüre geçmiştir.

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye ekonomisi hızlı bir dönüşüm süreci içerisine girmiştir. Bu dönüşüm ile birlikte Türkiye ekonomisi ithal ikamesi sanayileşme politikası yerine serbest piyasa mekanizmasına dayalı ihracata yönelik sanayileşme politikasına geçmiştir. Piyasa mekanizmasının yol göstericiliği ve özel kesim inisiyatifinden azami ölçüde yararlanmayı öngören 24 Ocak 1980 kararları ile ekonominin uluslar arası rekabet ortamına uygun dinamik bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır. Küresel ekonomiye entegre kararı alınmış ve uygulamaya başlanmıştır. Fakat Türkiye ekonomisi bütünleşen dünya ekonomisinin ve yaşanan teknolojik devrimin bir parçası haline gelerek bilgi toplumu olma sürecinde hedeflediği yere ulaşamamıştır. Bunun en büyük nedeni devletin ulusal ekonomiyi yönlendirmede seçtiği ekonomi politikalarıdır (Karaçor, 2007). Özellikle 1990’lı yıllarla birlikte sık aralıklarla yaşanan seçim ekonomileri, siyasi istikrarsızlıklar süresi, makroekonomik istikrarı yeniden oluşturabilmek yerine spekülasyon faaliyetlerin ön plana çıktığı, reel ekonomiden uzak, kısa vadeli sermaye girişlerine dayanan, kısa süreli ve yapay büyümeler üzerine kurulu politikaları öne çıkarmıştır (Yeldan, 2001, s.160). Bu yapı istikrarsızlık – kriz – büyüme sarmalında bir ekonomi oluşturmuştur. Kamu maliyesi, finansal sistem ve reel ekonominin rekabet gücünün zayıflığı kriz olasılıklarını artırmıştır. Bu süreçte bilginin kullanılamaması, risk, belirsizlik, güvensizlik, şeffaf olmayan mali piyasa, enflasyon beklentisi eklenince kriz olasılığı daha da artmıştır. Bunlar bir de etkin politika

uygulamadaki aksaklıklarla birleşince kriz kaçınılmaz olmuştur. Türkiye ekonomisi bu süreci kırmak için 9 Aralık 1999 tarihinde yine istikrar programı uygulamıştır. Amacı enflasyonu düşürmek, sürdürülemez kamu iç borçlanma sürecine son vermek ve ekonomik büyümeyi yeniden sağlamak olarak belirlenmiştir. Program, enflasyonist beklentilerin aşağı çekilmesi, sıkı maliye politikasının uygulanması, döviz kurlarının hedeflenen enflasyon çitasına bağlandığı para politikası, likidite genişlemesini yabancı kaynak girişine bağlayan bir çerçeveye oturtulmuştur. Temel olarak 9 Aralık 1999 tarihli istikrar programı, faiz ve ücret oranları ile fiyatları serbest bırakırken, döviz kurunu sabit oranlı artırmayı öngörmüştür. Programın bu özellikleri ile işleyebilmesi için mali sektörü kırılganlığının düşük ve sermaye hareketliliğinin olmaması gerekmiştir. Fakat bu durum devletin kamu harcamalarını finanse etme yöntemi ile çelişmiştir. Dolayısı ile program aksaklıklar üzerine kurulmuştur (Eren, 2006, s. 266). Buna rağmen 2000 yılının ilk yarısında program olumlu makro ekonomik sonuçları ortaya koymuştur. Enflasyon 80’li yıllardan bu yana en düşük seviyeye gerilemiş, ekonomi canlanmış, faiz oranları aşağı çekilmiş, uygun koşullu dış finansman artışı yaratılmış, yapısal reformların hayata geçirildiği gözlenmiştir. Bu süreç içerisinde en büyük olumsuzluk, dış ticaret açığındaki büyüme olmuş, ancak buna rağmen artan sermaye girişleri ile ödemeler dengesinin fazla vermesi sonucu rezervlerin arttığı görülmüştür. Bu olumlu tabloya rağmen Türkiye ekonomisi yeniden krize taşınmıştır. 22 Kasım krizi finansal sistem kaynaklı bir krizdir ve kaynağı bankacılık kesimidir. Finans piyasalarında yaşanan bu etkileşim bankacılık kesimin tetiği ateşlemesi ile krize dönüşmüştür. Bankaların açık pozisyonlarını kapatmaya çalışmaları, kamu ve özel bankaların borçlanma telaşına girmelerine neden olmuştur. Türkiye’nin dışsal (Euro) piyasalarda borçlanma faizi üzerindeki risk primlerinin yükselmeye başlaması, bankaların dış borçlanmasını zora girmesine neden olmuştur (Uygur, 2001, s.11). Bankaların hızla yükselen likidite ihtiyaçları ve bunun için yüksek faizle likidite arayış içerisinde girmeleri sonucu döviz talepleri artarken, yabancı bankalarda hazine kâğıtların da hızla satarak Türkiye’den çıkmaya başlamıştır. Bu ortam içerisinde Merkez Bankası bu gelişmeler karşısında piyasanın duyduğu likidite ihtiyacını zamanında karşılayamamıştır. Bu durum 9 Aralık 1999 tarihli ekonomik programa olan güveni sarsmış, bunalım piyasalara yansımış, reel kesimde büyük bir talep daralması yaşanmış, dövizle yönelik spekülasyon akımı oluşmuştur. Yükselen faizler, döviz kayıpları IMF kredisi ve likidite ihtiyacının oldukça yüksek olan bankaların tasarruf mevduat sigorta fonuna devredilmesi piyasaları bir ölçüde rahatlama olarak yorumlanmıştır. Ancak

yaşanan krizden üç ay sonra Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışmanın piyasalar üzerindeki spekülasyon faaliyetleri tetiklemesi bu kez döviz krizini başlatmıştır (Karluk, 2005, s. 425).

22 Kasım 2000 tarihinde bankacılık sektöründe başlayan kriz 19 Şubat 2001 tarihinde döviz krizine dönüşerek ikiz kriz (twin crisses) karakterine bürünmüştür. 21 Şubat 2001 krizi ile 9 Aralık 1999 tarihli program tamamen ortadan kalkmış, Merkez Bankasından 6 milyar dolar rezerv kaybı yaşanmış, İnterbank piyasasında gecelik faizler %6000'leri aşmış, ortalama olarak % 4000'ler olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler karşısında kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Kriz sonrası yabancı bankalar ile birlikte iç piyasadaki bankalar ve karar birimlerinin döviz karşılığı talep oluşturmuşlardır. Döviz krizi niteliğinde olan 21 Şubat 2001 krizine temelde cari işlemler açığında meydana gelen yüksek oranlı artışlar neden olmuştur. 2000 – 2001 yılı krizlerini hazırlayan unsurlar, aşırı değerli TL, cari işlemler açığının kritik sınırın üzerinde seyretmesi, sermayeden yoksun mali sektör, açık pozisyonlar (banka – reel sektör – kamu) , kamu bankalarının görev zararları ve bütün bunların sonucu olarak özellikle mali sektörün taşıdığı kar ve faiz riskinin artması olmuştur (Karluk, 2005, s. 426).

1980'lerden bu yana finans sistemi özellikle bankacılık kesimi ve kamu kesimi sorunlarının köklü yapısal reformlar ile düzenlenemediği için krizler bir sarmal şeklinde sürekli tekrarlanmaktadır. Küresel dünya ekonomilerinde 1994'ten sonra yaşanan ikiz krizlerin döviz kurunu çığır olarak kullanan ülkelerde yaşadığı kabul edilmiştir. 1990'lı yıllardaki finansal krizlerin oluşumu şu noktada birleşmiştir; Döviz kurunu çığır yapan programlar, para kurulu benzeri bir düzenleme ile desteklense de genel olarak başarılı değildir. Sorunlu bir bankacılık kesimi ve yüksek açıklar üzerinde politika yapılan kamu kesimi olan ülkelerde bu tür programların kısa sürede krizle bitme olasılıkları yüksektir (Uygur, 2001, s. 10). Bu sorunların Türkiye ekonomisinin bünyesinden 1990 dönüşümünden bu yana bulunması Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini oluşturmuştur ve etkisini de derin kılmıştır.

Yaşanan bu ikiz krizler sonrasında ekonomi daralmış, ulusal gelir azalmış, kişi başına gelir gelir gerilemiş, 19 banka kapanmış, 1,5 milyon kişi işsiz kalmış, %30'lara düşen enflasyon %70'i aşmış, hazinenin faiz ödemeleri artmış, iç borç stoku 2000 yılının 4 katına ulaşmıştır (Karluk, 2005, s.428). Bu sonuçlar itibari ile krizler sadece uygulanmakta olan ekonomik programı değiştirmekle kalmamış, tüm dengelerin bozulduğu Cumhuriyet Tarihi'nin en büyük krizi olmuştur (Karaçor, 2007).

2.1.2.6. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanmış Krizler İle Türkiye'deki Şubat 2011 Krizinin Karşılaştırması

Gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla karşılaşılan krizleri anlayabilmek ve nedenlerini ortaya çıkarabilmek için söz konusu ülkelerde yaşanan krizlerin karşılaştırması yerinde olacaktır.

1990'lı yıllardan itibaren büyük hacimli bir sermaye akışı gelişmiş ülkelere doğru yönelmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki durgunluğun, mal ve hizmet üretimini karlı olmaktan çıkarması nedeniyle, biriken fonlar, gelişmekte olan ülkelere akmaya başlamıştır. Meksika, Asya ve Türkiye, söz konusu fonların, kâr beklentilerini gerçekleştirmek için girdiği pazarlar konumuna gelmişlerdir (Yentürk, 2003,s.228-229).

Meksika, Asya ve Türkiye farklı iktisat tarihlerine ve kalkınma politikalarına sahip olmalarına karşın adları 80'li yıllardan başlayarak, özellikle de 90'lı yıllardan itibaren finansal krizlerle birlikte anılmaktadır. Meksika, Asya ve Türkiye krizleri için genel olarak söylenebilecek temel nokta, benzerliklerin farklılıklara göre daha çok olduğu, ortak yanların farklılıkları ikincil kıldığıdır (Şahin, 2007).

Asya ve 2001 Türkiye krizlerinde, bankacılık sektörü önemli bir rol oynamıştır. Bankacılık sektörüne ilişkin verilerin eksikliği ya da yanlışlığı dolayısıyla sektöre ilişkin şeffaflık eksikliği, piyasa katılımcılarının algısında yanılgılara yol açmıştır. Örneğin Asya ülkelerinde banka sektörü tarafından borç vermeye ilişkin resmi veriler, gayrimenkul kredilerinde küçük bir artış olduğunu göstermekten ziyade gerçekte bu artışın oldukça büyük olduğu bilinmektedir. Türkiye örneğinde de, bankaların açık pozisyon miktarlarının farklı yansıtıldığı ve kamu bankalarının görev zararlarının saklandığı bilinmektedir (Şahin, 2007).

Meksika, Asya ve Türkiye 2001 krizlerinin finansal kriz türleri ve para krizlerinin açıklayıcı modeller açısından bir karşılaştırması yapıldığında, Meksika Krizi'ni temelde bir para krizine, Asya Krizi'nin bankacılık sektörü sorunlarının ağırlıkta olduğu bir bankacılık krizine ve Türkiye 2001 Krizi'nin, yine bankacılık sorunlarını ağırlıkta olduğu, para ve bankacılık krizlerinin birlikte yaşandığını ifade eden ikiz krizlere örnek teşkil ettiği söylenebilmektedir.

Meksika ve Asya Krizlerinde sirayet etkisinden söz edilebilmektedir. Ancak Asya Krizi'nde sirayetin etkisi Meksika Krizi'ne göre daha yüksektir. Meksika Krizi, musonal etkiler olarak adlandırılan kategoriye dahil edilebilmektedir. Musonal etkiler,

gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik sıkıntıların gelişmiş ülkelerdeki genel ekonomik kaymalarla ilişkili olduğunu ifade etmektedir. Şubat 1994'te ABD'de daraltıcı parasal politikaların gündeme gelmesi ve bu durumun diğer güçlü para merkezlerinde de karşılığını bulması nedeniyle, Meksika'ya yönelik uluslar arası yatırımların sürdürülemez duruma gelmesi düşünüldüğünde, musonal etkiler yaklaşımının geçerliliği haklılık kazanmaktadır. Asya Krizi örneği ise, yayılma türü sirayet kategorisine dahil edilebilmektedir. Yayılma türü sirayet ise, bir ülkedeki krizin diğer ülkelerin makroekonomik temel göstergeleri üzerinde önemli etkilere sahip olması durumunu ifade etmektedir (Masson, 1998, s.5). Spekülatif atak altındaki Doğu Asya ülkeleri, dünya ihracat piyasalarında benzer malları sattıkları için, Tayland parasının devalüasyonu, örneğin, Malezya'nın ihracatını olumsuz yönde etkilemiş ve Malezya, bir krizin başlayabileceği kritik bir duruma gelmiştir. Ancak, bu noktada Asya ülkelerindeki krizin sirayetinde, uluslararası yatırımcıların, bölgeyi toptancı bir bakışla algılamaları gerçeğine de dikkat çekilmesi gerekmektedir. “Tekila etkisi” olarak adlandırılan Meksika Krizi'nin diğer ülkelere sirayet etkisi uzun süreli olmamış ancak Asya Krizi'nin etkisi daha geniş bir bölgede ve daha uzun süreli bir biçimde gerçekleşmiştir. Türkiye 2001 Krizi'nde ise sirayet etkisi öne çıkarılamayacak kadar küçük bir ölçüde gerçekleşmiştir. (Şahin,2007)

Meksika, Asya ve 2000-2001 Türkiye Krizlerinin süreci etkileyen çeşitli göstergeler açısından karşılaştırılması da olasıdır. Makro temeller açısından Meksika, Asya ve Türkiye örneklerinde, kriz öncesi dönemde sermaye hareketlerinin serbest olduğu, döviz kurlarının esnek olmadığı, kredi stokunun hızla büyüdüğü, reel kurun değerlendirildiği, dış açığın büyüdüğü, döviz rezervlerinin kısa dönemli borca ve yurtiçi likit varlıklara göre yeterli olmamıştır. Kriz öncesi bütçe açığı, Türkiye'de ve kısmen Meksika'da yüksekken, Asya'da önemli bir sorun oluşturmamıştır (Celasun, 2002, s.52). Meksika'da kamu iç borcunun büyük bir bölümü dış yatırımcıların tesobono satın almış olmalarından kaynaklanmıştır. Bu da, herhangi bir devalüasyon olasılığı durumunda, Meksika'yı yatırımcı paniğine karşı savunmasız bir konuma getirmiştir. Asya'da cari açıkların genişlemesi, özel yatırımcıların özel tasarruflardan daha hızlı artmasından kaynaklanmıştır. Dolayısıyla, Asya'da özel sektör yatırımcıları aşırı bir biçimde borçlanmışlardır. Makro temeller açısından Türkiye 2001 Krizi'nin, Meksika ve Asya krizlerinden farkı, krizin hemen öncesinde kamu borç yükünün ve enflasyonun görece olarak yüksek olması ve bununla ilişkili olarak da IMF destekli bir programın uygulanıyor olmasıdır (Celasun, 2002, s.24).

Meksika, Asya ve Türkiye 2001 krizleri, yapısal temeller bağlamında etkili olan faktörlere göre karşılaştırıldığında, her üç kriz öncesinde mali denetimin yetersiz olduğu, ahlaki riskin arttığı ve bilanço risklerinin yüksek olduğu görülmektedir. Kriz sonrası dönemde mali sektörün yapılandırılması ülkeleri büyük bir yük altına sokmuştur. Dış koşullardaki olumsuzluk açısından bir karşılaştırma yapıldığında ise, Doğu Asya ve Türkiye deneyimlerinde, Japon parasının dolar karşısında değer kaybetmesi ve Euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesi krizlerin ortaya çıkmasında etkili olan faktörlerdir. Buna göre, Asya Krizi'nden hemen önce, Japon parasının dolara karşı değer kaybetmesi ve dolayısıyla rekabet gücünün artması, ulusal paralarının dolara sabitleyen Asya ülkelerinin rekabet gücünü azaltmıştır. Benzer biçimde, 2000 yılında, yani Türkiye Krizi'nin hemen öncesinde, Euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesi ve petrol fiyatlarının artışı da, Türkiye'nin dış ticaret dengesini bozmuştur. Daha önce belirtildiği gibi, sirayet etkisi en fazla Asya deneyiminde söz konusudur. Uluslar arası yatırımcıların, geliştirmekte olan ülkelere mali sermayeleriyle giriş ve çıkışlarında sergiledikleri ve “sürü davranışı” olarak nitelendirilen davranışlarının, üç ülke deneyiminde de etkili olduğu görülmektedir (Celasun, 2002, s.24-25).

Ödemeler dengesi ve döviz piyasası gelişmeleri açısından Meksika, Asya ve 2001 Türkiye krizleri karşılaştırıldığında, her üç krizde de ülke içerisine doğru büyük ölçekli ve sürekli bir sermaye girişi söz konusudur. Bu durum, nihai olarak sürdürülemeyen bir dış borç pozisyonu geliştirmektedir. Ancak, kriz örneklerinde borç veren ve yatırımcı farklılığı ve araç çeşitliliği söz konusudur. Bu borç verenler arasında bankalar, Asya Krizi'nde önemli bir rol oynamış, Meksika'da ise daha ılımlı bir rol oynamıştır. Meksika Krizi'nde öne çıkan kurumsal yatırımcılar, Asya Krizi'nde de bankaların yanında ikincil bir rol üstlenmişlerdir. Bunlar, hem kısa hem de orta ve uzun vadeli hisse senetleri ve sabit gelirli kâğıtlar satın almışlardır. Özellikle Asya'da, aynı zamanda, yabancı şirketlerce yapılan doğrudan yatırımlar da söz konusudur. Yurtiçi kullanıcılar kısmında ise, kamu borçlanması (özellikle tesobono döneminde), Meksika'da son dakikada, ancak kritik (gerçekte yıkıcı) bir rol oynamıştır (Lamfalussy, 2000, s.52). Türkiye'de ise, yabancı borç verenler arasında, bankalar, yatırım fonları ve IMF kredileri yer almıştır. Yurtiçi borçlanıcılar ise, devlet, bankalar ve bazı büyük şirketlerdir. Meksika'da sermaye çıkışları 1994'ün başına kadar ılımlı ölçüde iken daha sonra büyük ölçüde gerçekleşmiştir. Asya ve Türkiye krizlerinde de, krizin hemen öncesindeki birkaç ay içerisinde sermaye çıkışları başlamıştır (Celasun, 2002, s.26).

Meksika, Asya ve Türkiye krizlerinin de gösterdiği gibi, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan kriz sürecinin temel özelliği, uluslararası sermaye hareketlerinin hacim ve hız olarak mal ve hizmet sektörlerinin önüne geçen büyüklüklere ulaşmasıdır. Kısa vadeli sermaye, faiz ve kur arbitrajından ya da olası beklentilerden yararlanmak isteyenler tarafından gerçekleştirilmektedir. Kısa vadeli sermaye girişi, girdiği ülkede döviz bolluğu yaratarak, yurtiçi kredilerde bir genişlemeye yol açmakta, artan yatırım ve tüketim harcamaları ithalatı arttırarak cari açığın oluşmasına neden olmaktadır. Büyük hacimli sermaye girişleri ulusal parayı değerlendirerek ihracatı yapılan malların fiyat rekabeti gücünü azaltmaktadır. Süreç ilk etapta cari açığa azalma ve büyümede artış olarak yansırken, devamında- orta ve uzun vadede – tekrardan daha büyük bir cari açığa ve ekonomide daralma ve küçülmelere yol açmaktadır. Uluslararası sermayeyi içeri çeken yüksek faiz oranları, yerli yatırımcıların yeni yatırımlara yönelmesini ve işletmelerin borçluluk oranlarını yükselttiğinden, üretim düşmekte, işsizlik artmakta ve cari açık yüksek kalmaya devam etmektedir (Celasun, 2002, s.30).

2.2. Finansal Kriz Teorileri

Finansal krizler 20. yüzyıl içerisinde son yıllara kadar çok önemli görülmemiştir. Eski tarihçiler daha çok bankacılık ya da hükümetlerin borçlarını ödeyememesinden kaynaklanan borç krizlerini kaydetmektedir. Dolayısıyla, finansal krizlerin önemli unsurlarından birisi olan para krizleri yüzyılın son çeyreğine kadar çok sık rastlanan bir olay değildir. Bunun sebebi dünya savaşlarından önce paranın bağlandığı bir altın standardının olması ve savaşlardan sonra bu standardın biraz değiştirilerek indirek biçimde bir altın standardına çevrilmiş olması nedeniyle paranın mobilitesinin kısıtlanmış olmasıdır. 1970’lerde Bretton Woods adı verilen bu sistemin kırılması ile birlikte bir belirsizlik durumu ortaya çıkmıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte özellikle 1970’li yıllardan itibaren her on dokuz ayda bir kriz yaşanmıştır (Akdiş, 2000, s.2). Bu kadar çok krizin yaşanması, finansal krizler hakkında birçok çalışmanın ve teorisinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Para krizleri, literatürde pek çok farklı yönü ile ele alınmıştır. Bu tür krizlerin açıklanması ve tahmin edilebilirliği konusunda yapılan çalışmalar, ilk olarak Krugman (1979) 'ın öncü çalışması ile başlamıştır. O tarihten günümüze kadar uzanan süreçte yaşanan 1980’lerin Latin Amerika borç krizleri; 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması krizi; 1994 Meksika; 1997-98 Güney Doğu Asya; 1998 Rusya ve Brezilya ve 2001 Türkiye ve Arjantin krizlerinin her biri, diğerleri ile

bazen ortak, ama daha çok farklı özellikler sergilemişlerdir. Diğer taraftan, her bir yeni kriz, kendinden öncekilere göre az veya çok farklı nedenlere dayanmış ve farklı ekonomik ortamlarda meydana gelmişlerdir. Bu durum, her bir yeni krizde, para krizlerini açıklama iddiasındaki mevcut modelleri kısmen veya tamamen yetersiz veya geçersiz kılmıştır. Tüm bu gelişmeler, para krizlerini açıklamaya dönük olarak yeni ve farklı görüşleri ortaya çıkarmış ve bu süreç, kendine paralel olarak, para krizlerinin açıklanmasında ve tahmininde yeni modellerin geliştirilmesine olanak sağlamıştır.

2.2.1. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Modeller

1990’lardan önce karşılaşılan finansal krizler ile 1990’lardan sonra karşılaşılan finansal krizlerin farklı özellikler taşıyor olmaları finansal krizleri açıklamaya yönelik modelleri birinci, ikinci ve üçüncü nesil modeller olarak üçe ayrılmasına sebep olmuştur (Akdiş, 2000, s.94).

Krugman ile Flood ve Garber, para krizlerine açıklama getiren birinci nesil modellerin temel yapısını ortaya koymuşlardır. Fakat bu modeller taşıdıkları eksiklikler nedeniyle zaman içerisinde eleştirilere uğramış ve Obsfeld’in başını çektiği iktisatçılar tarafından ikinci kuşak modeller geliştirilmiştir. Daha sonra da üçüncü nesil kriz modelleri ortaya konmuştur.

2.2.1.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci-nesil ya da geleneksel para krizi teorilerinin ilk teorik çerçevesi (spekülatif atak modelleri) Krugman (1979) ve Flood-Garber (1984) tarafından oluşturulmuştur. 1973-1982 Meksika ve 1978-1981 Arjantin’deki para krizlerini açıklamak için ortaya atılan bu modeller, spekülatif ataklara atıfta bulunmakta ve para krizlerinin nedenlerini, makro ekonomik politikalar ile sabit kur sistemi arasındaki uyumsuzluk olarak açıklamaktadır. Bu modellerde hükümet bütçe açığı vermektedir ve bu açık iç borçlanma ya da para basımı ile finanse edilmektedir. Aşırı genişletici mali politikaların para yaratılmasıyla finanse edilmesi, enflasyona, beklentilerde olumsuzluğa ve sermaye çıkışına neden olarak ödemeler bilançosunda bir açığa yol açmaktadır. Sabit kur sistemini korumak isteyen hükümetler, yabancı rezervlerini kullanmak durumunda kalır ve rezervlerde azalma görülmektedir. Spekülatörlerin paradan kaçışı rezerv kaybını hızlandırmaktadır. Sonuçta sınırlı rezervlere sahip merkez bankasının sabit kur sistemini sürekli olarak koruması mümkün olamamaktadır.

Bu noktada para ya devalüe edilir ya da dalgalanmaya bırakılmaktadır. Birinci-nesil modele göre kriz, yanlış makro ekonomik politikaların bir sonucudur ve paranın reel olarak aşırı değerlenmesi, cari işlemler bilançosundaki artan açık ve rezervlerdeki ciddi azalma ile birlikte öngörülebilmektedir.

Birinci nesil kriz modelinde hükümetlerin dış dengeleri göz önüne almadan bütçe açıklarını sürekli bir şekilde emisyonla kapattıkları, merkez bankalarının döviz kurunu sürdürmek için dövizlerini son kuruşuna kadar harcadıkları gibi geneli kapsamayan varsayımlar yapılmıştır. Bu eksiklikler birinci nesil kriz modeline olan güveni sarsmıştır. Ayrıca çeşitli ülkelerde 1990'lı yıllardan itibaren karşılaşılan finansal krizlerin geçmiş teorilerle açıklanamaması başka modellere olan ihtiyacı arttırmıştır (Flood ve Marion, 1999,s.2).

Dayanağını Meksika (1973-1982) ve Arjantin (1978-1981) döviz kuru krizlerinin oluşturduğu birinci-nesil modellerin vermek istediği ana mesaj, krizlerin tutarsız politikaların tahmin edilebilir bir sonucu olduğudur. Birinci nesil modellerin en çok eleştiri aldığı özelliği, bu modellerde cari denge ve üretim gibi reel parametrelere yer verilmemesi ve sadece finansal parametrelerle çalışılmasıdır. Oysa birçok araştırma göstermiştir ki, cari işlemler açığı ile reel döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır ve döviz kurunu sabitlemek, ülkenin uluslar arası piyasalarda rekabet gücünü azaltmakta ve cari işlemler açığını arttırmaktadır (Karabulut, 2002, s.86).

2.2.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

1992-93 yıllarında Avrupa'da ortaya çıkan krizler öncesinde makro ekonomik temellerde bir bozulma olmaması ortaya çıkan krizin makro ekonomik problemlere vurgu yapan birinci nesil modellerle açıklanamaması sonucunu doğurmuştur. Bu nedenle para krizlerinin ortaya çıkışında başka nedenler arayan modeller üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bu modeller hükümetin fayda ve maliyet analizini dikkate alan ve piyasadaki olumsuz bekleyişlerin kendi kendini doğruladığı ikinci nesil kriz modelleridir.

Krugman-Flood ve Garber modelinde merkez bankalarının sahip olduğu bütün rezervlerin, sabit kur politikasının sürdürülmesi için kullanılabileceği, yani minimum rezerv düzeyinin sıfıra eşit olduğu varsayılmaktadır. Böylece Krugman-Flood-Garber modelinde devalüasyonun uluslar arası rezervlerde, kayıp olarak ortaya çıkması için bir

neden olmadığını öne süren, ikinci nesil spekülâtif saldırı modelleri ima edilmiş olmaktadır (İmer, 2003, s.22).

Genel olarak daha önce herhangi bir finansal kriz yaşamamış olan ülkelerde görülen ikinci nesil kriz modeli, enflasyonun ekonomik yapı üzerinde yaratacağı beklenmedik etkileri ortaya koymaktadır. Dolayısıyla ikinci nesil kriz modelleri bu yönüyle, kendi kendini doğrulayıcı (self fulfilling prophecy) bir yapı arz etmektedir (Emirkadı, 2003).

İkinci nesil kriz modelleri; hükümetin sabit döviz kurunu bırakması gerektiğini ve maliyetinden dolayı sabit döviz kurunun korunması için gerekli bir nedenin olması gerektiğini açıklar (Krugman, 1997). Uluslar arası ticaret ve yatırımların işleyişini kolaylaştırmak ve enflasyonla mücadelede kredibilite elde etmek için, hükümetler kurları sabit tutmak isterler. Döviz kurlarını korumanın maliyeti, daha yüksek faiz oranları ve işsizlik artışı ile birlikte artar. Bu maliyetler daha sonra yatırımcıların döviz kurlarının sabit tutulamayacağı beklentisine yol açar (Komulainen, 1999, s.18). Sabit kuru korumanın faydası, maliyetinden fazla olduğu sürece hükümetler kuru sabit tutmaya devam ederler. Bununla birlikte maliyetler faydasından fazla olunca, karar alıcılar için kuru sabit tutmaktan vazgeçmek optimal olur (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005).

İkinci-nesil modellere göre kriz, tutarlı kendi kendini besleyen beklentiler, sürü davranışı ve bulaşma nedeniyle ortaya çıkar (Babic ve Zigman, 2001). Bir başka deyişle, temel ekonomik göstergelerde ciddi bozulmalar olmasa da ikinci-nesil modellere göre, gerçekte olmayan fakat beklenen politika değişimlerine katılım sonucu oluşan spekülâtif hareketler krize yol açar. Zayıf makro ekonomik göstergeler kriz için gerekli ancak yeterli değildir. Ancak bu modeller, analizlerinin temelini oluşturan beklentilerdeki değişmeye neyin ya da nelerin neden olduğu konusuna tam bir açıklık getirmezler (Pesenti ve Tille, 2000).

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

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

1992-93 yıllarında ERM'den ortaya çıkan para krizleri, ikinci-nesil modellere uymaktadır. 1990'ların başında, birçok Avrupa ülkesi paralarını sabit pariteden Avrupa Para Birimi (ECU)'ne bağlamışlardır. İspanya, İngiltere ve İtalya makro ekonomik değişkenlerinde önemli bir bozulma olmamasına rağmen 1992-93'de sabit kur sistemi altında paralarına karşı spekülâtif atak yaşamışlardır.

Krizlerin sınıflandırılmasında "birinci-nesil" ve "ikinci-nesil" kriz modelleri olarak ifade edilen bir terminolojinin varlığı yaşanacak her farklı krizin yeni bir modelle adlandırılması gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır (Krugman, 2001). Bu çerçevede, önceki krizlerden farklı unsurlar taşıyan 1997 Asya krizi üçüncü bir neslin oluşturulmasına sebep olmuştur.

2.2.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Krugman (1979) ile Flood ve Garber (1984) tarafından ortaya konulan birinci-nesil modeller, krizleri devletin bütçe açıklarını para basarak kapatma isteğinin ve sabit kur rejiminin çökmesi halinde sermaye kaybına uğramamayı (veya sermaye kazancı elde etmeyi) düşünen yatırımcıların uluslararası rezervler kritik bir seviyenin altına indiğinde başlattıkları spekülâtif saldırının bir sonucu olarak görmektedirler. Obstfeld (1994) tarafından açıklanan ikinci-nesil modeller ise krizlerin sabit döviz kuru politikasına bağlılık ile genişletici bir para politikası uygulamak arasında yaşanan çatışma ve yatırımcıların devletin kuru dalgalanmaya bırakacağı yönünde duyduğu endişenin faiz oranları üzerinde yarattığı baskının ürünü olduğunu söylemektedirler. Birinci ve ikinci-nesil modellerde çizilen tablolarla 1997-1998 yıllarında Asya ülkelerinde yaşanan kriz arasında güçlü bir bağlantı kurulamamaktadır. Kriz öncesinde söz konusu ülkelerin mali göstergeleri iyi olarak değerlendirilmiştir. Büyümedeki yavaşlama ve kapasite fazlasına ilişkin sinyallere karşın ülkelerin hiçbiri İngiltere'nin 5 yıl önce işsizlik ile döviz kuru istikrarı arasında yapmak zorunda olduğu tercihle karşı karşıya kalmamıştır. Bu krizde başka faktörlerin rol oynadığı tespit edilerek gerek yaşanan krizi anlamak, gerekse gelecekte yaşanabilecek benzer krizlere karşı uyarılarda bulunmak açısından üçüncü-nesil bir kriz modeline gerek duyulmuştur (Krugman,1999).

Üçüncü nesil modeller, bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü meydana getirdiği ana fikrine dayanmakta ve krizlerin ülkeler arasında yayılma mekanizmasını açıklamaya çalışmaktadır. Krugman'ın (1998) 'ahlaki tehlike' yaklaşımı ve Sachs'ın (1998) 'finansal atak' yaklaşımı bu çerçevede değerlendirilen öncü çalışmalardandır (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005).

Birinci-nesil ve ikinci-nesil kriz modellerinin birleşimi ile oluşan üçüncü-nesil modellere göre, hükümet ile büyük işletmelerin arasındaki uygun olmayan ilişkiler (krony kapitalizm) krizlerde önemli rol oynamaktadır. Bu modeller, birinci-nesil modellerdeki, aşırı genişletici makro ekonomik politikalar yerine krony kapitalizmi koymakta ve aktif fiyatları ve ekonomideki ciddi daralmayı açıklamak için ikinci-nesil modelleri de göz önüne almaktadır (Woo, 2000). Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümet bankaların ya da şirketlerin yurtdışından aldıkları borçlara, doğrudan ya da dolaylı şekilde garanti vermektedir. Ancak hükümetin, finansal birimleri kontrol etme yetersizliği sonucu, ciddi ahlaki risk (moral hazard) problemleri ortaya çıkmaktadır. Alınan borçların marjinal ve verimli olmayan yatırımlara yönlendirilmesi, sonuçta hükümet garantisi altında olan sermaye kayıplarına, negatif bir dışsal şok kayıpları daha da artıracak ekonomide ciddi daralmaya, geri dönmeyen kredilere, banka iflasları ve sermaye kaçışına neden olmaktadır. Üçüncü-nesil para krizi teorileri ile birlikte, bankacılık ve para krizlerinin olduğu kırılgan bir finansal yapının krizlerin oluşmasındaki rolü ön plana çıkarılmaktadır (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005).

Üçüncü-nesil modeller spekülasyon atak ile kendi-kendini besleyen karamsarlık gibi unsurları içermelerine ve yoğun sermaye çıkışları sonucu çöken sabit kur rejimlerini konu almalarına rağmen, finansal kırılganlıklar üzerinde yoğunlaşmakta ve bu anlamda finansal kriz modellerine yaklaşmaktadırlar. Buna dayanarak, Krugman (2001), "Crises: The Next Generation" isimli çalışmasında üçüncü neslin ardından gelecek dördüncü nesil modelin para krizi olmaktan öte varlık fiyatlarının başrolü oynadığı bir finansal kriz modeli olması gerektiğini öne sürmüştür. Krizler konusunda yapılan çalışmaların tümü doğrudan ya da dolaylı olarak krizlerin özelliklerini tanıyarak öngörmeyi ve böylece dünya ekonomilerinin ve global finansal sistemin olası krizlerden korunmasını amaçlamaktadır. Sonuç olarak, bu görüş paralelinde dördüncü-nesil modelin ve bundan sonra yapılacak çalışmaların amacı Krugman (2001)'ın da altını çizdiği gibi yaşanmış krizlerin özelliklerini açıklamaktan çok gelecekte yaşanabilecek krizlere dair bir öngörü sağlamak olmalıdır (Hacıhasanoğlu, 2005).

2.2.2. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yapılan Ampirik Çalışmalar

1990'lardaki parasal krizlerin belirleyicileri üzerine bir çok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda farklı ekonometrik ve istatistiksel teknikler kullanılmış, fakat kriz oluşmasında hangi değişkenlerin etkili olduğu konusunda net bir fikir elde edilememiştir. Bu nedenle karar alıcılara krizi önlemede net politika önerileri sunulamamaktadır. Bu çalışmalarda daha çok birinci-nesil modellerde ifade edilen paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi, düşük üretim ve ihracat artışı, aşırı borçlanma ve geniş paranın uluslararası rezervlere oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. Dolayısıyla bir çok ampirik çalışmada, para krizinin oluşmasında temel makroekonomik göstergelerdeki bozulmaların mı, yoksa spekülatif atakların mı daha etkin olduğu belirlenmeye çalışılmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde finansal krizleri açıklamaya yönelik yapılmış bazı ampirik çalışmalar hakkında bilgi verilmektedir:

- Arias (2003), ele alınan dönem (1980 öncesi ve sonrası gibi), ülke grubu ve metodolojiler (lineer regresyon, sinyal yaklaşımı ve logit/ probit modelleri vb) açısından birbirinden farklı olan 83 makaleyi incelemiştir. Çalışmanın sonunda, ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi, resmi rezervlerdeki azalma, banka kredileri ve/veya ulusal kredilerdeki artış, bir başka ülkede olan kriz, resmi rezervlerin kısa dönemli dış borca oranındaki düşme ve enflasyon gibi göstergelerin krizin olmasında ya da kriz ihtimalini artırmada önemli olduğunu belirtmiştir. Ayrıca ekonomik gelişme seviyesi de krizin göstergelerini etkileyebilmektedir. Örneğin dış borç ve cari işlemler açığı gibi değişkenler gelişmekte olan bir ekonomide para krizini tetiklerken gelişmiş bir ekonomide çok fazla etki yaratmamaktadır.

- Krugman'ın 1979 yılında yapılan ve finansal krizlerin mantığını açıklamaya yönelik görüşler sonucunda krizlerin tanımlanması ve tahmin edilebilirliğine ilişkin çalışmalar artmıştır (Karaçor, Alptekin, 2006, s.241).

- Kaminsky ve Reinhart çalışmalarında 1970–1995 döneminde 15 gelişmekte ve 5 sanayileşmiş ülkede görülen 76 para krizinin ortaya çıkmasında etkili olabilecek 9 makro ekonomik ve finansal göstergenin hareketleri incelenmiştir. Para krizlerinden önceki aylarda reel döviz kurunun değerlendirildiği, M2/uluslararası rezervlerin artış gösterdiği, M1 artısının büyüdüğü, ihracat ve dış ticaret hadlerinin zayıfladığı, üretimin uluslararası rezervlerin ve ithalatın azaldığı gözlenmiştir (Altıntaş, Öz, 2007, s.25).

- Bussiere ve Mulder'in Meksika, Asya Krizlerinin ve pek çok gelişmekte olan ülke ekonomisinin içinde bulunduğu toplam 46 ülkenin krizlerinin gözlemlendiği bu

çalışmada; döviz kurunun ve rezervlerdeki değişimin ağırlıklı ortalamasının esik değeri hesaplanmıştır. Çalışmada, politik alanda istikrarın olmaması seçim öncesi ve seçim sonrası olmak üzere krizin derinliğini önemli ölçüde etkilediği ifade edilmiştir (Karaçor, Alptekin, 2006, s.241).

- Berg ve Pattillo, 1997 öncesinde önerilen üç farklı para krizi tahmin modellerini (KLR,FR,STV) değerlendirmişler ve bu modellerin Asya krizinin tahmininde ne ölçüde güçlü olabileceklerini araştırmışlardır. Buna göre, FR ve KLR modellerinde yüksek cari işlem açığını önemli bir risk faktörü olarak değerlendirmişler, üç modelin değerlendirilmesi sonucunda ise yurtiçi kredilerin yüksek olduğu, reel döviz kurunun trend değerine göre değerli ve M2/rezervler oranının arttığı durumlarda para krizlerinin görülme olasılığının artış gösterebileceğini belirtmişlerdir (Altıntaş, Öz,2007, s.25-26).

- Edwards, dinamik panel regresyon analizini kullanarak büyük cari hesap tersine dönmelerinin yatırım üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yatırım değişkeni kontrol altına alındıktan sonra bile kişi başına GSYİH artışı üzerinde negatif etki bulunmuştur. Milesi –Feret ve Razin’e göre, cari hesap dengesizlikleri kriz sonrası dönemlerde önemli bir şekilde azalmamaktadır. Roubini ve Watchel de konu, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği çerçevesinde ele alınmış ve cari işlemlerin kompozisyonu, sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve kompozisyonu, ülke riski ve döviz rezervlerinin düzeyi gibi göstergeler değerlendirilmiştir (Alagöz, Işık, Delice 2006, s. 352).

- Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1967-1992 sürecini kapsayan, genellikle OECD ülkelerinden oluşan, döviz kurlarını askıya almış gelişmiş ülkeleri ele alan bir çalışma yapmışlardır. Krizi, döviz kurlarında, faiz oranlarında ve uluslar arası rezervlerde büyük bir hareketlilik olarak tanımlanmıştır (Şen, 2005, s.120).

- Frankel ve Rose, 1971–1992 sürecinde yıllık verileri kullanarak 105 ülkedeki parasal krizleri incelemişlerdir. Parasal kriz, nominal döviz kurunun değişim hızındaki önemli bir artış olarak tanımlanmıştır (Şen, 2005, s.121).

- Weller, gelişmekte olan ekonomilerin finansal serbestleşme sonrasında hem para hem de bankacılık krizlerine karşı duyarlılıklarının artıp artmadığını incelemektedir. 1973’ten günümüze kadar 27 gelişmekte olan ekonomi için yapılan analizlerde finansal liberalizasyon sonrasında para bankacılık krizlerinin ortaya çıkma olasılığının arttığı görülmüştür (Şen, 2005, s.126).

Teorik kriz modelleri, yaşanmış krizlerin oluşumunu açıklamaya çalışırken, finansal krizlerin ampirik çalışmalarından oluşan literatür teorik modellerin yaşanabilecek krizleri öngörmeye ne kadar yeterli olduğu ve bu öngörünün kuvvetlendirilmesi için başka hangi olguların üzerinde durulması gerektiğini incelemektedir. Öncü göstergeler yaklaşımı adı da verilen ampirik literatürünün oluşturulmasında yaygın olarak kullanılan yöntem, finansal piyasalardaki baskı ve kriz dönemlerinde diğer dönemlere nazaran farklılık gösteren bir grup değişkenin belirlenmesi ve bu değişkenlerin hareketleri üzerinden sonuçlara varılması temeline dayanmaktadır. Finansal krizlerin açıklanmasına yönelik yapılan ampirik çalışmalar kullanılan istatistiksel metodolojileri iki başlık altında incelemek mümkündür. Bu metodolojilerden ilki, erken uyarı sistemi (sinyal yaklaşımı) olarak adlandırılır. İkincisi ise farklı ekonometrik modeller kullanan yaklaşımlardan oluşur. Finansal krizlerin tahmininde kullanılan ikinci grup istatistiksel modellerde yer alan yaklaşımları da kendi içinde ikiye ayırmak mümkündür. Birincisi, gölge bağımlı değişken yaklaşımıdır. İkinci grupta yer alan çalışmaların önemli bir kısmı ise gölge bağımlı değişken yaklaşımına alternatif sunmayı amaçlayan çalışmalardan oluşur. Sunulan yaklaşımlar çeşitli olmasına rağmen, ortak özellikleri mevcut yaklaşımların eksikliklerini vurgulamalarıdır. Çalışmanın bu kısmında erken uyarı sistemi olarak adlandırılan sinyal yaklaşımı detaylı olarak açıklanmaktadır.

2.2.2.1. Erken Uyarı Sistemi Modelleri

Erken uyarı sistemlerine (Early Warning System) yönelik çalışmalar 1990'lı yıllardan sonra, finansal krizlerin yaygınlaşmasıyla birlikte artmıştır. Finansal krizlere yönelik teori oluşturma çabaları çerçevesinde ortaya çıkan modellerin ele aldıkları önemli konulardan biri de finansal krizler ortaya çıkmadan önce bunların belirtilerinin neler olduğunun ortaya konulmasıdır. Bu çerçevede krizleri önceden haber vererek onların kontrol altına alınmasını sağlayacak erken uyarı sistemleri oluşturmak için akademik çevrelerin yanında IMF, NBER gibi önemli kurumlar tarafından çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Avrupa 1992–93 para krizi ve 1994–95 Meksika para krizi ve özellikle de 1997–98 yılında Asya'da ortaya çıkan kriz erken uyarı sistemleriyle ilgili çalışmaların genişletilmesine katkıda bulunmuştur. Bu sistemlerin tamamının amacı bir ülke krize girmeden gerekli önlemlerin alınabilmesi için bir ön sinyal ortaya çıkarmasıdır. IMF

konu ile ilgili olarak yoğun çalışmalarda bulunmuştur. Konu ile ilgili olarak Kaminsky, Lizondo ve Reinhart 1998 yılında Berg ve Patillo 1999 yılında ve bunlara ilaveten Merkez Bankaları, akademisyenler ve özel sektör kurumları çeşitli modeller geliştirmişlerdir (Bussiere ve Fratzscher, 2002, s.7).

Erken uyarı sistemi, bir ülkenin para veya bankacılık krizini aşabilme veya krizde olabilme durumunu gözetlemede yardımcı olabilecek etkin ve güvenilir bir sistemin oluşturulması düşüncesinden doğmuştur. Ancak erken uyarı sistemi uygulamada yeterli verilerin bulunamaması ve verilerin kalitesi konusunda önemli sınırlamalara da sahiptir. Buna rağmen erken uyarı göstergelerinin politika yapıcılarına bir finansal krizin zamanını öngörülebilme veya ortaya çıkabilmesi riskine karşı gerekli önlemleri alabilme konusunda kolaylık sağlayacağı açıktır.

Yapılan çalışmalar için bir sınıflandırma yapacak olursak, erken uyarı sistemlerini üç grup modelde toplayabiliriz. Birinci grup genellikle keskin devalüasyonların göstergelerini açıklayan regresyon modelleri (cross-country regression), ikinci grup anahtar değişkenler ile önceden para krizlerini anlamaya çalışan probit modeller; üçüncü grup ise en çok kullanılan modellerden birisi olup, potansiyel erken uyarı göstergelerini kullanan sinyal yakalama (signal approach) metodudur (Rabe, 2000, s.25).

Bu çalışmada uluslar arası rezervlerin KVDB'ye oranının finansal krizleri öngörmedeki rolü erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımı yöntemiyle tespit edilmektedir.

2.2.2.1.1. Sinyal Yaklaşımı ve Öne Çıkan Çalışmalar

Sinyal yaklaşımı, kriz öngörü döneminde sıra dışı davranışlar sergileme eğiliminde olan birkaç göstergenin değerlerini izlemeyi gerektiren istatistiksel bir yöntemdir. Bu yöntemde kriz göstergesi olarak belirlenen bir değişkene ait değer, belirli bir eşik değerinin üzerine çıktığında, bu, olası bir kriz sinyali olarak kabul edilmekte ve takip eden aylar içerisinde bir para krizinin meydana gelebileceğinin tehlike işareti olarak yorumlanmaktadır.

Sinyal yöntemine dayalı çalışmalar daha çok makroekonomik zayıflıklar üzerinde yoğunlaşmaktadır. Modellerdeki değişkenler hem yurt içi reel ve finansal sistemi hem de yurt dışı ekonomik değişimleri bir arada kullanabilmektedir. Bu değişkenler bir etki sırasına göre de sıralanabildiği için problemlerin kökenine inebilme imkanı da verebilmektedir (Gür ve Tosuner, 2002, s.19).

Sinyal yöntemini kullanan çalışmalar arasında en önemlisi Kaminsky ve Reinhart'ın 1996 yılında yapmış oldukları çalışmadır. Bu çalışma 1975-1990 arasındaki 15 gelişmekte olan ve 5 gelişmiş ülkenin değişkenlerini incelemiş ve krize hangi nedenlerin yol açtığını bulmaya çalışmıştır. 1997 yılında Kaminsky, Lizondo ve Reinhart 1996 yılında çerçevesini çizilen modeli genişletmişlerdir. Genişletilen bu modele de kısaca KLR modeli adı verilmiştir. Modeldeki değişkenlerin kriz öncesi farklı davranışları üzerinde durulmuş, kriz ise ani spekülasyon nedeni ile döviz kurunda yaşanan büyük düşüşler, rezervlerin azalması ya da her ikisinin bir arada gerçekleşmesi olarak tanımlanmıştır. Model sabit, dalgalı döviz kuru sistemi ayırımı yapmamıştır. Ölçme metodu olarak da bu iki değişkenden bir endeks oluşturulmaya çalışılmış ve endeksin döviz piyasası üzerindeki baskısı ölçülmeye çalışılmıştır. Oluşturulan endekste ki döviz kuru ile rezervlerin aylık değişimlerinin ağırlıklı ortalamaları incelenmiş ve krizler bu ortalamalardaki keskin değişimlere göre değerlendirilmiştir. Modelde gösterge olarak kullanılan değişkenler: uluslararası rezervler, ithalat, ihracat, dış ticaret haddi, reel döviz kurunun normal trendinden yüzde sapması, iç ve dış reel faiz oranları arasındaki fark, reel M1 talebi ile mevcut M1 değeri arasındaki fark, iç kredilerin GSYİH'ya oranı, reel mevduat faiz oranı, kredi/mevduat oranı, banka mevduatları, M2'nin brüt uluslararası rezervlere oranı, üretim endeksi ve sermaye piyasası endeksidir (Gür ve Tosuner, 2002, s.19-20). Modelde her bir gösterge için bir eşik değeri saptanmıştır. Sinyal horizonu (değişkenin eşik değerini geçmiş olduğu nokta) 24 ay olarak varsayılmıştır. Sinyalden 24 ay içerisinde bir kriz gerçekleşirse sinyal iyi, gerçekleşmezse kötü olarak adlandırılmıştır. Değişkenlerin ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi nedeni ile sinyal eşik değerinden ortalama yüzde sapma olarak kabul edilmiştir (Karabulut, 2002, s.102).

Orijinal KLR modelini baz olarak Kaminsky (1998) tarafından birkaç değişiklik ile yapılan bir çalışmada Güney Doğu Asya krizi incelenmeye çalışılmıştır. Bu çalışmanın sonucunda Güney Doğu Asya krizinin de diğer krizler gibi makro ekonomik kırılmalıklar nedeni ile ortaya çıktığı sonucuna varılmıştır.

Edison (2000, s.36), KLR'nin (1998) sinyali metoduyla 1970-1995 dönemi arasında Latin Amerika, Asya ve Avrupa ülkelerinden toplam 20 ülkenin cari işlemler, sermaye hesabı, reel sektör ve finansal sektör göstergelerini kullanmış ve döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon gibi değişkenleri modele ilave ederek para krizlerinde sinyal verebilecek değişkenleri belirlemiştir. Araştırmada reel döviz kurunun değeri kazanmasının, M2'nin rezervlere oranının artmasının, uluslararası rezervlerde

kayıpların ve hisse senedi fiyatlarında beklenmeyen azalmaların para krizleri için önemli sinyal göstergeleri olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Goldstein vd. (2000, s.56) 1970-1995 dönemi için Kaminsky ve Reinhart'ın (1996) bankacılık ve para krizlerini tahmin etmede kullandığı 25 ülkenin aylık bazdaki göstergelerini daha da genişleterek para ve banka krizlerini sinyal yaklaşımıyla tahmin etmişlerdir. Bankacılık krizleri için reel döviz kuru, hisse senedi fiyatları, para çarpanı, üretim artışı ve ihracat göstergelerinin kriz sinyali verdiği, para krizlerinde ise reel döviz kuru, hisse senedi fiyatları, ihracat, M2'nin rezervlere oranı ve üretim artışının kriz sinyali veren diğer göstergeler olduğunu belirlemişlerdir.

Gerni vd. (2005, s.43-50), öncü gösterge yaklaşımıyla 1990-2004 dönemi için aylık veriler kullanarak Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarındaki para krizlerinin belirleyicilerini araştırılmışlardır. Araştırmada çok sayıda değişken kullanılmış ve ulusal paranın değerlendirilmiş olması, rezervlerin azalması, faiz oranı farklılıklarının büyümesi, kamu gelirlerinin kamu giderlerini karşılama oranının düşmesi, sanayi üretim endeksinin düşüş kaydetmesi ve enflasyon farklılığının artması istatistiksel açıdan krize sinyal vermede anlamlı bulunmuştur.

Krznar (2004, s.20-34), Hırvatistan'da 1998 Eylül ve 2001 Ağustos'ta ortaya çıkan iki para krizinin erken uyarı göstergelerini belirlemek için 39 gösterge kullanmıştır. Çalışmada reel döviz kuru, kamu finansman dengesinin GSYİH'a oranı, cari işlemler dengesinin GSYİH'a oranı, enflasyon ve dış borç göstergelerinin iki para krizi için anlamlı öncü göstergeler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

BÖLÜM III

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER İÇİN FİNANSAL KRİZ DÖNEMİNDE ULUSLAR ARASI REZERVLERİN KISA VADELİ DIŞ BORÇLARA ORANIN ROLÜ

3.1. Uluslar Arası Rezervler

Rezerv sözlük anlamı ayırmak, saklamak, yedek tutmak, ihtiyat bulundurmak demektir. Uluslararası rezervler, ülkelerin sahip oldukları yabancı para cinsinden varlıklardır. Ulusların sahip oldukları rezerv düzeyleri son yıllarda sıkça ortaya çıkan finansal krizlerden sonra daha da önem kazanmıştır. Uluslararası rezervlerin edinimi kadar yönetimi yani değerinin korunması da önemlidir (Mahlebiciler, 2006).

Bazı finansal varlıkların toplamından oluşan uluslar arası rezervler literatürde farklı şekillerde tanımlanabilmektedir. Bu tanımlardan en kabul görmüşleri aşağıda verilmiştir:

Uluslararası rezervler, dünya genelindeki ekonomik birimler tarafından finansal yükümlüklerin karşılanmasında her an kullanılabilecek bir ödeme aracı olarak kabul görmesi ve diğer bir ülke parası veya değeri üzerinden ifade edilmesi halinde değerinin açıkça anlaşılabilir olması şeklinde iki belirgin özellik yardımıyla tanımlanmaktadır (Heller, 1966, s.297).

Horne ve Nahm (2000, s.9), On Grubu (Group of Ten, G10) oluşturan ülkelerin (ABD, Belçika, Birleşik Krallık, Fransa, Hollanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Almanya ve İsveç) kabul ettiği tanımı esas alarak, uluslararası rezervleri para otoritelerinin sahip olduğu ve dış ödemeler açık verdiği zaman döviz kurunu desteklemek amacı ile doğrudan kullanılabilen ya da diğer varlıklara çevrilebilme özelliği mevcut olan tüm varlıklar olarak tanımlamaktadır.

Niahans'a (1970, s.49) göre; Merkez Bankası uluslar arası rezervleri, ticari bankaların yurtiçi rezervleri gibidir. Ancak merkez bankası uluslar arası rezervleri kendi değişimleri için değil, diğer ekonomik birimlerin değişimlerine karşı tampon görevi gören bir stok çeşidi olarak kullanılmaktadır. Ticari bankalar, büyük kısmını mevduatların içerdiği pasiflerinin, likit değerlere dönüşümünü sağlamak için rezerv bulundurlar. Benzer olarak merkez bankaları da para ve merkez bankası mevduatı gibi

pasif kalemlerini, altın ve yabancı para birimlerine dönüşümünü sağlamak için rezerv bulundurlar.

Grubel'e (1984) göre uluslar arası rezervler devletlerin yabancı devletlerden borçlarını kapatmak için almaya hazır oldukları bir aktif kalemken; Lehto'nun (1994, s.7) tanımıyla uluslar arası rezervler, para arzının yabancı bileşeni olup döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizliğin giderilmesinde kullanılan bir tampondur.

Literatürde en sık kullanılan ve IMF tarafından yapılan tanıma göre ise, döviz rezervleri kullanıma hazır olup para otoriteleri tarafından kontrol edilen, ödemelerdeki dengesizliklerin doğrudan finansmanında veya dengesizliklerin yol açacağı olumsuz durumların dolaylı olarak düzenlenmesi ve denetlenmesinde, döviz kurunu etkilemek suretiyle piyasalara müdahale amacı ile kullanılan dış varlıklardır (IMF, 1993, s.424).

Bu tanımlardan hareketle, piyasadaki döviz likidite dengesinin kurulmasını teminen uluslararası rezervlerin çabuk ve kesin biçimde başka döviz cinslerine çevrilebilmesi gerekmektedir. Uluslar arası rezervler Merkez bankalarının piyasalara anında ve etkin bir şekilde müdahale edebilmesini sağlamaktadır.

Bir varlığın rezerv sayılabilmesi için genel ve ortak kriter, milli para cinsinden olmaması ya yabancı para cinsinden ya da uluslar arası standartta altın olmasıdır. Ancak burada milli paraları uluslar arası piyasalarda birer rezerv aracı olarak kullanılan Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Avrupa Birliği ülkeleri genel olarak diğere ülkelerden ayrı değerlendirmek daha doğru olacaktır. Zira bu ülke paraları uluslar arası sistem içinde bir rezerv bileşeni olarak kullanılmakta, bu ise adı geçen ülkelerin sistemi etkileme güçlerini artırmaktadır (Yaman, 2003).

Rezerv kompozisyonunu bileşenlerine ayırmakta; rezervler konusunda oldukça fazla araştırmaları olan IMF'nin belirlediği kalemler alınmıştır. IMF sınıflamasına göre rezerv bileşenleri Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2

IMF Sınıflamasına Göre Rezerv Bileşenleri

A-Resmi Rezervler
1. Konvertibil Döviz
a- Yabancı Para Cinsinden Tahvil ve Bonolar
b- Toplam Döviz Depoları
i- Diğer Merkez Bankaları ve BIS ile yapılan
ii- Raporlama Yapan Ülkelerle Yapılan
iii- Raporlama Dışında Kalan Ülkelerle Yapılan
2. IMF Rezerv Pozisyonu
3. SDR
4. Altın
5. Diğer Rezerv Kalemleri
B- Diğer Yabancı Para Varlıklar

Kaynak: IMF Yıllık Raporları (1996,2002)

Tablo 2’de IMF bileşeni olarak gösterilen SDR (Special Drawing Rights), 1969 yılında IMF tarafından geliştirilen ve değişik para birimlerinden oluşan para sepetinin temsil ettiği yapay bir para birimi olup IMF’ye üye ülkelerin rezerv varlıklarını desteklemek amacıyla kotaları ile orantılı olarak sağladığı bir rezerv kaynağıdır (Kester, 2001, s.18). SDR kullanımı, üyeler arasında gönüllü olarak yapılan değişimle veya güçlü dış pozisyonu olan ülkelerin daha zayıf pozisyonundaki ülkelere SDR satın alması ile yapılır (IMF, 2006, s.1).

Rezerv kompozisyonunu oluşturan bileşenlerin oranları ise ülke ekonomilerinin değişken yapısından dolayı ülkeden ülkeye ve yıldan yıla göre değişkenlik göstermektedir.

Rezerv portföy getirilerinin özellikle önem kazandığı 1980 ve sonrası dönemde getirisi düşük bir varlık olarak değerlendirilmesi nedeniyle altın rezervleri giderek eski önemini yitirmiştir. 1990’lı yıllar boyunca hükümetler, sahip olunan altın varlıklarını azaltma yoluna gitmişler, altın satışları hızlanmış ve rezervler getirisi daha yüksek alanlara kaymıştır (Dünya Altın Konseyi, Ocak 2006). Altının likit bir varlık olmaması, saklanması ve korunmasının maliyetli olması, ticaret yapmaya elverişli olmaması ve

getirisinin düşük olması nedeniyle rezerv olarak günümüzde tercih edilmemekte, satımı yoluyla elde edilecek fonlar da harcamaları arttırmak, vergileri veya kamu borçlarını azaltmak veya getirisi yüksek alanlara yatırılmak suretiyle değerlendirilebilmektedir (Mahlebiciler, 2006).

Ülkedeki mevcut döviz rezervlerini yüksek tutmak finansal krizlerden korunmada önemli rol oynamakta, en önemli savunma aracı olarak görülmektedir. Çünkü döviz üzerinden yapılacak ataklara karşı mevcut rezervler kullanılarak müdahale etme imkânı bulunmaktadır. Ancak döviz içeriği de bu konuda büyük önem taşımaktadır. Çünkü sıcak para olarak tabir edilen portföy yatırımlarının şişirdiği bir rezerv büyüklüğü güvence olmaktan öte krizin en büyük tetikleyicilerinden birisini oluşturmaktadır (Çonkar ve Ata, 2003, s.15).

Ülkeler nüfus büyüklüğü, gelir düzeyi, yönetim biçimi gibi pek çok alanda farklılıklar göstermelerine rağmen, gelişmiş ekonomiler de dahil olmak üzere döviz rezervi bulundurma konusundaki ihtiyaçları ortaktır. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde rezerv talebini etkileyen faktörlerin zaman içinde çeşitlilik gösterdiği ve kur rejimlerinin değişmesi, ekonomilerin liberalleşmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi gibi global ekonomik değişiklikler sonucu bazı faktörlerin öneminin azalıp yeni faktörlerin önem kazandığı görülmüştür. Dünya genelindeki eğilime bakıldığında, toplam rezerv talebinin son yıllarda arttığı görülmektedir. Rezerv talebinde yaşanan bu artış, kur rejimi tercihi, ekonominin dışa açıklık oranı, gelişmişlik düzeyleri ve uluslararası son borç verme mercii görevi yapacak bir kurumun yokluğu gibi birçok nedene bağlı olarak hızlanmıştır.

3.1.1. Uluslar Arası Rezerv Yeterliliği

Uluslar arası rezervler bahsedilen nedenlerden dolayı ülkeler tarafından yeterli olması istenmektedir. Ancak, Merkez Bankaları rezerv tutarken belirli bir maliyete de katlanmak durumundadırlar. Çünkü Merkez Bankaları bedelsiz rezerv elde edemezler. Rezerv tutulmamasından kaynaklanacak maliyet literatürde düzeltme maliyeti olarak adlandırılmakta ve ülkeler rezerv bulundurmak suretiyle düzeltme maliyetlerini azaltarak belli bir fayda sağlamaktadır. Ancak rezervlerin ülke içinde yatırım, tüketim veya büyüme için kullanılabilecek olan ulusal kaynaklar üzerinde bir talepte bulunması fırsat maliyeti kavramını ortaya çıkarmış ve likit rezerv tutmanın fırsat maliyeti, rezervlerin likit olarak tutulmayıp yatırıma dönüştürüldüğünde elde edeceği getiri ile

likit rezervlerin yatırıma tabi tutulduğu zamanki getirisi arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Bu maliyet unsuru daha çok devletin sosyal sorumluluğu ve ülkeye yapılması beklenen yatırımlar ile ilgilidir. Uluslararası rezervlerin likit olarak tutulan kısmı ülke çıkarları doğrultusunda daha az riskli piyasalarda yatırıma tabi tutularak yönetilmekte ve zaman zaman da yine likit kalma prensibi çerçevesinde ülke içi yatırıma dönüştürülmemektedir. Bu bağlamda, ülke başka şekillerde kullanılabilecek olan bu kaynaklardan elde edilebilecek getirinin bir kısmından vazgeçmektedir (Heller, 1966, s.299).

Rezerv tutma maliyetinin farklı hesaplanma yöntemleri olmasına karşın en sık kullanılan yöntem; ülkelerin dış borçları için ödedikleri faizi ile rezervlerin yatırıma tabi tutulması sonucu elde edilen getiri arasındaki farktır. Ülkelere göre değişiklik gösteren bu oran GSMH'ın yüzde 1'ine kadar çıkabilmektedir. Dolayısıyla, en uygun rezerv miktarı hesaplanırken rezerv tutma maliyetinin de dikkate alınması bir zorunluluktur (TCMB,2011).

Rezerv tutma maliyeti, rezerv seviyesinin yeterliliğinin ölçülmesinde kullanılan önemli etkenlerden biri. Bu durumda ülke rezervlerinin sonsuz olmadığı, bir limiti olduğu sonucu çıkmaktadır. Bu noktada rezerv yeterliliği başka bir deyişle optimum rezerv seviyesi durumu karşımıza çıkmaktadır. Talep edilen rezerv miktarının belirlenmesinde ülkelerin tespit edecekleri optimum rezerv seviyesinin de önemi büyüktür. Çünkü belli bir değerin üzerinde tutulan rezervler maliyetlerinden dolayı ülkeye yarardan çok zarar getirecektir.

Uluslararası rezervler ve bunların ölçülmesi konusundaki çalışmalar tüm ülkeler için çok önemlidir, çünkü rezerv tutma bir takım maliyetleri arttırdığı gibi bazı fırsatların yitirilmesini de beraberinde getirmektedir. Benzer şekilde ülkelerin yeterli düzeyde rezerv bulundurmaması da bazı maliyetlere neden olmakta ve söz konusu ülkeler yeterli rezervlere erişmek için ekonomilerinde bazı düzeltmeler yapmak durumunda kalmaktadır. Rezerv durumunda ayarlamalar yapmak üzere dünya ticaretini azaltacak kısıtlamalar uygulamak, uzun vadede global olarak zararlı olacağından, optimum rezerv düzeyinin belirlenmesi tüm ülkeler için önemli bir sorumluluktur (Bahmani ve Brown, 2002).

Uluslararası likidite yani herhangi bir kriz anında özellikle önem kazanan rezervlerin yeterliliği olgusu, o ülkenin krizler karşısındaki kırılabilirlik derecesini ölçen en belirleyici faktördür ve dikkatli ölçümler yapılmasını gerektirmektedir. Rezerv yeterlilik oranlarının tespit edilmesi, özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin ülke risk

primini belirlemesi açısından önem taşımaktadır. Her iki oranın da yüksek olması, ülkeler açısından olumlu bir durumu ifade ettiğinden yerli ve yabancı yatırımları teşvik etmekte ve dış borçlanma sırasında ülke risk primini azaltarak daha ucuza kaynak temin edilmesine imkan tanımaktadır. Oranların düşük olması ise, yabancıların yatırımlardan kaçınmasına veya yatırım yaparken talep edilecek risk primini arttırmasına neden olmaktadır (TCMB, 2003).

Uluslar arası rezervlerin yeterliliği ile ilgili yapılan çalışmalarda ülke rezervleri genelde bazı parasal büyüklüklerle, ülke ithalat ve dış borç değerleri ile karşılaştırılarak bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar aşağıda açıklanmıştır.

i) Parasal Taban Yaklaşımı: Bu yaklaşımda rezerv yeterliliği para arzının (M2) döviz rezervlerine oranı ile kıyaslanarak bulunmaktadır. Bu oran, ilk kez Tekila etkisi ile ilgili çalışmasında, Merkez Bankalarının paralarını tüm nakit parasal varlıklar stokuna karşı savunma amacıyla hazır olması gerektiğini ifade eden Calvo vd. (1994) tarafından kullanılmıştır. Bu oranın yüksek olması finansal krizin boyutunun tahmini konusunda yardımcı olmakta ve Calvo'nun hipotezini desteklemektedir. Örneğin, Asya krizinde ülkeler büyümelerinin temelinde olan yatırım faaliyetlerini kısa vadeli para girişleri ile finanse etmekte sakınca görmemişlerdir. Bu dönemde başta Tayland olmak üzere ülkelerin Merkez Bankaları sürekli olarak para basma faaliyetini artırmışlar, dolayısıyla M2/Rezerv oranını sürekli olarak yükseltmişlerdir. Bunun sonucunda da kredi verenler açısından döviz rezervlerinin yetmeyeceği konusunda bir panik yaşamış ve devalüasyon beklentisi artmıştır. Asya ülkelerinde oluşan bu paniğin de etkisiyle Asya krizi ortaya çıkmış ve Tayland'da 1997 yılında % 40 oranında devalüasyona gidilmiştir (Arıcan, 2002, s.31).

ii) İthalat Yaklaşımı: Uluslar arası rezervlerin, yıllık ithalat hacmi ile karşılaştırılarak yeterliliğinin saptandığı bir yaklaşımdır. Yabancı kaynaklı giriş ve yurtiçinden çıkış olmaksızın ülkenin belli bir dönem boyunca ithalatını karşılayabileceği kadar rezerv bulundurmasını savunmaktadır. Bu yaklaşım, özellikle yabancı sermaye hareketlerinin az olduğu ve gelişimini tamamlamamış ülkeler için önemli bir yaklaşımdır (Wijnholds ve Kapteyn,2001). Ancak, küreselleşmenin çok hızla ilerlediği günümüzde uluslar arası ticarete kapalı ülke sayısının çok az olmasından dolayı bu yaklaşımı tek başına uygulayan ülke sayısı azdır. İthalat yaklaşımında en yaygın kullanılan kıyaslama IMF tarafından literatüre kazandırılan yeterlilik yaklaşımıdır. Buna göre rezerv seviyesinin yeterli olabilmesi için yıllık ithalat değerinin %25'ini karşılaması gerektirir (Yaman, 2003).

iii) Dış Borç Yaklaşımı: Özellikle Asya krizinden sonra rezerv seviyesinin ölçülmesinde bu yaklaşım sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. 1990larda meydana gelen finansal krizler ve döviz krizleri sonrası rezerv yeterliliğinin artık yalnızca ithalatı karşılama açısından yorumlanması bir kenara bırakılmış ve Kısa vadeli dış borç KVDB, yeterliliğin saptanmasında önem kazanmıştır. Bu oran, ülkelerin rezerv yeterliliği oranı olması yanında krizlerin de temel habercilerinden sayılması açısından önem kazanmıştır. Bu oran, bir ülkenin uluslararası piyasalardan borçlanmadan (borçlanmama veya üst sınıra gelmek suretiyle borçlanamama durumu) borçlarını geri ödeyebilme gücünü gösterir (Yaman,2003).

Pablo Guidotti tarafından geliştirilen ve Guidotti kuralı olarak literatüre yerleşen kurala göre KVDB oranı, kullanılabilir durumdaki döviz rezervlerinin uluslararası kısa vadeli borçların toplam anapara ve faizlerinin 12 aylık kısmını ödeme gücü olarak ifade edilmiştir (Wijnholds ve Kapteyn, 2001). Bu oranın 1'e eşit veya 1'den fazla olması rezervlerin KVDB toplamını karşılama gücünün iyi olduğunu gösterir. Bussiere ve Mulder (1999, s.5), Guidotti Kuralını destekleyerek rezerv yeterliliği için en önemli oranın rezervler / KVDB olduğunu ve Asya Krizi sırasında büyük zarar gören ülkelerin rezerv düzeylerinin KVDB'den düşük olduğunu tespit etmiş, daha az zarar gören ülkelerin ise daha güçlü rezerv pozisyonları olduğunu belirtmiştir (Mahlebiciler, 2006).

3.1.1.1. Merkez Bankalarının Rezerv Tutma Nedenleri

Uluslararası rezervler, ülkelerin karşılaşılabileceği finansal krizlerin önlenmesinde, makroekonomik politika hedeflerine ulaşmada ve döviz kuru rejimi ve para politikalarını sürdürürken etkin bir rol üstlenmişlerdir. Bu açıdan, rezerv bulundurmak, merkez bankalarının “son borç verme merci” olma rolü ile de yakından ilişkili görülmektedir. Tarihsel olarak merkez bankaları, yerel paranın sabit kurdan yabancı paraya çevrilebilmesini garanti etmek amacıyla döviz rezervi tutmuşlardır. Süreç içerisinde sabit kur sistemi, gelişmeler çerçevesinde esnek ve dalgalı kur rejimi aşamalarından geçerek yaygın olarak serbest dalgalı kur rejimi uygulamalarına dönüşmüştür. Sabit kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine olan yönelmeye rağmen döviz rezerv miktarında bir azalma gözlenmemiştir (TCMB,2003)

Ülkeler zaman içinde değişen nedenlerle ekonomik koşullara göre rezerv talep etmektedirler. Geçmişte merkez bankaları ulusal paranın sabit bir değişim değeri üzerinden konvertibilitesini sağlamak ve ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek

amacıyla döviz rezervi tutmaktaydı. Günümüzde ise ülkeler uygulanan para ve kur politikalarını desteklemek, kriz zamanlarında yaşanan şokların ülke ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerini en aza indirmek, olağan dışı durumlara (doğal, afet, savaş vb.) karşı koymak, ülkeye duyulan güveni artırmak, ödemeler dengesi kaynaklı ihtiyaçlar için gerekli döviz likiditesini bulundurmak amacıyla rezerv tutarlar (TCMB, 2003).

TCMB; para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, Türkiye Cumhuriyeti (T.C.) Hükümeti'nin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini bulundurmak gibi amaçlara yönelik olarak döviz rezervi tutmaktadır (TCMB, 2005). Aşağıda yer alan Şekil 7'de Türkiye'nin uluslar arası rezervlerinin serbest dalgalı kur rejimine geçildikten sonra bile hızlı bir şekilde artış olduğu, Türkiye'nin giderek daha güçlü bir rezerv pozisyonuna sahip olduğu görülmektedir.



Şekil 7. Türkiye Uluslararası Rezervleri (Milyon \$)

Kaynak: TCMB, EVDS, Çeşitli Yıllar

3.1.1.2. Rezerv Yönetimi

Bir ülkenin yetkili kurumları tarafından yeterli düzeyde uluslar arası rezervin temin edilmesi ve saklanması sürecine rezerv yönetimi denilmektedir. Rezerv yönetimi ile sorumlu kurum, genellikle bu sürece ilişkin risklerin yönetilmesinden de sorumludur. Bu görev ise çoğunlukla merkez bankalarına aittir. Rezervler merkez bankalarının bilançolarında yer alır. Rezerv yönetimiyle ilgili kararlar merkez bankalarınca alınır. Ancak bazı ülkelerde ise bu görev ve sorumluluklar ülke hükümetleri tarafından üstlenilmiştir (ABD, İngiltere, Japonya gibi) (TCMB, 2003).

Merkez bankaları tarafından genelde benimsenen rezerv yönetim ilkeleri aşağıda belirtilmiştir.

i) Anaparanın Korunma İlkesi: Rezervler ulusal varlıklar olarak kabul edildiğinden rezerv yönetim sürecinde merkez bankaları anaparanın güvenliğine ve korunmasına öncelik vermektedir.

ii) Likidite İlkesi: Merkez bankaları, rezervlerin tutulma amaçlarına hizmet edebilmesi ve ihtiyaç duyulduğunda piyasada fiyat oynaklığına yol açmadan en az değer kaybı ile hızla satılabilmesi için rezerv yönetim sürecinde nakde çevrilebilir yatırım araçlarını tercih etmektedir.

iii) Getiri İlkesi: Merkez bankaları rezerv yönetimi kapsamında gerçekleştirdikleri finansal işlemlerde ancak anaparanın korunması ve likidite hedeflerinin sağlanması koşulu ile rezervlerin getirisini artırmayı hedefleyebilmektedir.

Anaparanın korunması ve likidite ilkelerinin gözetilmesi, merkez bankalarına döviz rezervlerinin yönetimi sırasında güvenilirliklerini sarsabilecek sorunlara karşı korunma sağlamaktadır. Geleneksel olarak ilk iki ilkeye kıyasla daha az öneme sahip olan getiri ilkesine verilen önem son yıllarda artmaya başlamıştır. Bu çerçevede merkez bankaları rezerv yönetim sürecinde kullandıkları araçları çeşitlendirme yoluna gitmişlerdir. Merkez bankalarının portföyleri içindeki altın cinsinden rezerv varlıklarını azaltmaları da bu eğilimle ilişkilidir (TCMB, 2011).

3.1.1.2.1. Türkiye’de Rezerv Yönetimi

Türkiye’de Merkez Bankası’nda rezerv yönetimi uygulamaları, dayanağını 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu’na (Kanun) göre uygulanmaktadır.

Bu kanunun 4. Maddesinin üçüncü fıkrasının (I) bendine göre, “ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek” Merkez Bankası’nın temel görev ve yetkileri arasındadır.

Aynı maddenin üçüncü fıkrasının (III) bendine göre “Banka, hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır.” Bu madde çerçevesinde, hazine adına döviz üzerinden gerçekleştirilen borç servisi Merkez Bankası’nın rezerv yönetimi politikalarını belirleyen temel unsurlardan birisi olmaktadır. Ayrıca, Banka Meclisi’nin, kanunun verdiği yetkiye dayanarak döviz ve altın rezerv yönetimine ilişkin düzenlediği yönetmelik ve aldığı kararlar da rezerv yönetiminin diğer dayanaklarını oluşturmaktadır.

Çoğu merkez bankasında olduğu gibi, TCMB’ nin de birinci önceliği fiyat istikrarını gerçekleştirecek parasal koşulların varlığını sağlamaktır. Bu çerçevede, rezerv yönetiminde önceliklerin ve hedeflerin belirlenmesinde, döviz kuru rejimi, para ve kur politikaları ile Merkez Bankası’nın döviz cinsinden iç ve dış borçların geri ödenmesinde üstlendiği görev önem kazanmaktadır (TCMB,2003).

Rezerv yönetim stratejisini belirleyen temel unsurlar uygulanan para politikası, Merkez Bankası’nın yükümlülük yapısı, Hazine Müsteşarlığı adına döviz üzerinden gerçekleştirilen borç ödemeleri, Hazine Müsteşarlığı’nın borçlanma stratejileri ve iç ve dış ekonomik konjonktür olarak özetlenebilir. Rezerv yönetim stratejilerinin, ülkenin ekonomik konjonktürü ve uygulanan döviz kuru rejimi ve para politikaları ile uyumlu olmasına özen gösterilmektedir (TCMB,2003).

Türkiye’de uygulanan kur rejimlerine geçmişe dönük bakıldığında, 1980 öncesinde sıkı döviz kontrollerine dayanan sabit kur rejimi uygulamalarının söz konusu olduğu, bu dönemde döviz rezervlerinin temel olarak kısa dönemli ihtiyaçların karşılanmasında kullanıldığı görülmektedir. 1980’lerin başından itibaren liberalizasyon tedbirlerinin uygulanmaya başlanması ve kambiyo kontrollerinin büyük ölçüde kaldırılması ile de bankaların yanı sıra kurumların ve bireylerin de döviz bulundurmalarına izin verilmiş, bu değişikliklerle ulusal rezerv birikimi sağlanmış, rezervler, uygulanan kur rejimleri ve Merkez Bankası bünyesinde kurulan piyasalar aracılığıyla müdahale ve piyasalara güven vermek gibi amaçlara hizmet etmeye başlamıştır (TCMB,2003)

Son 20 yıl içinde Türkiye’de uygulanan sabit ve enflasyon öngörüsü ile uyumlu (öngörülebilir) kur rejimleri likit rezerv bulundurulmasını gerekli kılmıştır. Bu nedenle, gerekli likiditeyi sağlamak rezerv yönetim stratejilerinin en önemli hedefini oluşturmuştur. 2000 yılı başında uygulanmaya başlayan kontrollü kur rejiminde Türk lirasının değerini korumak amacıyla likit rezerv tutma amacı daha da ön plana çıkmıştır. Şubat 2001’den itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur rejiminde ise Merkez Bankası sadece döviz kurundaki aşırı oynaklığı önlemek amacıyla zaman zaman piyasalara

müdahale etmektedir. Müdahale sıklığı ve miktarının azalması mevcut kur rejimi altında Merkez Bankası'na rezerv yönetimi ve yatırım stratejisini belirlerken vade ve likiditeyi ayarlamak açısından daha fazla esneklik sağlamaktadır (TCMB, 2003).

3.2. Dış Borç Kavramı

Borç, bir kişi ya da kuruluşun diğerine karşı yerine getirmek zorunda olduğu yükümlülüktür. Bu yükümlülük daha önce alınmış olan belirli bir paranın, anapara, faiz ve öteki ödentilerle birlikte geri verilmesi şeklinde olur (Akyüz, 1987, s.48).

Borçlanma işlemi ülke içinde kaynaklardan sağlanabileceği gibi ülke dışı kaynaklardan da gerçekleştirilebilir. Buna göre; yurt içinde yerleşik kişi ve kuruluşların, yurt dışındaki kişi ve kuruluşlardan çeşitli şekillerde sağladıkları krediler dış borç olarak adlandırılır (Evgin, 1996, s.15).

Dünya Bankası, BIS, IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşlar dış borç verilerinin standart hale getirilmesini sağlamak amacıyla, 1984 yılında ortak bir çalışma grubu kurmuştur. Bu çalışma grubunun 1988 yılında önerdiği ve ülkemizde de Hazine Müsteşarlığı tarafından kabul edilen dış borç tanımı şöyledir; Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamıdır (Bal, 2001, s.14).

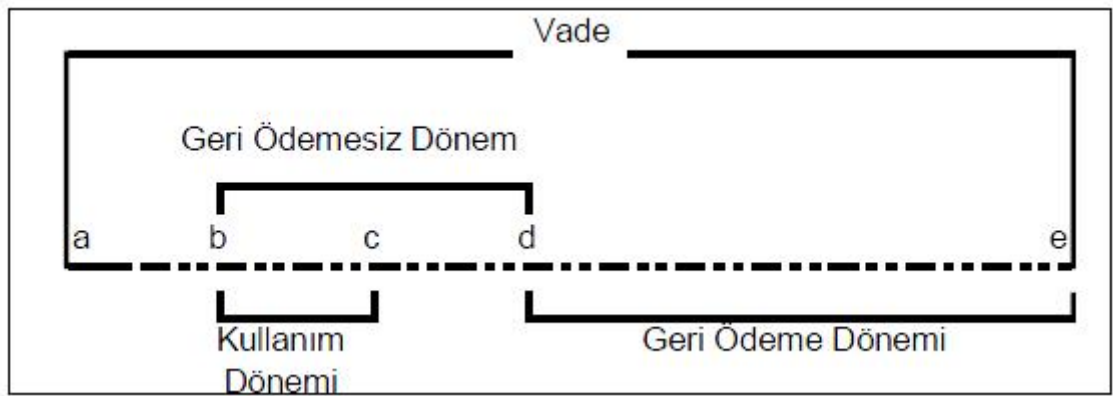
Dünya ülkeleri arasındaki gelişmişlik farkı, kaynakların bu ülkeler arasında dengesiz dağılımı ve gelişen uluslararası ilişkiler nedeniyle ülkelerin iç kaynakları ekonomik kalkınmanın finansmanında yetersiz kalmıştır. Yurtiçi kaynakların yetersiz olması nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümenin hızlandırılması için gerekli olan yatırımlar dış borçlarla finanse edilmiştir. Dış borçlanma özellikle uzun dönemli ve ülkeye büyük faydalar sağlayacak yatırım projelerinin hayata geçirilmesinde önemlidir. Çünkü üretime yönelik yatırımlar, toplam ve kişi başına düşen reel gelirin büyütülmesinde ve iktisadi kalkınmanın sağlanmasında belkemiği durumundadır (İnce, 1996, s.60-62).

Borçlanmayı diğer kamu gelir kaynaklarından ayıran en önemli özellik, bunun tekrar geri ödenmesinin (faiziyle birlikte) söz konusu olması noktasında yatmaktadır (Evgin, 2006).

Gelişmekte olan ülkelerde, artan borçlar ve artan kamu harcamaları nedeniyle süresi gelen borçların ödenmesinde zorluk çekilir. Artan borç taksitleri bütçe içinde çok

ağır bir yük olmaya başladığından, devletin yerine getirmesi gerekli olan hizmetleri görmesi olanaksız duruma gelmiş olabilir. Bu koşullarda borçlanmak tek çıkar yol olabilir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde borç miktarının artması yeni borçlanmalarla karşılanmakta ve bu eğilim borçlanmanın daha da artmasına neden olmaktadır (Açba,1991, s.7).

Dış borçların işleyiş mekanizması özellikli bazı kredilerde farklılık gösterebilmekle birlikte, genel olarak bir dış kredinin alındığı tarihten geri ödemenin tamamlandığı tarihe kadar geçen evreler aşağıdaki şekil üzerinde somutlaştırılmıştır;



Şekil 8. Dış Borçların İşleyişleri

Kaynak: Akçay, 1988, s.42

Şekildeki (a) noktası kredi anlaşmasının imzalandığı tarihi gösterir. Genellikle sözleşmenin ya da kredi anlaşmasının imzalandığı tarih ile ilk kullanımın yapıldığı tarih arasında bir süre vardır. Kullanım genellikle bir kerede olmaz, kredi peyder pey kullanılabilir. Bu yüzden (b) ile (c) arası dönem kullanım dönemidir ve burada bir süreç söz konusudur. Anlaşmalarda genellikle geri ödemesiz bir dönem öngörülmüştür. Son kullanımın yapıldığı tarihi takip eden bu dönem, şemada (b) ile (d) arasında sembolleştirilmiştir. Kredi anlaşmalarının geri ödemesi de genellikle bir kerede yapılmaz; taksitler halinde yapılır. Şekilde (d) ile (e) arasında gösterilen bu dönem, bu niteliği gereği yine bir süreç içerir. Kredinin vadesi ise (a)'dan başlayıp (e)'ye kadar devam eder (Sarı, 2004).

Dış borçlar çeşitli açılardan sınıflandırılabilirler. Bu sınıflandırma içinde en çok kullanılanı borçları vadelerine, borçlulara ve alacaklılara göre yapan sınıflandırmadır. Bu tasnif Dünya Bankasının kullandığı standart sınıflandırmaya da uygundur.

Dış borcun vadesi, kredinin anlaşma tarihi ile son anapara geri ödemesinin yapıldığı tarih arasındaki süredir. Bu süre bir yıla eşit veya bundan az ise kısa vadeli bir krediden, bir ile beş yıl arasında ise orta vadeli bir krediden, beş yıldan fazla ise uzun vadeli bir krediden söz ediliyor demektir.

Krediler borçlularına göre özel garantisiz borçlar, kamu borçları ve kamu garantili borçlar olarak sınıflandırılabilir. Özellikle bir kamu kuruluşunun borçlu olduğu, ancak Hazine'nin garantör olduğu bu son durumda hazine gizli bir yükümlülük altına sokulmaktadır. "Contingent Liabilities" olarak adlandırılan bu yükümlülüklerin doğru ve tam olarak tespit edilebilmesi etkin borç yönetimi uygulamaları açısından son derece önemlidir.

Alacaklılara göre borçlar sınıflandırılmasında ise resmi kaynaklı borçlar ve özel kaynaklı borçlar ayrımı ön plana çıkmaktadır. Resmi kaynaklı borçlar çok yanlı ve iki taraflı olabilir. Özel kaynaklı borçlar ise ticari bankalardan sağlanan borçlar, tahvil ihraçları ve diğer borçlar şeklinde ayrıma tabi tutulmaktadır. Bu ayrımların dışında dış borçlar kullanım biçimine göre de proje ve program kredileri, serbest ve bağlı krediler, borç erteleme ve refinansman kredileri olarak sınıflandırılabilir. Ayrıca, para biriminin cinsine göre (Dolar, Euro, Yen vb.) borçlanmanın hukuki statüsüne göre (askeri, siyasi, ekonomik, mali, teknik vb.) ve ihtiva ettiği bağış payına göre (içeriğinde bir bağış ögesi bulunduran imtiyazlı krediler veya içeriğinde bu ögenin yer almadığı imtiyazsız krediler gibi) çeşitli sınıflandırmalara da rastlanmaktadır (Sarı,2004).

3.2.1. Kısa Vadeli Dış Borçlar

Vadesi bir yıla eşit veya bundan az olan dış borçlar kısa vadeli dış borçlar olarak tanımlanırlar.

Kısa vadeli dış borçlar genelde ülkenin likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla kullanılmaktadır. Kısa vadeli borç terimi yerine dalgalı borç terimi de kullanılmaktadır. Çünkü bu borçlar miktar olarak sürekli dalgalanma (azalış ve yükseliş) göstermektedir (Aksoy,1998, s.155).

Gelişmekte olan ülkelerin dış finansmana veya dış borçlara ihtiyaç duymalarının nedenleri; yetersiz iç tasarruflar, sanayileşme ve kalkınma çabalarının büyük miktarda finansmanı zorunlu kılması, sanayi üretiminin büyük ölçüde ara malı ithalatına dayalı olmasından dolayı dışa olan bağımlılık, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları ve bunları finanse edebilecek ulusal döviz miktarının yetersiz kalması, askeri harcamaların

zaman zaman büyük boyutlara ulaşması, kamu açıkları, yurt içi finansmanın yurt dışı finansmana nazaran pahalı olması, ekonominin kısa vadeli sermaye akımlarına açık olması, vadesi gelen dış borçların yine dış borçlanmayla çevrilme zorunluluğu olarak özetlenebilir (Lessard, 1986, s.3).

Gelişmekte olan ülkelerde dış borç miktarının büyük düzeylere ulaşması ülkelerin birçok sorunla karşılaşmasına neden olur ve borç sınırı konusunu gündeme getirir. Pek çok iktisatçı borçlanmanın bir sınırının olması ve devletin buna uyması gerekli olduğunu savunmaktadır. Klasiklerin ortaya atmış oldukları ve borçların gelecek kuşaklar üzerinde yük oluşturacağı görüşü ağırlık kazanmaya başlamıştır. Dolayısıyla günümüzde eğer hükümetlerin mali sorumluluklarının sürmesi gerekiyorsa klasiklerin görüşüne geri dönmek bir zorunluluk durumunu almaktadır (Haller, 1985). Bu nedenle ülkeler, dış borcun maliyetinin faydasını aşması durumunda ve dış borcun ödeme gücünü zorlaması durumunda dış borçlanma üzerine sınırlamalar getirmelidirler (Bal, 1998, s.35-37).

Her ülke için belli bir borçlanma sınırı olduğu ve bu sınırın aşılması durumunda borçlanma faydadan çok maliyet ögesi durumuna geldiği kabul edilmektedir. Bu nedenle dış borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların, gereksiz ve lüks tüketim malları ithalatı yerine rekabet gücü yüksek, verimli ve döviz girişi sağlayan alanlara yönlendirilmesi gerekmektedir (Kozalı, 2007).

Asya Krizinden sonra krizlerin tasnif edilmesi ve bir erken uyarı sistemi kurulması konusundaki çabaların yoğunlaşmasına paralel olarak, dış borçluluk oranları giderek daha fazla önem kazanmaya başlamıştır. Bu çerçevede krizle ilgili öncü göstergeler bağlamında genel olarak dış borçlar ve özel olarak da kısa vadeli dış borçlar önemli bir öncü gösterge haline gelmiştir (Sarı, 2004).

Asya Krizi, diğer bütün krizlerden önemli ölçüde farklıdır. Sermaye hareketleri ve kısa vadeli dış borçların bunda büyük payı vardır. Çünkü ülkeler, yüksek dış borç miktarlarına sahiplerse ödemeler dengesi problemleri krizi daha da ciddileştirmiştir. Borçların kısa vadede yoğunlaşması ülkenin dış kırılganlığını arttırmış, ülkeyi dış şoklara açık hale getirmiştir. Bu yüzden ülkelerin borç miktarı ve özellikle de kısa vadeli dış borçlar, giderek daha önemli bir öncü gösterge haline gelmiştir (Kaminsky, 1999).

3.2.2. Türkiye’de Dış Borçların Durumu

İkinci Dünya Savaşı’ndan sonraki yıllarda döviz bolluğu ile ithalat artışı tüketim kalıplarını değiştirmiştir. Kentleşme genişletici para ve kamu maliyesi ile desteklenince, yaratılan talebin yerli üretimle karşılanmaması ithalatın artmasına yol açmış, bu da dış ödeme güçlülüğüne ve ekonomik bunalıma neden olmuştur. Bunun yanı sıra Türkiye, Marshall Planı kapsamında 1948-1951 yılları arasında özellikle tarım için yardım almış ve bu dönemde dış borcu %800 artmıştır. Marshall Planı kapsamında, Türkiye tarımının pazara açılmasına ve bunu sağlayacak karayolu yapımına ağırlık verilmiş, tarımın makineleşmesi kapsamında dış yardım ve krediler ülkeye akmaya başlamıştır. Ancak 1954 yılında kötü hava koşulları nedeniyle ihracatın en büyük kaynağı olan tarımsal üretimdeki azalma, hem büyümeyi olumsuz etkilemiş, hem de borçların ödenmesini zorlaştırmıştır. Türkiye’de, 1950’li yılların ikinci yarısında dış borçların ödenmesinde zorluk yaşanması nedeniyle ithalata kısıtlama getirilmiş, buna bağlı olarak üretimde azalmalar yaşanmıştır (Açba, 1988, s. 194).

1960-1970 döneminde planlı kalkınma döneminin başlaması dolayısıyla dış kredi ihtiyacı sürekli artmış, 1970 yılındaki devalüasyon ve 1973 yılında baş gösteren ilk petrol krizinin ardından meydana gelen petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle borç miktarı artmıştır. 1970 yıllarının sonundaki ikinci petrol krizinden sonra ise az gelişmiş ülkelerin çoğu 1980-1983 döneminde dünyaya yayılan ekonomik durgunluktan etkilenmişlerdir. Türkiye de dâhil olmak üzere borçlu ülkelerin çoğu borçlarını ödemede zor durumda kalmışlardır (Tandırcıoğlu, 2000, s.265).

Türkiye, 1970–1980 yılları arasında dış borç temin etme gayretlerinin yanı sıra, geri ödenemeyen borçları ertelemek için de çaba harcamıştır. Borç yönetiminde meydana gelen bu zorluklar ve ülke kredi notunda kötüleşmeler nedeniyle toplamda on beş borç ötelemesinin altısı 1978-1982 arasında gerçekleşmiştir (Cankay, 1993, s.43).

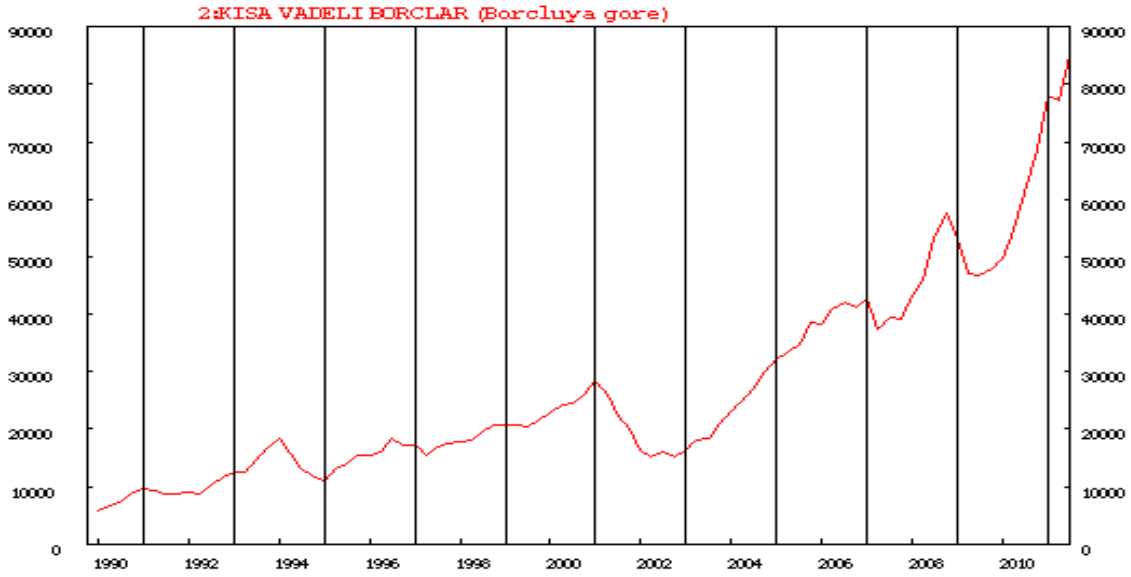
1980’li yıllardan itibaren ağır ekonomik şartlar ve ödenemeyen dış borçlar, özellikle 1970’den itibaren dış ödemeler açığının artması, artan dış ödeme güçlükleri, enflasyonun artması, devalüasyonlar, bütçe ve özellikle KİT açıklarının artması, siyasi istikrarsızlık, sosyal gerginlikler ve nihayet askeri darbenin gerçekleşmesi 1980 yılında Türkiye ekonomisinde yapısal bir kırılma yaşanmasına neden olmuştur (Altay, 2006, s.12).

1990-2000 döneminde ise Türkiye ekonomisi, iç ve dış borçları artan ve büyük ölçüde uzun vadeli yatırımların olmadığı bir ülke konumunu alırken, ülkede durgunluk

tehdidi yaratan krizler zinciri yaşanmaya başlanmıştır. Ülkede yaşanan krizler de borç yükünü arttırmış ve özellikle 1990'lı yılların başından itibaren borç yükünde frenlenemeyen artışlar yaşanmıştır. Ekonomik krizler karşısında alınan önlemler ve uygulanan ekonomik istikrar tedbirleri çoğu kez başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu durum da ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlıkların önemli bir payı olmuştur (Bal, 2001, s.215).

2002 sonrası dönemde, toplam borç stoku içinde kısa vadeli borçların payı 2004 yılında bir %20'ye çıkmış, bu oran 2007 yılında %17,3'e gerileyerek azalış sergilemesine rağmen, küresel ekonomik kriz nedeniyle 2009 yılında %19,2'ye yükselmiştir. Ancak 2002 yılından sonra kısa vadeli borçları yeniden artış eğilimine girmiştir.

Şekil 9'da 1990-2011 yılları arası Türkiye'nin dış borç stokunda meydana gelen artış gösterilmektedir.



Şekil 9. Türkiye Dış Borç Stoku-Brüt (Hazine) (Üç Aylık, Milyon ABD Doları)

Kaynak: TCMB, EVDS, Çeşitli Yıllar

3.3. Uluslararası Rezerv/Kısa Vadeli Dış Borçlar Oranının Önemi

Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı ülkenin uluslararası sermaye piyasasından borçlanmadan veya borçlanma imkânını kullanamaması durumunda kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bölümünün geri ödemesini gerçekleştirebileceğini ifade etmektedir (TCMB, 2003). Diğer bir deyişle, söz konusu oran kısa vadeli borçların ödenebilmesi için yeterli finansman kaynağına sahip olup olunmadığının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu oran, uluslar arası iktisat yazınında bir ekonominin güvenilirliğinin en temel göstergelerinden birisidir (Yeldan,2001).

Kısa vadeli borçların döviz rezervlerine oranı ülke ekonomilerinde meydana gelebilecek kırılganlığın ölçümünde önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Her şeyden önce bu oran ülkenin likiditesi hakkında bilgi vermektedir. Bu da, ülkenin kırılganlığını etkilemektedir. İkinci olarak bu oranın büyüklüğü ülkenin diğer makro ekonomik problemleri bakımından da önemli bir göstergedir. Çünkü bu oranın büyük olması ülkenin uzun vadeli ihtiyaçlarını kısa vadeli enstrümanlarla finanse etmiş olması ihtimalini de arttırmaktadır. Bu ihtimal yabancı yatırımcıların gözünden kaçamayacak kadar önemli bir sorundur. Üçüncü olarak kısa vadeli borçlar paranın her an geri çekilmesi olasılığı bağlamında söz konusu ülke için önemli bir risk ve kırılganlık yaratmaktadır. Bu oranın büyüklüğü ödemeler dengesinin finansmanının kalitesi hakkında fikir vermektedir (Furman ve diğerleri, 1998).

Rodrik ve Valesco (1999), IIF (International Institute of Finance) verilerini kullanarak, 32 yükselen piyasa için, kurduğu model aracılığıyla, kısa vadeli borçların rezervler içindeki oranının yüksekliğinin neden olabileceği potansiyel bir likidite probleminin, gelişmekte olan ülkelerde önemli bir kırılganlık yarattığı ve bunun krizi tetikleyici önemli bir neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kısa vadeli borçlar bu yönüyle sadece krizi tetikleyici bir unsur olarak kalmamakta, kriz bir kere gerçekleştiğinde kısa vadeli borçların büyüklüğü krizin derinleşmesi üzerinde de etkili olmaktadır. Söz konusu etki Asya Krizi boyunca çok yoğun olarak hissedilmiştir (Rodrik ve Valesco, 1999, s. 16-17).

Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan dış borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması istenir. Bu oranın büyüklüğü, ülkelerin dış_şoklar karşısındaki dayanıklılığını da gösterdiğinden ülke risk primini etkileyen değişkenlerden biri olduğu kabul edilir (TCMB,2005).

Kısa vadeli yurtdışı fonların gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli kazanç güdüsü ile yöneldiği bilinmekte olup bu fonlar sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. Bu tür fon hareketlerinin yaşandığı ülkelerde ani giriş ve çıkışların mali sistem üzerinde stres yarattığı ve dalgalanmalara yol açtığı görülmektedir. Bu gelişmeler karşısında ülkelerin sahip oldukları döviz rezervi seviyesi ve net döviz varlıkları daha da önem kazanmaktadır (TCMB,2005).

Bu oran ülkelerin rezerv yeterliliğini ölçmekte sıklıkla kullanılmaktadır. Bu oranın büyüklüğüne bakılarak (Calefell, 2005);

- 1) Rezerv/dış borç oranı düşük olan ülkelerin diğer ülkelere nazaran ani şoklara karşı daha savunmasız olduğu,
- 2) Düşük bir rezerv/dış borç oranının ülkede etkin olmayan bir para politikası uygulandığı göstergelerinden birisi olduğu,
- 3) Bu oran düşük olduğunda ekonomik krizlerin yaşanma ihtimalinin arttığı çıkarımları yapılmaktadır.

Ülkelerdeki kırılgan yapının en temel göstergelerden birinin kısa vadeli dış borç stokunun Merkez Bankası uluslararası rezervlerine oranı olduğu söylenebilir. Uluslararası iktisat yazınında bu oran bir ekonominin güvenilirliğinin en temel göstergelerinden birisi olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, söz konusu oranın büyüklüğü, uluslararası ülke deneyimlerinden yola çıkarak, bir finansal krizin en önemli

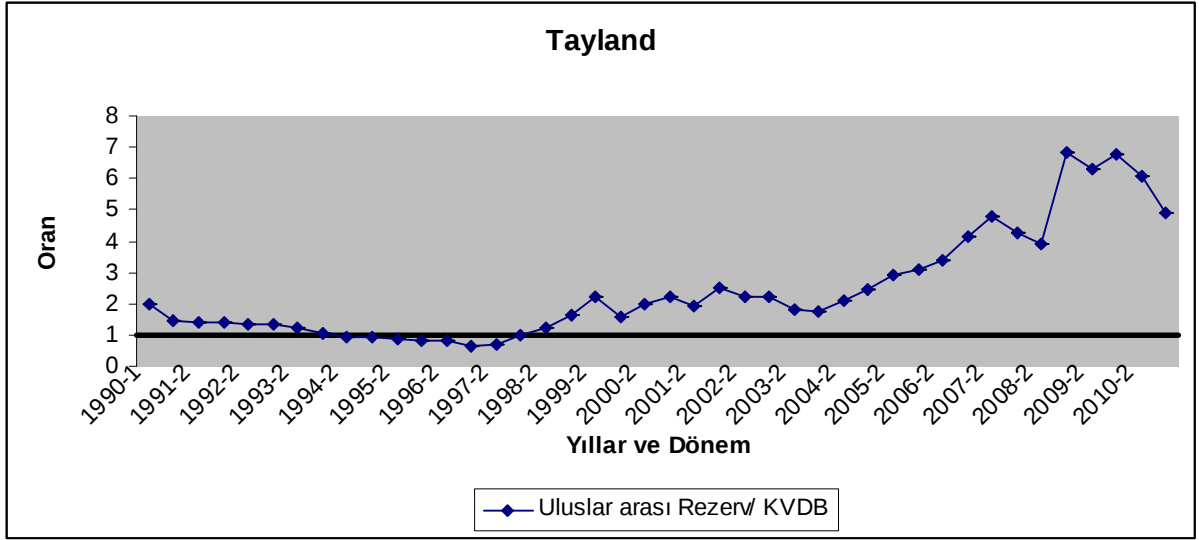
öncüllerinden birisi olarak kabul edilmektedir. Bu oranın asgari %60 sınırında olması, uluslararası finans çevrelerinde "kritik" bir eşik olarak algılanır (Yeldan, 2000).

3.4. Türkiye ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Kriz Yıllarında Uluslararası Rezerv/KVDB Oranındaki Değişim

Kriz değişkeni, yapılan kriz tanımlamalarından hareketle, döviz piyasalarında aşırı baskı dönemleri olarak ele alınır. Döviz piyasalarında baskının kökeninde ise sabit kur uygulamaları bulunmaktadır. Özellikle esnek kur uygulamalarına göre sabit kur ve/veya kuru baskı altına alıcı uygulamalara giden ülkelerde sabit kurun çöküşüne eşlik eden, yani devalüasyonu kaçınılmaz kılan, para krizleri daha sıklıkla görülmektedir (Manasse, Rubini and Schimmelpfennig, 2003: 3). Ancak kontrollü kur uygulamalarında (genelde bir istikrar programına bağlı olarak kurun alacağı değerin zaman dilimine bağlı olarak önceden tespitinde) ise kriz ve krizin yayılması, ulusal paraların dalgalanması ile kendini gösterir (Joosten, 2004: 5-8). Diğer taraftan devalüasyon olmaksızın, yurtiçi faiz oranlarında önemli artışlara ve/veya uluslar arası rezervlerde önemli kayıplara yol açan spekülasyon hücumları da kriz olarak tanımlanmaktadır. Kriz, paraya yönelik atakların paranın ani bir değer kaybına, uluslar arası rezervlerde önemli bir azalışa veya ikisinin de birlikte görünümüne yol açan durum olarak tanımlanır (Kaminsky, Lizondo and Reinhart, 1998).

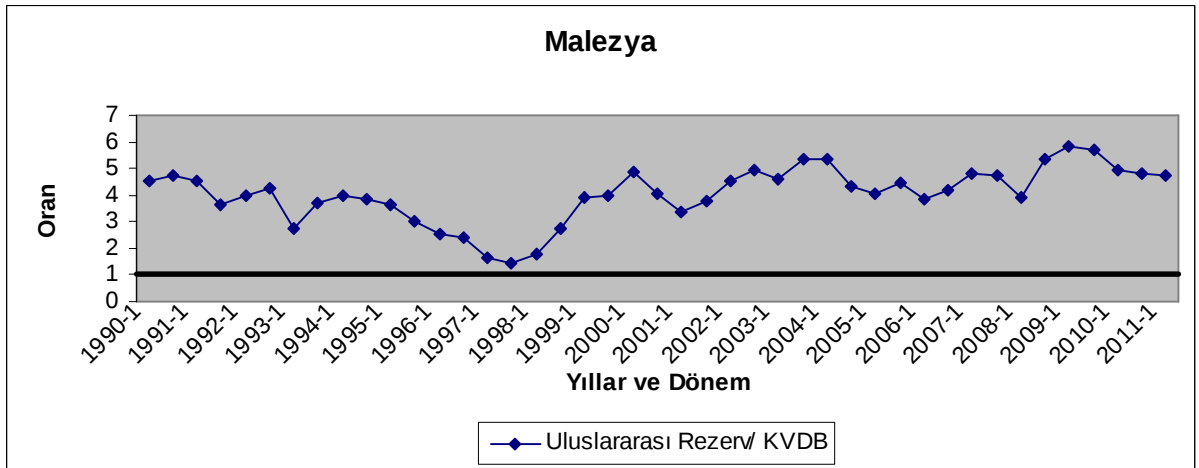
Çalışmanın bu kısmında uluslar arası rezervlerin KVDB'ye oranının kriz dönemlerinde önce belirgin düşüşler saptanan ülkeler arasından Türkiye ve literatürde Türkiye ile aynı grupta incelenen bazı gelişmekte olan ülkeler için bu oranın kriz dönemlerinde değişimi gözlemlenmektedir. Bu ülkeler Tayland, Malezya, Kolombiya ve Meksika'dır. Bunun için öncelikle ülkeler de gerçekleşen kriz yıllarının tespiti gerekmektedir. Bunun için benimsenen kriz dönemleri; ilk olarak Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998) tarafından uygulanmış ayrıca Kamin, Schindler ve Samuel (2001), Edison (2000) ile IMF'nin erken uyarı kriz modellerinde (2000) kullanılan metoda göre belirlenen dönemlerdir. Buna göre finansal krizler; nominal döviz kurunun aylık amortismanının ağırlıklı ortalaması ve uluslar arası rezervlerde meydana gelen aylık azalış ortalama değerin 3 standart sapmasından daha fazla olduğu dönem olarak tanımlanmıştır. Bu yöntemle 1985-2001 yılları arası seçilen ülkeler için kriz dönemleri şöyledir: Kolombiya'da 1985, 1997, 1998 ve 1999; Meksika'da 1994; Malezya'da 1997; Tayland'da 1997'dir. Türkiye'de kriz dönemlerinin tespitinde benzer çalışmalar

mevcut olup bunlardan Gerni vd. (2005) tarafından uygulanan yöntem sonucu saptanan 1994 ve 2001 yılları kriz dönemleri olarak alınmıştır. Zaten sözü edilen bu yıllarda da Türkiye’de finansal kriz yaşanmıştır. Tayland, Malezya, Kolombiya, Meksika ve Türkiye için kriz yıllarında uluslararası rezerv/ KVDB oranının değişimi grafiksel olarak aşağıda gösterilmiştir.



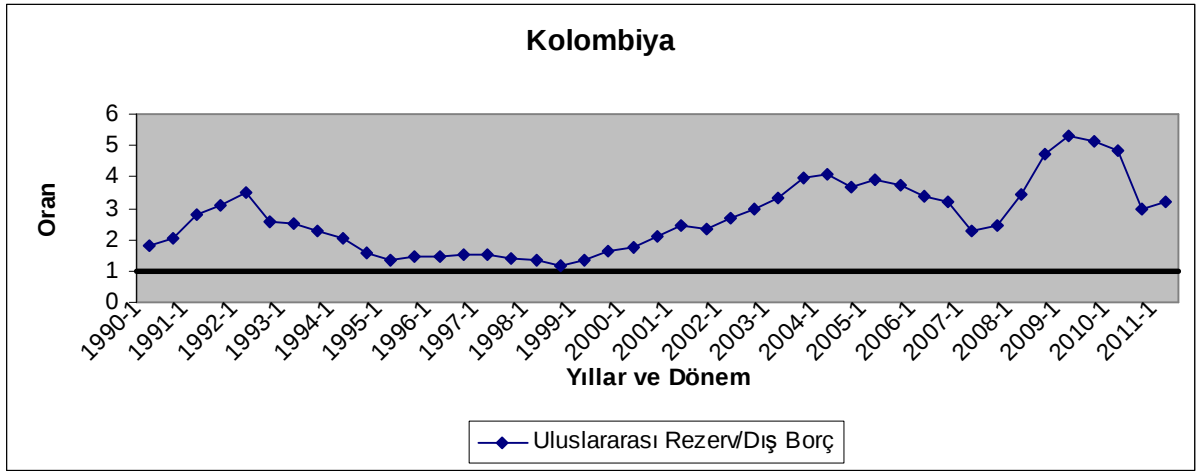
Şekil 10. Tayland’da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılı: 1997)

Kaynak: Dünya Bankası, JEDH, Çeşitli Yıllar



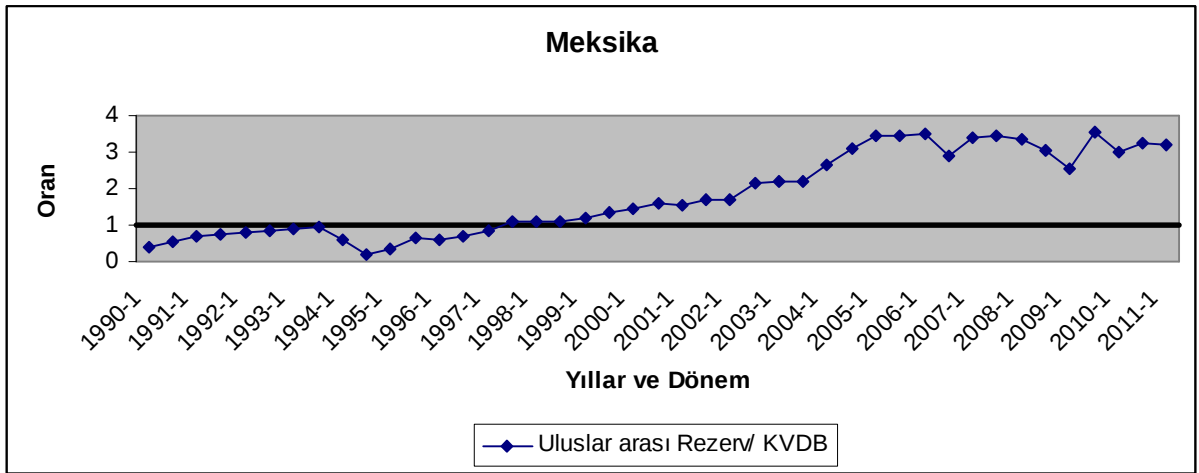
Şekil 11. Malezya’da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılı: 1997)

Kaynak: Dünya Bankası, JEDH, Çeşitli Yıllar



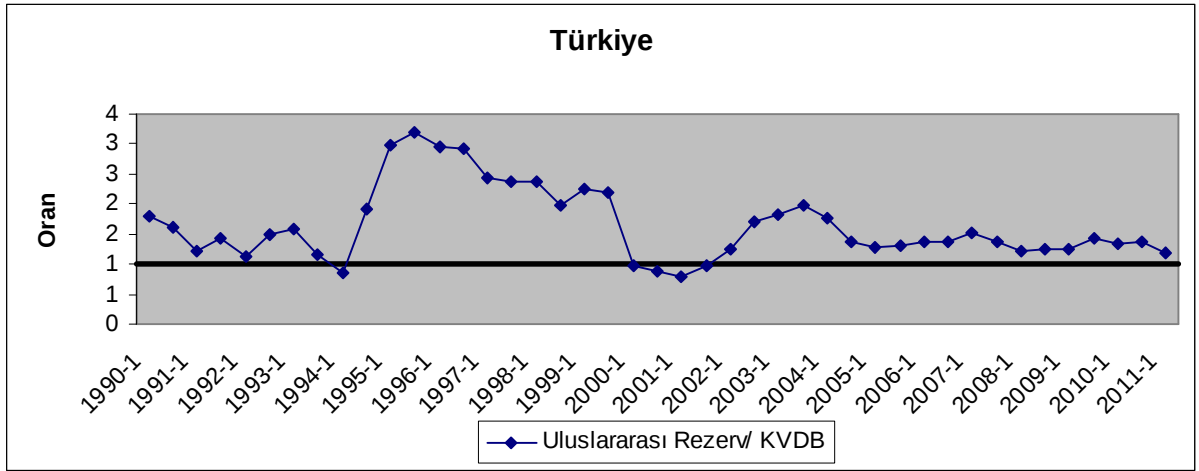
Şekil 12. Kolombiya’da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılları: 1985, 1997, 1998 ve 1999)

Kaynak: Dünya Bankası, JEDH, Çeşitli Yıllar



Şekil 13. Meksika’da Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılı: 1994)

Kaynak: Dünya Bankası, JEDH, Çeşitli Yıllar



Şekil 14. Türkiye’de Uluslararası Rezerv/ KVDB Oranı (Kriz Yılları: 1994 ve 2001)

Kaynak: Dünya Bankası, JEDH, Çeşitli Yıllar

Şekil 10, 11, 12 ,13 ,14’te görüldüğü gibi uluslar arası rezerv/ KVDB oranı ülkelerin kriz dönemlerine yakın bir dönemde 1 kritik değerine çok yaklaşmakta ya da bu değerin altına düşmektedir. Buradan söz konusu oranın finansal krizler ile ilişkilendirilebileceği yorumunu yapmak yanlış olmayacaktır.

BÖLÜM IV

MATERYAL VE YÖNTEM

4.1. Materyal

Bu çalışmanın ana materyali; Dünya Bankası'nın birincil veri tabanı olan WDI & GDF veri tabanından çekilen Türkiye ve 8 gelişmekte olan ülkenin 1985-2010 dönemlerine ait yıllık verileridir. Bu veriler uluslararası rezervler (altın dahil, milyon dolar), kısa vadeli dış borç stoku (milyon dolar), yurt içi kredilerin GSYİH'a oranı, M2'nin uluslararası rezervlere oranı, M2'nin GSYİH'a oranı, cari işlemler açığının GSYİH'a oranıdır. Bu veri tabanından 234 veri toplanmıştır.

UR'nin KVDB'ye oranının finansal krizler için potansiyel bir öncü gösterge olup olmadığını araştıran erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımı için gerekli veriler WB, BIS, IMF ve OECD'nin verilerinin birleştirilmesiyle oluşturulmuş JEDH veri tabanından 1990-2011 dönemlerini kapsayan altışar aylık verilerdir. Bu veriler, uluslararası rezervler (altın dahil, milyon dolar), kısa vadeli dış borç stoku (milyon dolar)'dur. İlk veri 1990'ın ilk altı ayını, son veri 2011'in ilk altı ayını kapsamaktadır. Veri sayısı 258'dir.

Türkiye'de UR'nin KVDB'ye oranının finansal krizler için potansiyel bir öncü gösterge olup olmadığını incelemesinde TCMB, EVDS veri tabanından çekilen 1989-2011 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Bu veriler uluslararası rezervler (altın dahil, milyon dolar), kısa vadeli dış borç stokudur (milyon dolar). İlk veri 1989'un son çeyreğine, son veri 2011'in ikinci çeyreğine ait olup veri sayısı 87'dir.

4.2. Değişkenler ve Değişkenlerin Özellikleri

Bu çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler finansal kriz öngörülerini için yapılan çalışmalarda sıklıkla kullanılan ve literatürde öncü gösterge olarak kabul edilmiş, kriz dönemlerinden önce değişimleri belirlenmiş, makroekonomik büyüklüklerdir. Bu değişkenler cari işlemler açığının GSYİH'a oranı, M2'nin uluslararası rezervlere oranı, M2'nin GSYİH'a oranı, yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranıdır.

Finansal krizlerin gerçekleşmesinden hemen önce ortaya çıkan belirleyici özelliklerden biri cari açıklarda oluşan hızlı artışlardır. Sermaye akışkanlığının fazla

olması ve sabit döviz kuru rejimleri cari açıkların genişlemesine neden olmaktadır. Ülke ekonomileri incelenirken cari açık hacminin yanı sıra cari açığın veya fazlanın GSYİH'a oranı da temel bir değişken olarak ele alınmaktadır. Bu oranın %5-6 düzeylerine çıkması kritik eşik olarak kabul edilmektedir. Bu oranı yüksek olan ülkelerin ekonomilerinde bozulmalar olduğu çıkarımı yapılmaktadır (Başoğlu, 2001).

M2'nin uluslararası rezervlere oranı para otoritesinin aktif piyasalarındaki pasif varlıklarını yönetme hususunda sahip olduğu gücün nispi bir göstergesi olarak sayılmaktadır. Bu orandaki yükselme Merkez Bankası para politikasının etkinliğini yitirdiğini, düşüş ise başarılı bir para politikası yürütüldüğünü işaret eder. Bu oranın yüksek olması, kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkma olasılığını arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler öncesinde ciddi bozulmaların meydana geldiği görülmüştür. Bu ülkenin hassas ve kırılgan bir yapı durumuna girip girmediğini anlamak için kritik öneme sahiptir (Kaminsky, Lizondo, Reinhart, 1998).

Kriz öncesi dönemde uluslararası piyasalarda likidite bolluğunun verdiği destek ve risk algılamalarının aşırı iyimser seyri neticesinde birçok ülkede banka kredilerinde hızlı artışlar yaşanmıştır. Hem hane halkı hem de reel kesim borçluluk oranları önemli ölçüde yükselmiştir. Küresel krizler ile birlikte ortaya çıkan güven kaybı ve likidite sıkışıklılığı, bankaların kredi verme eğilimini olumsuz yönde etkilemekte, tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasına neden olmaktadır. Kriz öncesi dönemde yurt içi kredi hacimlerinin GSYİH'ye oranında meydana gelen artış oranı dikkate alınarak yapılan incelemede, yüksek kredi genişlemesi gösteren ekonomilerin, kriz sonrasında daha yüksek oranda daralma gösterdikleri belirlenmiştir (TCMB, 2010).

M2'nin GSYİH'a oranı bir ülkenin ekonomisinin iyi bir alt yapıya sahip olup olmadığı hakkında bilgi verir. Bir ekonominin İyi bir alt yapıya sahip olması, mali baskınlık ölçütü ile kamunun ihtiyaç duyduğu fonları mali piyasalardan kolaylıkla temin etmesini sağlayan mali piyasa derinlik ölçütünün büyüklüğüne bağlıdır (Taban, 2000). Mali baskınlık ve derinliğin düzeyini gösteren bu oranın yükselmesi mali baskının artması, düşmesi ise mali baskının azalması anlamına gelmektedir. Mali baskınlık da para politikasının tamamen ya da önemli ölçüde mali şartlar tarafından sınırlandırılması veya yönlendirilmesi anlamına gelmektedir. Kısaca mali baskınlık denildiğinde, maliye politikasının para politikasına göre baskın olması anlaşılmaktadır. Mali derinliğin ölçülmesinde ise temel olarak M2'nin GSYİH'a oranı kullanılmaktadır. Bu oranlarında yüksek olması mali derinliğin artması, düşük olması ise mali derinliğin azalması, kısaca

mali sistemin sık olmasını ifade eder. Finansal kriz dönemlerinde bu oranda azalmalar olduğu literatürde kaydedilmiştir (Akyazı, 2004).

UR'nin KVDB'ye oranında bir azalma olduğunda ülke ekonomisinin ani şoklara karşı savunmasız hale geldiği bilinmektedir. UR'nin KVDB'ye oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması istenilen bir durumdur. UR'nin KVDB'ye oranı, bu oran için kritik değer olarak kabul edilen 1 değerinin altına düştüğünde dış borçların çevrilebilirliği riske girer. Bu durum ise finansal krizlerin yaşanma ihtimalini arttırmaktadır.

UR'nin KVDB'ye oranının finansal krizler ile ilişkisini belirlemek için tahmin edilen Probit modelin bağımlı değişkeni Türkiye ve 8 gelişmekte olan ülke için belirlenen kriz yıllarında 1; krizin olmadığı yıllarda 0 değerini almıştır.

UR'nin KVDB'ye oranın 1 değerinin altına düşmesinin ekonomideki diğer önemli makroekonomik büyüklüklerde gözlemlenen değişimlerle ilişkisi olup olmadığını belirlemek için oluşturulan probit modelin bağımlı değişkeni UR'nin KVDB'ye oranı 1'den küçük ise 1, değilse 0 değerini almaktadır. Örneğin Türkiye için 1994 yılında UR'nin KVDB'ye oranı 0,76 olduğundan bu yıl için bağımlı değişken 1 iken; 1999 yılında bu oran 1,04 olduğundan 0'dır.

4.3.Yöntem

UR'nin KVDB'ye oranının finansal krizler ile ilişkisinin tahmini ve bu oranın 1 değerinin altına düşmesinin ekonomideki diğer önemli makroekonomik büyüklüklerde gözlemlenen değişimlerle ilişkisi probit modeliyle tahmin edilerek belirlenmiştir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki marjinal etkisi hesaplanmıştır.

Probit modellerinin tahmini STATA ekonometrik paket programıyla gerçekleştirilmiştir.

4.3.1. Probit Modeli

Bağımlı değişkenlerin ya da tepki değişkenlerinin 0-1 değerlerini aldığı, başka bir deyişle iki uçlu olduğu regresyon modellerinden biri olan Probit Model, Mc Fadden'ın geliştirdiği Fayda Kuramı'na dayanır (Gujarati, 1999).

Doğrusal olasılık modelinin en büyük sorunlarından olan tahmin edilen olasılık değerinin 0-1 arasında bir değer alamaması sorununu çözmek için kullanılan birikimli normal dağılım fonksiyonundan yararlanılarak oluşturulmuştur.

Rasyonel seçim teorisine göre birimler karşılaştıkları alternatifler arasından kendileri için en çok fayda sağlayacak olanı seçerler. Probit modeli fayda teorisine ve rasyonel seçim yaklaşımına dayanmaktadır (Güriş ve Çağlayan, 2005).

İki değerli bağımlı değişkenli bir olasılık modeli olan Probit modelinde i . bireyin kararının gözlemlenemeyen bir fayda indeksine (I_i) bağlı olduğu varsayılmaktadır. (I_i) indeksinin değeri ne kadar büyükse kararın gerçekleşme olasılığı o kadar artmaktadır. Kümülatif normal dağılımdan çıkarılan model normit model olarak da bilinir. Gözlemlenemeyen fayda endeksi I_i 4.1. Eşitlik şeklinde ifade edilir.

$$I_i = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (4.1)$$

Gözlenemeyen endeks düzeyi I_i 'nin, her i . birey için I_i^* denilen bir *eşik değeri* olduğu varsayılmaktadır. Eğer I_i^* , I_i 'yi aşarsa olan gerçekleşecek, aşmazsa gerçekleşmeyecektir.

$$\begin{aligned} I_i^* \leq I_i & \text{ ise } y=1 \text{ olayı gerçekleşecek,} \\ I_i^* > I_i & \text{ ise } y=1 \text{ olayı gerçekleşmeyecektir.} \end{aligned} \quad (4.2)$$

I_i^* eşik değeri I_i gibi gözlenememekte, aynı ortalama ve varyansla normal dağıldığı varsayılmaktadır. Endeksin anakütle katsayılarının tahmini 4.3. Eşitlikte verilmiştir.

$$\frac{\partial P_i}{\partial x_i} = b_i \quad (4.3)$$

Eğer bir Z değişkeni μ ortalama σ^2 varyansla normal dağılıyorsa olasılık dağılım fonksiyonu aşağıda verildiği şekilde yazılabilir.

$$f(z) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} e^{-(z-\mu_z)^2 / 2\sigma^2} \quad (4.4)$$

Normal birikimli dağılım fonksiyonu 4.5. Eşitlikte sunulmuştur.

$$P_i = f(I_i) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{b_1 + b_2 c_i} e^{-t^2/2} dt \quad (4.5)$$

Burada t ortalaması 0 ve varyansı 1 olan normal dağılımlı tesadüfi bir değişkendir.

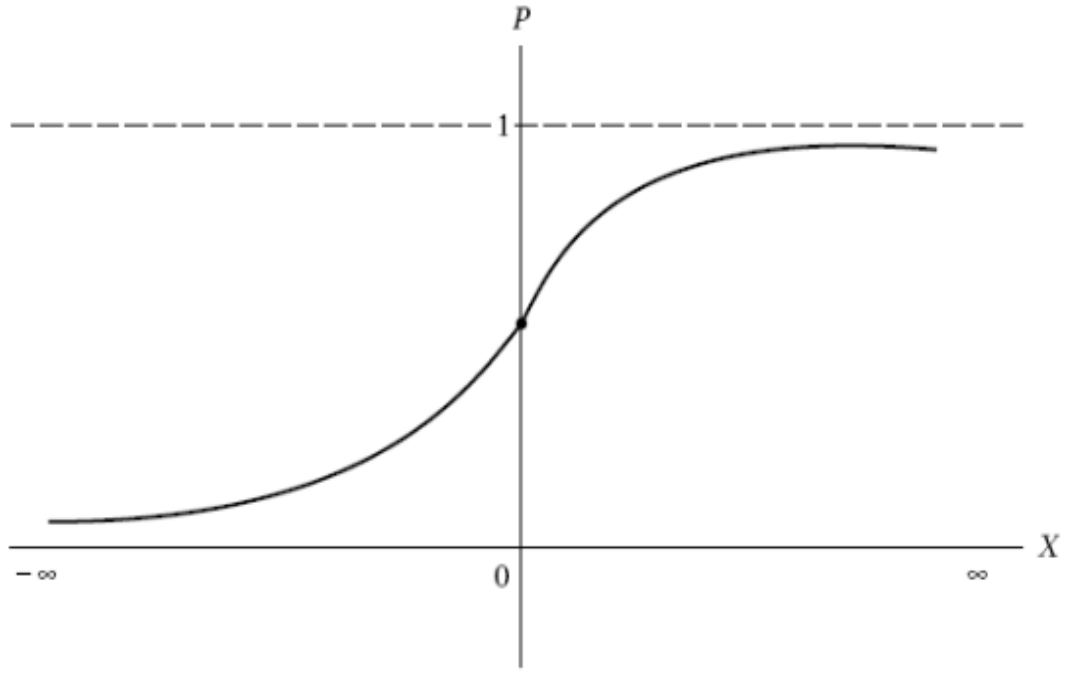
Fayda endeksini elde etmek için kümülatif normal dağılım fonksiyonunun 4.6. Eşitlikte gösterildiği gibi tersi alınmaktadır.

$$I_i = f^{-1}(I_i) = F^{-1}(P_i) = b c_i \quad (4.6)$$

Burada f^{-1} kümülatif normal dağılımın tersidir. Probit modelin bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişikliklerin olasılık üzerine yaptığı ortalama etki, x_i 'nin düzeyine göre farklılık göstermektedir. Tahmin edilen modelin eğimi sabit olmadığından, parametre tahmin edicileri doğrudan yorumlanamaz ancak yapılan dönüşümden sonra marjinal olasılıklara ulaşılır. Marjinal olasılıkların hesaplaması 4.7. Eşitlik sunulmuştur.

$$\frac{\partial P_i}{\partial x_i} = \frac{\partial f(I_i)}{\partial I_i} \frac{\partial I_i}{\partial x_i} = f(I_i) \cdot b_i \quad (4.7)$$

$P_i < 0.5$ olduğunda I_i her zaman eksi değer aldığından uygulamada I_i 'ye 5 sayısı eklenir, sonuca da probit denir (Gujarati, 1999). Probit modelin grafiği şekil 15'te gösterilmiştir.



Şekil 15. Probit Modelin Birikimli Olasılık Dağılım Fonksiyonu

Kaynak: Gujarati, 2006, s.553

4.3.1.1.Probit Modelin Tahmini

Frekanslı ve frekanssız serilerde probit modelin tahmini farklılık göstermektedir. Frekanslı serilerde probit modelin tahmin aşamaları şu şekilde sıralanabilir: P_i hesaplanır. Sonrasında bu P_i 'lere karşılık gelen I_i 'ler normal birikimli dağılım fonksiyonundan bulunur. Buradan bulunan I_i 'lere 5 eklenip probit modeline çevrilerek , $I_i = b_1 + b_2x_i + u_i$ regresyonunda bağımlı değişken olarak kullanılır. Model En Küçük Kareler (EKK) aracılığıyla tahmin edilir. Fakat modelin hata terimleri değişen varyanslıdır. Bu sorunun çözümü için değişkenlere yapılan dönüşüm 4.8. Eşitlikte gösterilmiştir.

$$S_u^2 = \frac{P_i(1-P_i)}{N_i f_i^2} \quad (4.8)$$

Burada f_i , $F^{-1}(P_i)$ 'de bulunan standart normal yoğunluk fonksiyonudur. Bu tahmin yöntemine tartılı en küçük kareler yöntemi denir.

Frekanssız serilerde ise probit modelin tahmini en çok benzerlik yöntemi ile yapılabilir. Benzerlik fonksiyonu, 4.9. Eşitlikte verilmiştir.

$$L = \sum \{Y_i \log f(b_0 + b_1 c_i) + (1 - Y_i) \log [1 - f(b_0 + b_1 c_i)]\} \quad (4.9)$$

X_i 'nin farklı değerleri için Y 'nin tekrarları söz konusu olduğunda,

$$f^{-1}(P_i) = f^{-1}(P_i + e) \quad (4.10)$$

olarak yazılmaktadır. Bu ifade,

$$f^{-1}(P_i) = f^{-1}(P_i) + \frac{\partial f^{-1}(P_i)}{\partial P_i} + R_i \quad (4.11)$$

burada R_i Taylor açılımının kalan terimlerinin toplamıdır ve ihmal edilebilir niteliktedir. Sonrasında;

$$\frac{\partial f^{-1}(P_i)}{\partial P_i} = \frac{\partial(b_0 + b_1 c_i)}{\partial f(b_0 + b_1 c_i)} = \frac{1}{\partial f(b_0 + b_1 c_i) / \partial(b_0 + b_1 c_i)} \quad (4.12)$$

paydada yer alan ifade $F(b_0 + b_1 X_i)$ standart normal dağılım fonksiyonuna eşittir. Bu nedenle;

$$\frac{\partial f^{-1}(P_i)}{\partial P_i} = \frac{1}{F(b_0 + b_1 c_i)} \quad (4.13)$$

büyük örnekler için

$$f^{-1}(P_i) = b_0 + b_1 c_i + \frac{e_i}{F(b_0 + b_1 c_i)} \quad (4.14)$$

olmaktadır. b_0 ve b_1 yerine en küçük kareler tahmincileri b_0 , b_1 ve P_i değerleri kullanılarak tahmin yapılabilir. Elde edilen tahminler tutarlıdır. Hata teriminin beklenen değeri;

$$E\left[\frac{e_i}{F(b_0 + b_1 c_i)}\right] = 0 \quad (4.15)$$

ve varyanslar 4.16. Eşitlikte gösterildiği gibidir.

$$\begin{aligned} & Var\left[\frac{e_i}{F(b_0 + b_1 c_i)}\right] \\ &= Var\left[\frac{P_i}{F(b_0 + b_1 c_i)}\right] \\ &= \frac{P_i(1-P_i)}{n_i [F(b_0 + b_1 c_i)]^2} \end{aligned} \quad (4.16)$$

En çok benzerlik tahmincileri bütün asimptotik özelliklere sahiptir (Kmenta, 1990).

Probit modelinin tahmin sonucunda bağımsız değişkende meydana gelen değişikliklerin bağımlı değişken üzerindeki etkisi doğrudan hesaplanamamaktadır. Ancak bağımsız değişkenin parametre işareti ve büyüklüğü bağımlı değişkenin gerçekleşme olasılığına etkisi ve yönü ile ilgili yorum yapılabilir.

4.3.1.2. Probit Model İçin Marjinal Etki Hesaplaması

Regresyon modelin olasılık modeli 4.17. Eşitlikte gösterilmiştir.

$$E[y/x] = 0[1 - f(x'b)] + 1[f(x'b)] = f(x'b) \quad (4.17)$$

Probit model için marjinal etki hesaplaması 4.18. Eşitlikte verilmiştir.

$$\frac{\partial E[y/x]}{\partial x} = f(x'b)b \quad (4.18)$$

Burada $f(\cdot)$, standart normal yoğunluk fonksiyonudur.

4.3.2. Araştırma Bulguları

UR'nin KVDB'ye oranı ve diğer makroekonomik değişkenlerin finansal krizler üzerindeki etkisini belirlemek için kurulan Probit modelinin tahmin sonuçları Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3

Uluslararası Rezervler/ KVDB Oranının Finansal Krizler İle İlişkisi Probit Modeli Parametre Tahminleri ve Marjinal Etkiler

	Katsayılar	Test İstatistiği	Marjinal Etki
Sabit	-0,9591	-2,35	
Uluslararası Rezervler/KVDB Oranı	-0,5856	-2,42	-0,0276663
Cari İşlemler Açığı/GSYİH	0,0975	1,99	0,0046104
M2/Uluslararası Rezervler	0,0227	0,80	0,0010741
Log Likelihood	-47,4196		

Katsayıların işaretleri daha önceki çalışmalarla tutarlı ve teorik beklentiyle uyumlu elde edilmiştir.

Cari işlemler açığının GSYİH'a oranının finansal kriz üzerindeki etkisinin beklentiyle uyumlu, pozitif işaretli ve istatistikî olarak anlamlı elde edilmiştir. Cari işlemler açığının GSYİH'a oranındaki bir artışın finansal krizin gerçekleşme olasılığını yaklaşık % 0,5 oranında artıracığı belirlenmiştir. Finansal kriz dönemlerinde beklendiği gibi UR'nin KVDB'ye oranındaki azalmanın etkisi istatistikî olarak anlamlı olduğu görülmektedir. UR'nin KVDB'ye oranında bir azalışın finansal krizin gerçekleşme olasılığını %2,76 oranında artıracığı tespit edilmiştir. M2'nin uluslar arası rezervlere oranının finansal krizler üzerindeki etkisi pozitif olarak bulunmasına karşın istatistiki olarak anlamsız olarak bulunmuştur. Ancak M2'nin Uluslar arası rezervlere oranındaki bir artışın finansal krizin gerçekleşme olasılığını artıracığı söylenebilir.

Buradan UR'nin KVDB'ye oranı değişkeninin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler için kritik bir makroekonomik büyüklük olduğu sonucu çıkarılabilir. Bu orandaki azalmanın bir finansal kriz belirtisi olduğu çıkarımı yapılabilir.

UR'nin KVDB'ye oranında bir azalma olduğunda ülke ekonomisinin ani şoklara karşı savunmasız hale geldiği bilinmektedir. UR'nin KVDB'ye oranının, bu oran için kritik değer olarak kabul edilen 1 değerinin altına düşmesi finansal krizlerin yaşanma ihtimalini arttırdığı bilinmektedir. Tablo 3'ten elde edilen bulgulara dayanarak yeni bir model oluşturulmuştur. Bu bulguyu doğrulamak için cari işlemler açığının GSYİH'a oranı, yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranı, M2'nin GSYİH'a oranı ve M2'nin uluslar arası rezervlere oranının UR'nin KVDB'ye oranının 1'in altında olması durumundaki etkileri belirlenmiştir. Bu modelde UR'nin KVDB'ye oranının 1 değerinin altına düşmesinin ekonomideki diğer önemli makroekonomik büyüklüklerde gözlemlenen değişimlerle ilişkisi olup olmadığı probit ile tahmin edilmiştir. Probit modelin analiz sonucu Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4

UR/KVDB Oranının 1 Kritik Değerinin Altına Düştüğü Dönemlerde Diğer Makroekonomik Değişkenler İle İlişkisi Probit Modeli Parametre Tahminleri ve Marjinal Etkiler

	Katsayılar	Test İstatistiği	Marjinal Etki
Sabit	-0,3338	-1,01	
Cari İşlemler Açığı/GSYİH	0,0343	0,90	0,0069477
Yurtiçi Krediler/GSYİH	0,0146	2,41	0,0029566
M2/GSYİH	-0,0502	-4,70	-0,0101492
M2/Uluslararası rezervler	0,1917	3,31	0,0387574
Log Likelihood	-93,2943		

Probit modeli ile tahmin edilen katsayıların işaretleri teorik beklentilerle uyumlu bulunmuştur.

Tablo 4'e göre UR'nin KVDB'ye oranının 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde cari işlemler/GSYİH oranındaki artış pozitif etkili bulunmasına rağmen istatistiki olarak anlamsız elde edilmiştir. Ancak cari işlemler açığının GSYİH'a oranındaki artışın UR'nin KVDB'ye oranının 1'in altına düşme olasılığını artıracak, diğer bir ifadeyle finansal krizin gerçekleşmesine neden olacağı söylenebilir. UR'nin KVDB'ye oranının 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranındaki artışın finansal kriz üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranındaki %1'lik bir artış UR'nin KVDB'ye oranının 1'in altına düşme olasılığını yaklaşık %0,03 oranında artırdığı anlaşılmaktadır. UR'nin KVDB'ye oranının 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde M2'nin GSYİH'a oranındaki azalışın istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu değişkenin marjinal etkisine göre M2'nin GSYİH'a oranındaki %1'lik bir azalışın UR'nin KVDB'ye oranının 1'in altına düşme olasılığını %1 oranında artırdığı görülmektedir. UR'nin KVDB'ye oranının 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde M2/Uluslararası rezervler oranında beklenildiği gibi finansal kriz üzerindeki etkisi pozitif işaretlidir. M2/GSYİH oranında %1'lik bir artış olması UR'nin KVDB'ye oranının 1'in altına düşme olasılığını % 3,8 oranında artırmaktadır.

Tablo 4'e göre UR'nin KVDB'ye oranının 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde ekonomi için önemli olan bazı makroekonomik büyüklükler de bir bozulma meydana geldiği, ekonominin olası bir şokla karşılaşma olasılığının arttığı görülmektedir. Ekonominin genel gidişatında bir dengesizlik olduğu anlaşılmaktadır. Buradan yola çıkarak ülke ekonomilerinin olası bir şoka karşı dirençlerini artırabilmek için UR'nin KVDB'ye oranının sıkı bir şekilde takip edilmesi gerektiği, bu oranının 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde diğer ekonomik göstergelerde de bir bozulma olacağı sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca, uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı düşük olan ülkelerde finansal krizlerin yaşanma olasılığının yüksek olduğu söylenebilir.

4.4. Uluslar Arası Rezerv/ KVDB Oranı İle Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Kriz Öngörüsü

Çalışmanın bu kısmında finansal krizleri için kurulan erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımı yöntemiyle UR'nin KVDB'ye oranı öncü gösterge olarak kullanılmaktadır. Bunun için gelişmekte olan ülkelere Kolombiya, Meksika, Malezya, Tayland ve Türkiye için ayrı ayrı eşik değerler hesaplanmıştır. UR'nin KVDB'ye oranının krizden önceki dönemde değişimleri izlenerek eşik değer altına düştüğü dönemler kriz sinyali olarak kaydedilmiştir. Bu sinyallerin kriz dönemleri için bir erken uyarı olup olmadığı araştırılarak performansı test edilmiştir. Böylelikle UR'nin KVDB'ye oranının gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı finansal krizler için iyi bir öncü gösterge olup olmadığı tartışılmıştır.

4.4.1. Erken Uyarı Sistemi Sinyal Yaklaşım

Sinyal yaklaşımı, kriz öngörü döneminde sıra dışı davranışlar sergileme eğiliminde olan birkaç göstergenin değerlerini izlemeyi gerektiren istatistiksel bir yöntemdir. Bu yöntemde kriz göstergesi olarak belirlenen bir değişkene ait değer, belirli bir eşik değer üzerine çıktığında, bu, olası bir kriz sinyali olarak kabul edilmekte ve takip eden aylar içerisinde bir finansal krizin meydana gelebileceğinin tehlike işareti olarak yorumlanmaktadır.

Sinyal yöntemine dayalı çalışmalar daha çok makroekonomik zayıflıklar üzerinde yoğunlaşmaktadır. Modellerdeki değişkenler hem yurt içi reel ve finansal sistemi hem de yurt dışı ekonomik değişimleri bir arada kullanabilmektedir. Bu

değişkenler bir etki sırasına göre de sıralanabildiği için problemlerin kökenine inebilme imkanı da verebilmektedir (Gür ve Tosuner, 2002, s.19).

Sinyal yöntemini kullanan Kaminsky ve Reinhart'ın 1996 yılında yapmış olduğu çalışmadaki gibi ilk olarak öncü gösterge olarak incelenen UR'nin KVDB'ye oranı için ülke bazında bir eşik değeri saptanmaktadır. Sinyal horizonu (değişkenin eşik değerini geçmiş olduğu nokta) 24 ay olarak varsayılmaktadır. Sinyalden 24 ay içerisinde bir kriz gerçekleşirse sinyal iyi, gerçekleşmezse kötü olarak adlandırılmaktadır. Sinyallerin etkisi için Tablo 5'te gösterilen değerler kullanılmaktadır. Erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımı yöntemiyle elde edilen sinyaller için kurulan matris Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5

Erken Uyarı sistemi Sinyal Yaklaşımı Yöntemiyle Elde Edilen Sinyaller İçin Kurulan Matris

	TAKİP EDEN 24 AY İÇİNDE KRİZ VAR	TAKİP EDEN 24 AY İÇİNDE KRİZ YOK
SİNYAL VAR	A	B
SİNYAL YOK	C	D

A, değişkenlerin iyi sinyal gönderdiği ay sayısını, B, göstergelerin kötü sinyal gönderdiği ay sayısını, C, kriz sinyali olmasına karşın göstergelerin krizi işaret etmediği ay sayısını, D, kriz yok sinyali olup göstergelerin krizi işaret etmediği ay sayısını ifade etmektedir. Bu noktada 2.sütun ile 2.satırın kesişiminde bulunan A'nın sıfırdan büyük ve aynı zamanda C'nin de sıfıra eşit olduğu bir kombinasyonda 24 ay içerisinde bir krizin oluşacağı öngörülebilir. Yine aynı şekilde 3.sütun 3. satırda bulunan D noktasının ifade ettiği durumda, yani B'nin sıfıra eşit, D'nin de sıfırdan büyük olduğu bir kombinasyon için kriz olmayacağı öngörüsünde bulunulabilir. Buradan hareketle kötü sinyalin iyi sinyale oranını minimize eden (B/A) optimal değer eşik değer olarak adlandırılmaktadır (Schardaux, 2002, s.114).

Yukarıda ifade edilenlerden hareketle Tablo 5'te yer alan C durumu birinci tip hatayı, B durumu ise ikinci tip hatayı temsil etmektedir. Her zaman için birinci tip hata ekonomi açısından ikinci tip hataya oranla daha az maliyetli olmaktadır. Çünkü muhtemel olarak değerlendirilmeyen bir finansal krizin yaşanması ülkede iktisadi kanalların tümünü etkileyecek ve konjonktür olumsuzla dönecektir. Bununla birlikte finansal krizi öngörmek için ülkenin topyekûn olarak iktisadi, siyasi ve toplumsal yapısı

değerlendirilmelidir. Zira ikinci tip hata olarak ifade edilen durum sadece modelin başarısızlığı ile ilgili değildir (Bussier ve Fratzscher, 2002, s14). A ve D durumları sinyali eksiksiz olarak yakaladıkları için sinyal yaklaşımında arzu edilen sinyal sayılarıdır.

Sinyal yaklaşımında esas olan konu, optimal kritik değerin ne olduğunu bulabilmektir. Modelin sinyal verme sıklığı, optimal kritik değerin düşüklüğü ile ilgilidir. Optimal kritik değer ne denli düşükse model o kadar sık sinyal verecektir. Tabi bununla birlikte muhtemel yanlış sinyal verme sayısı da optimal kritik değerin düşüklüğüne bağlı olarak artış gösterecektir. Bu ikinci tip hatadır.

Optimal kritik değerin yüksek tutulması her ne kadar yanlış sinyal alımını engellese de bununla birlikte bazı krizlerin de öngörülememesi riskini beraberinde getirebilecektir. Bu da birinci tip hatadır.

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın (1996) tanımlamasına göre birinci tip hata, olası iyi sinyallerin içinde iyi sinyaller olarak hesaplanırken, ikinci tip hata ise, olası kötü sinyaller içerisinde kötü sinyallerin yüzdesi olarak ifade edilmektedir (Bussier ve Fratzscher, 2002: 14).

4.4.2. Eşik Değer Belirleme

Krizi önceden tahmin etmeye yönelik kullanılan uluslar arası rezervin KVDB'ye oranının değişimleri bir yıl önceki değerleri göz önüne alınarak hesaplanmakta ve yüzde olarak değerlendirilmektedir. Göstergelerin herhangi birindeki değişme, kritik değeri %10 ile %20 arasındaki değeri aşıyorsa bu bir kriz sinyali olarak algılanmakta ve gelecek 24 ay içerisinde bir kriz ihtimali öngörülebilmektedir.

Sinyal yaklaşımında eşik değerin seçiminde Kaminsky ve Reinhart (1999) tarafından geliştirilen yöntemden yararlanılmıştır.

Bu yöntemde optimal kritik eşik değeri kritik bölgenin geniş bir aralık boyunca hareketleri araştırılarak belirlenmiş ve yanlış sinyallerin doğru sinyallere oranını minimize eden değer olarak belirlenmiştir. Bu oran (optimal eşik değeri) w ile gösterildiğinde

$$w = \frac{b|\bar{x}_t^j|}{(1-a|\bar{x}_t^j|)} \quad (4.19)$$

4.19. Eşitlik şeklinde hesaplanmaktadır. Burada α , I. tip hata büyüklüğüdür ve $b \left| \bar{x}_t^j \right|$ eşik değerin fonksiyonudur ve $a \left| \bar{x}_t^j \right| > 0$ 'dır.

I. tip hata sıfır hipotezin yanlışlıkla reddedilmesi, II. tip hata ise sıfır hipotezin yanlışlıkla kabul edilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Sıfır hipotezi bir kriz olabileceğini ifade eden denklemin minimize edilmesi durumudur.

4.4.3. Sinyal Yaklaşımının Bazı Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Uygulaması

Çalışmada UR'nin KVDB'ye oranı tespit edilen eşik değeri aşıyorsa bu bir sinyal olarak algılanmaktadır. Bu durumda alınan sinyal doğru sinyal ise sinyalden sonraki belirlenen kriz penceresi içinde kriz ortaya çıkmaktadır. Yanlış sinyal ise sinyalden sonraki kriz penceresinde kriz ortaya çıkmamaktadır. Çalışmada kriz penceresinin süresi 24 ay olarak esas alınmaktadır.

Bu çalışmada, sinyaller gelişmekte olan ülkeler grubunda bulunan Tayland, Malezya, Kolombiya ve Meksika ülkeleri için hesaplanmıştır. Tayland, Malezya, Kolombiya ve Meksika ülkelerine ait 1990 -2011 dönemini kapsayan altı aylık verilerin bir önceki altı aya göre olan değişim yüzdeleri bulunup bu yüzdelerden negatif yönlü %10 ve %20'lik dilimler arasında %1'lik artışlarla 11 farklı yüzde seviyeye ait eşik değerleri tespit edilmiştir. Bu eşik değerlerden hareketle gürültü sinyal oranları (kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı) bulunmuştur. Gürültü sinyal oranını minimum yapan yüzdelik dilim eşik değeri olarak alınmıştır. Yapılan çalışma sonucu bulunan eşik değerler Tayland 1997 krizi için %13, Malezya 1997 krizi için %14, Kolombiya 1997,1998 ve 1999 krizleri için %13 ve Meksika 1994 krizi için %10 bulunmuştur. Tablo 6'da bulunan eşik değerlere göre alınan sinyal sayıları ve kriz dönemlerinde alınan ilk sinyalden kaç ay sonra krizin gerçekleştiği gösterilmiştir.

Tablo 6

Kriz dönemlerinde Alınan Sinyal Sayıları ve Sinyallerin Öncülüğü

	ALINAN SİNYAL SAYISI	SİNYALLERİN ÖNCÜLÜĞÜ
TAYLAND (1997 KRİZİ)	1	12 Ay
MALEZYA (1997 KRİZİ)	3	18 ay
KOLOMBİYA (1997 KRİZİ)	1	24 Ay
KOLOMBİYA (1998 KRİZİ)	1	6 Ay
KOLOMBİYA (1999 KRİZİ)	1	12 Ay
MEKSİKA (1994 KRİZİ)	1	Kriz Döneminde

Tablo 6'ya göre belirlenen eşik değerler doğrultusunda en çok sinyalin Malezya için 1997 krizinde alındığı görülmektedir. Sinyallerin öncülüğü bakımından incelendiğinde Kolombiya 1998 krizinden 24 ay önce ilk sinyalin alındığı görülmektedir. Ancak Meksika 1994 krizinde ise sinyalin tam kriz zamanında alındığı görülmektedir. Buradan Meksika için UR'nin KVDB'ye oranının finansal krizler için bir öncü gösterge olmadığı düşünülse de Şekil 13'te Meksika için söz konusu orana ait grafiğe bakıldığında bu oranın 1990'lı yılların başından beri krizden önceki dönem de dahil olmak üzere 1 kritik değerinin altında seyrettiği bunun da yine olası bir krize işaret ettiği yorumu yapılabilir.

UR'nin KVDB'ye oranı kriz dönemlerinde verdiği sinyaller ile bir öncü göstergedir. Tablo 7'de oranının performansı verilmiştir.

Tablo 7

Uluslararası Rezerv/KVDB Oranının Performansı

	$A/A+C$	$B/B+D$	$(B/(B+D))/ (A/(A+C))$	$A/(A+B)$	$(A/(A+B))- ((A+C)/(A+B+C+D))$
TAYLAND (1997 KRİZİ)	0,25	0,11	0,42	0,20	0,10
MALEZYA (1997 KRİZİ)	0,60	0,16	0,26	0,33	0,12
KOLOMBİYA (1997,1998,1999 KRİZİ)	0,25	0,11	0,42	0,20	0,10

A/A+C : Krizden önceki 24 ay içinde sinyal alınan üç aylık dönem sayısının kriz dönemindeki üç aylık dönem sayısına oranı (Olası iyi sinyallerin bir yüzdesi olarak iyi sinyaller)

B/B+D : Sinyal alındığı halde takip eden 24 ay içinde bir kriz gerçekleşmeyen üç aylık dönem sayısının sinyal alınmayan ve kriz olmayan üç aylık dönem sayısına oranı (Olası kötü sinyallerin bir yüzdesi olarak kötü sinyaller)

A/A+B : Sinyal alınması durumunda bir krizin çıkması şartlı olasılığı

(B/B+D)/(A/A+C) : Kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı

[A/(A+B)-{(A+C)/(A+B+D+C+D)}] : Bir krizin çıkması şartlı olasılığı ile bir kriz çıkma olasılığı arasındaki fark

Tablo 7'de Meksika için UR'nin KVDB'ye oranı tam kriz döneminde eşik değerin altına düşüp sinyal vermeye başladığından Meksika 1994 krizine yer verilmemiştir. Kolombiya'da yaşanan 1997,1998 ve 1999 krizleri için aynı sonuçlar elde edildiğinden hepsi aynı satırda birleştirilmiştir.

İlk sütun UR'nin KVDB'ye oranının krizden önceki 8 tane üçer aylık dönem için verdiği sinyallerin “iyi sinyal” olma olasılığını göstermektedir. Mükemmel bir

sinyal için bu oranın değerinin 1 olması gerektiği açıktır. O halde bu değerin daha büyük olduğu Malezya 1997 krizi için UR'nin KVDB'ye oranının diğer ülkelere kıyasla dahi iyi bir öncü gösterge rolünde olduğu söylenebilir.

İkinci sütununda kötü sinyallerin oranı bulunmaktadır. Mükemmel bir öncü göstergenin verdiği sinyaller sonucu bu oranın 0'a çok yakın olması beklenir. Tayland ve Kolombiya krizlerinde UR'nin KVDB'ye oranı kötü sinyal olarak çok az sayıda sinyal verdiği görülmektedir.

Tablo 7'nin üçüncü sütununda yer alan oran kötü sinyallerin iyi sinyallere oranını temsil ettiğinden mükemmel bir öncü gösterge için bu oranının çok küçük olması beklenir. Malezya krizinde kötü sinyallerin oranı diğer ülkelere göre daha yüksek olmasına karşın kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı daha küçük olduğundan başarılı sayılabilir.

Tablo 7'nin dördüncü sütunu bir sinyal alındığında takip eden 8 adet üçer aylık dönem içinde bir kriz gerçekleşmesinin şartlı olasılığını temsil ettiğinden bu oranın mükemmel bir öncü gösterge için 1'e çok yakın olması beklenir. Ancak ülkelerden çıkan sonuçlara bakıldığında bu oranın o kadar da başarılı bir sonuç verdiği söylenemez.

Tablo 7'nin son sütununda bulunan farkın ise yapılan tanımına göre pozitif bir değer olması beklenir. Çünkü iyi bir öncü gösterge için bir sinyal alındığında takip eden 8 üçer aylık dönemde kriz gerçekleşme olasılığının normal bir dönemde kriz çıkma olasılığından yüksek olması beklenir. UR'nin KVDB'ye oranının her üç elde edilen oranın eşik değerin altına düşmesi bir krizin gerçekleşmesi ihtimalini artırmaktadır sonucu çıkarılabilir.

4.4.4. Türkiye'de Sinyal Yaklaşımının Uygulaması

UR'nin KVDB'ye oranının bir önceki yıla ait değeriyle oranlama yapılarak değişimler yüzde olarak bulunmuştur. Bir önceki yıla göre %7-20 azalma gösteren dönemler için %1'lik artışlarla %7'den %20'ye kadar 14 farklı yüzde değeri için ayrı sinyaller bulunmuştur. Alınan sinyaller için gürültü sinyal oranları bulunmuştur. Gürültü sinyal oranını minimum yapan yüzdelik dilim eşik değer olarak tespit edilmiştir. Tablo 8'de söz konusu 14 yüzdeye ait sinyal oranları verilmiştir.

Tablo 8

Uluslar arası Rezervler/ KVDB Oranının Yüzdelik Değerlerinin Verdiği Sinyaller

	%7	%8	%9	%10	%11	%12	%13	%14	%15	%16	%17	%18	%19	%20
ALINAN SİNYAL SAYISI	18	15	13	12	10	9	6	4	3	2	1	1	1	0
DOĞRU SİNYAL (SİNYAL VAR KRİZ VAR; SİNYAL YOK KRİZ YOK)	59	62	64	65	67	68	68	69	69	69	70	70	70	71
YANLIŞ SİNYAL (SİNYAL YOK KRİZ VAR; SİNYAL VAR KRİZ YOK)	28	25	23	22	20	21	21	18	18	18	17	17	17	16
GÜRÜLTÜLÜ SİNYAL	0,475	0,403	0,359	0,338	0,299	0,309	0,261	0,261	0,261	0,261	0,243	0,243	0,243	0,225

Tablo 8'e göre en çok sinyal %7'lik azalışta alınmasına rağmen gürültülü sinyal sayısının fazla olması sürekli yanıltıcı kriz sinyallerinin alınmasına neden olduğundan eşik değer olarak belirlenmemiştir. Gürültülü sinyallerin %7'lik dilimden %11'lik dilime doğru azaldığı gözlemlenmektedir. %11'lik dilimden %12'lik dilime doğru az da olsa gürültülü sinyallerde bir artış olmuş %12'lik dilimden %20'lik dilime doğru ise gürültülü sinyaller ya sabit kalmış ya da azalmıştır. Ancak alınan sinyallere bakıldığında %7'lik dilimden %20'lik dilime doğru giderek azalan sinyal sayısı alınması gereken doğru sinyallerin kaçırılmasına neden olmaktadır. Örneğin %10'luk dilimin gürültülü sinyal oranı %18'lik diliminkinden fazla olmasına karşın %18'lik dilimde 87 dönemde sadece 1 kez sinyal alınmıştır. Bu da yanlış sinyallerin sayısını azaltmak amacıyla, alınması gereken kriz sinyallerini gözden kaçmasına ve şiddetli bir krizle karşılaşılabilmesine neden olabilmektedir.

Yukarıda bahsedilen kriterler çerçevesinde alınan sinyallerin dönemlerine de bakılarak %11'lik dilimin eşik değer olarak seçilmesi uygun görülmektedir. Buna göre

söz konusu oranın bir önceki döneme göre değişimi 0,89'un altına düşmesi bir kriz habercisi olarak algılanabilir.

Türkiye'deki 1994 ve 2001 krizleri için alınan sinyallerin sayısı ve alınan ilk sinyalden kaç ay sonra bir finansal krizin gerçekleştiği Tablo 9'da gösterilmiştir.

Tablo 9

Kriz dönemlerinde Alınan Sinyal Sayıları ve Sinyallerin Öncülüğü

1994 Krizi		2001 Krizi	
Alınan Sinyal Sayısı	Sinyalin Öncülüğü	Alınan Sinyal Sayısı	Sinyalin Öncülüğü
2	12 Ay	1	6 Ay

Tablo 9'a göre 1994 krizinden önce söz konusu oranın ardışık iki dönem arasındaki değişimin iki defa 0,89'un altına düştüğü ve ilk düşüşün krizden tam 1 yıl önce gerçekleştiği söylenebilir. 2001 krizine bakıldığında ise kriz sinyalinin 6 ay önceden alındığı görülmektedir.

Türkiye 1994 ve 2001 krizleri için UR'nin KVDB'ye oranının performansı Tablo 10'da incelenmiştir.

Tablo 10

Uluslararası Rezerv/KVDB Oranının Türkiye için Performansı

	$A/A+C$	$B/B+D$	$(B/(B+D))/(A/(A+C))$	$A/(A+B)$	$(A/(A+B))-((A+C)/(A+B+C+D))$
Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri	0,19	0,09	0,49	0,27	0,11

$A/A+C$

: Krizden önceki 24 ay içinde sinyal alınan ay sayısının kriz döneminde sinyal alınmayan ay sayısına oranı (Olası iyi sinyallerin bir yüzdesi olarak iyi sinyaller)

$B/B+D$

: Sinyal alındığı halde takip eden 24 ay içinde bir kriz gerçekleşmeyen ay sayısının sinyal alınmayan ve kriz olmayan ay sayısına oranı (Olası kötü sinyallerin bir yüzdesi olarak kötü sinyaller)

$A/A+B$

: Sinyal alınması durumunda bir krizin çıkması şartlı olasılığı

$(B/B+D)/(A/A+C)$

: Kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı

$[A/(A+B)]-[(A+C)/(A+B+C+D)]$

: Bir krizin çıkması şartlı olasılığı ile bir kriz çıkma olasılığı arasındaki fark

UR'nin KVDB'ye oranının Türkiye'de 1994 ve 2001 krizlerinden önceki 24 aylık zaman penceresi içinde alınan iyi sinyallerin oranının düşük olduğu belirlenmiştir. Yani UR'nin KVDB'ye bir kriz öncü göstergesi olarak iyi sinyal göndermede başarısız olduğu sonucu çıkarılabilir. Buna karşın kriz dönemleri dışında yanlış sinyal gönderme oranının oldukça düşük olması sevindirici bir durum olup, sinyallerin genelde kriz dönemlerinde alındığı söylenebilir. Kötü sinyallerin oranının iyi sinyallere oranı orta seviyede olup performansı %49 çıkmıştır. Bir sinyal alındığında kriz çıkma olasılığı %27 olmasına rağmen bu oran büyük değildir.

Son sütunda, bir sinyal alındığında kriz çıkma olasılığının normal bir zamanda kriz çıkma olasılığı arasındaki fark gösterilmektedir. Bu farkın 0'dan büyük olması UR'nin KVDB'ye oranı eşik değerin altına düştüğünde finansal krizin gerçekleşme olasılığını artırdığı çıkarımı yapılabilmektedir.

Sonuç olarak; Türkiye'deki finansal krizler için UR'nin KVDB'ye oranının, verdiği iyi sinyallerin sayısının düşük olması nedeniyle, başarılı bir öncü gösterge olmadığı yorumu yapılabilir. Ancak alınan sinyallerin sayısının arttığı dönemlerde finansal kriz yaşandığı dikkat çekmektedir. Bu nedenle Türkiye'de UR'nin KVDB'ye oranında gözlemlenen düşüşlerin finansal krizin gerçekleşme olasılığını arttırdığı söylenebilir.

BÖLÜM V

SONUÇLAR VE ÖNERİLER

5.1. SONUÇ

Rezervler, kullanıma hazır olup para otoriteleri tarafından kontrol edilen, ödemelerdeki dengesizliklerin doğrudan finansmanında veya dengesizliklerin yol açacağı olumsuz durumların dolaylı olarak düzenlenmesi ve denetlenmesinde, döviz kurunu etkilemek suretiyle piyasalara müdahale amacı ile kullanılan varlıklardır. Bir varlığın rezerv sayılabilmesi için genel ve ortak kriter, milli para cinsinden olmaması ya yabancı para cinsinden ya da uluslar arası standartta altın olmasıdır.

Ülkedeki rezervleri yüksek tutmak finansal krizlerden korunmada önemli rol oynamakta, en önemli savunma aracı olarak görülmektedir. Çünkü döviz üzerinden yapılacak ataklara karşı mevcut rezervler kullanılarak müdahale etme olanağı bulunmaktadır.

Tarihsel olarak merkez bankaları, yerel paranın sabit kurdan yabancı paraya çevrilebilmesini garanti etmek amacıyla döviz rezervi tutmuşlardır. Süreç içerisinde sabit kur sistemi, gelişmeler çerçevesinde esnek ve dalgalı kur rejimi aşamalarından geçerek yaygın olarak serbest dalgalı kur rejimi uygulamalarına dönüşmüştür. Sabit kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine olan yönelmeye rağmen döviz rezerv miktarında bir azalma gözlenmemiştir.

Dünya ülkeleri arasındaki gelişmişlik farkı, kaynakların bu ülkeler arasında dengesiz dağılımı ve gelişen uluslararası ilişkiler nedeniyle ülkelerin iç kaynakları ekonomik kalkınmanın finansmanında yetersiz kalmıştır. Yurtiçi kaynakların yetersiz olması nedeniyle gelişmekte olan ülkelere ekonomik büyümenin hızlandırılması için gerekli olan yatırımlar dış borçlarla finanse edilmiştir. Dış borçlanma özellikle uzun dönemli ve ülkeye büyük faydalar sağlayacak yatırım projelerinin hayata geçirilmesinde önemlidir.

Dış borcun vadesi, kredinin anlaşma tarihi ile son anapara geri ödemesinin yapıldığı tarih arasındaki süredir. Vadesi bir yıla eşit veya bundan az olan dış borçlara kısa vadeli dış borç, vadesi bir ile beş yıl arasında olan dış borçlara orta vadeli dış borç, vadesi beş yıldan fazla olan dış borçlara ise uzun vadeli dış borç denir.

Gelişmekte olan ülkelerin ülke risk primlerinin değişken olmasından dolayı uzun vadede borçlanmaları maliyetli olduğundan daha çok kısa vadeli dış borçlar ile ülke

ekonomilerini finanse etmektedirler. Bu nedenle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin toplam dış borç stoklarında kısa vadeli dış borçların oranı yüksektir. Bu durum da kısa vadeli dış borçların gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde önemli bir makroekonomik büyüklük haline gelmesine yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin son yıllarda küreselleşen dünya ekonomisinde değişken yatırım tercihlerinden kaynaklanan ani sermaye hareketliliğine maruz kalmalarından dolayı kısa vadeli dış borçlara olan ilgi giderek artmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin likiditesi ne kadar fazla olursa yurtiçi kaynaklı dışsal şoklara olan kırılganlığı da o kadar az olmaktadır. Bunun anlamı ülke ekonomisi bir şokla karşılaştığında dış yükümlülüğü olan dış borçlarını belirli bir süre boyunca çevirebilecek güçte olabilmesidir. Bunun için de politika yapımcılarının ekonomide beklenmedik bir şok ile karşılaşıldığında etkisinin daha da derinleşip finansal krize dönüşmeden zamanlı müdahale edebilmesi için yeterli düzeyde rezerv tutmaları gerekmektedir. Burada “yeterli rezerv”, ülke rezervlerinin kısa vadeli dış borçlarını belirli bir süre boyunca karşılayabilecek kadar rezerv bulundurması demektir. Bu yaklaşımda rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması arzu edilmektedir. Bu oranın büyüklüğü, ülkelerin dış şoklar karşısındaki dayanıklılığını da göstermektedir. Bu nedenle bu oranda saptanan belirli bir düşüş ülke ekonomisinin dış şoklara mazur kalabileceği şeklinde yorumlanabilmektedir.

Özellikle 1990’lı yıllardan günümüze kadar gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla tekrarlanan finansal krizler, ülke ekonomilerini maruz kaldığı şoklar yüzünden daha da kırılgan hale getirmektedir. Ülke ekonomileri için ciddi bir tehdit unsuru haline gelen finansal krizlerin, makul bir süre önceden öngörülüp önlenbilmesi politika yapımcıları için arzu edilen bir durumdur. Bunun için birçok yöntem oluşturulmuştur. Bu yöntemler için kurulan modellerde uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı da önemli ölçüde kullanılmıştır.

Bu çalışmada uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının finansal krizler üzerindeki etkisi, finansal krizlerin ortaya çıkmasına neden olan para arzının uluslar arası rezervlere oranı, para arzının GSYİH’ya oranı, cari işlemler açığının GSYİH’a oranı ve yurtiçi kredilerin GSYİH’a oranı gibi makroekonomik göstergelerin, bu oran üzerindeki etkileri ve aynı zamanda bu oranın finansal krizlerin öngörülmesinde potansiyel bir öncü gösterge olup olmadığı tartışılmıştır.

Bu çalışmada, uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının bu öneminden dolayı Türkiye'yi de kapsayan 9 gelişmekte olan ülkede olası bir finansal kriz üzerindeki etkisini para arzının GSYİH'a oranı, cari işlemler açığının GSYİH'a oranı gibi makroekonomik değişkenlerle birlikte ortaya koymak için probit model oluşturulmuştur. Probit modelinin bağımlı değişkeni, ülke finansal kriz yılında ise 1; değil ise 0 değeri olarak oluşturulmuştur. Çalışmanın bulguları teori beklentiyle uyumlu olarak bulunmuş, uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının finansal krizler ile ilişkisi negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı elde edilmiştir. Buradan, uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının gelişmekte olan ülkelere finansal krizler için kritik bir makroekonomik büyüklük olduğu sonucu çıkarılmıştır. Bu orandaki azalmanın bir finansal kriz belirtisi olduğu çıkarımı yapılabilir.

İlk modelde elde edinilen bulguyu desteklemek amacıyla; ilgili literatürde de belirtildiği gibi para arzının uluslar arası rezervlere oranı, para arzının GSYİH'a oranı, cari işlemler açığının GSYİH'a oranı ve yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranı gibi makroekonomik değişkenlerdeki bozulmaların uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranıyla olan etkileşimi de belirlenmiştir. Bu nedenle uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının 1 kritik değerinin altında olduğu dönemlerde, yukarıda bahsedilen makroekonomik göstergelerin etkileri de ortaya konulmuştur. Araştırma bulgularına göre bu oranın 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde ekonomi için önemli olan bazı makroekonomik büyüklüklerde bir bozulma meydana geldiği, ekonominin olası bir şokla karşılaşma olasılığının arttığı sonucu çıkarılmış, ekonominin genel gidişatında bir dengesizlik olduğu tespitinde bulunulmuştur. Bu nedenle ülke ekonomilerinin olası bir şoka karşı dirençlerini artırabilmek için bu oranın disiplinli olarak izlenilmesi gerektiği, 1 kritik değerinin altına düştüğü dönemlerde diğer ekonomik göstergelerde de bir bozulma olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal krizler, ülke ekonomilerini maruz kaldıkları şoklar yüzünden daha da kırılgan hale getirmektedir. Ülke ekonomileri için ciddi bir tehdit unsuru haline gelen finansal krizlerin, makul bir süre önceden öngörülüp önlenmesi politika yapıcıları için istenilen bir durumdur. Erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımıyla finansal krizler önceden tahmin edilebilmektedir.

Çalışmada erken uyarı sistemi sinyal yaklaşımı yöntemiyle uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı için öncelikle Kolombiya, Meksika, Malezya, Tayland için ayrı ayrı olarak hesaplanan eşik değerler kullanılarak, bu oranın finansal kriz öncü göstergesi olup olmadığını belirlemek amacıyla sinyaller kaydedilmiş ve

sinyallerin performansı ölçülmüştür. Alınan sinyallerin krizlerden belirli bir dönem önce kaydedilmiş olması nedeniyle bu oranın bir öncü gösterge olduğu anlaşılmıştır. En başarılı sinyallerin Malezya 1997 krizi için alındığı belirlenmiştir. Uluslararası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının, Meksika 1994 krizi için kriz döneminden önce sinyal vermemesi nedeniyle başarılı bir öncü gösterge olmadığı belirlenmiştir. Ancak, Meksika’da 1990’ların başından beri 1 kritik değerinin altında seyreden bu oranın kriz yılından belli bir süre önce ekonomide bozulmalara işaret ettiği anlaşılmıştır.

Türkiye için uluslar arası rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının kriz dönemlerinden önce sinyaller vermesi nedeniyle bir öncü gösterge olduğu belirlenmiştir. Ancak krizden önceki zaman penceresinde alınan sinyaller arasında iyi sinyallerin oranının düşük olması nedeniyle Türkiye için bu oranın başarılı bir öncü gösterge olmadığı anlaşılmıştır. Fakat bu oranın daha sık sinyal verdiği dönemlerde bir finansal kriz gerçekleşmiş olması nedeniyle bu oranda gözlemlenen bir azalmanın bir kriz sinyali olarak algılanması gerektiği sonucunu çıkarmak yanlış olmayacaktır.

5.2. ÖNERİLER

Bu çalışmada, uluslar arası rezerv/dış borç oranının finansal krizleri öngörmede etkili bir makro ekonomik büyüklük ve etkin bir araç olduğu tespit edilmiştir. Finansal krizlere maruz kalan özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası rezervlerinin /kısa vadeli dış borçlara oranının yeterli büyüklükte (1 değerinin üstünde) olması durumunda bu ülkelerin olası dış şoklara karşı direnci artacaktır. Uluslar arası rezerv/kısa vadeli dış borç oranının düşük olduğu ülkeler, ekonomik kırılganlıklara karşı daha savunmasız hale geleceklerdir. Uluslar arası rezerv/kısa vadeli dış borç oranında optimum seviyeyi koruyan gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlılığı daha az olacak ve olası bir finansal krizi, etkileri derinleşmeden atatabileceklerdir.

Son olarak; finansal krizler, bu krizlerin yaşandığı ülkelerdeki vatandaşları sosyoekonomik açıdan da etkilediği göz önünde bulundurulduğunda, hükümetlerin finansal krizleri önleme yönünde çaba sarf etmeleri, dolayısıyla bu çalışmada savunulan uluslar arası rezerv/kısa vadeli dış borç oranının optimum düzeyde tutmaları önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- Açba, S. (1991). *Devlet Borçlanması*, Adım Yayıncılık, Ankara
- Akçağlayan, A. (2005). *Para Krizleri*, İktisat ve İşletme ve Finans Dergisi, s.110-123
- Akcay, M. (1988). *Türkiye'nin Dış Borç Yönetim Sistemi*, TCMB Üç Aylık Bülteni, Ekim-Aralık, Ankara, s.39-53
- Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem ve Finansal Krizler ve Türkiye*, 1.basım, Beta Yayınevi, İstanbul
- Akpınar, A.Tolga, *Türkiye'de Ekonomik Krizler;1994,1998,Şubat 2001 Krizleri*, <http://sinestezi.wordpress.com/2009/04/04/turkiye-de-ekonomik-krizler-1994-1998-1999-ve-2001-krizleri> (Erişim tarihi:10 Eylül 2011)
- Akyüz, M. (1987). *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Dünya Yayınları , 1. Baskı, İstanbul
- Akyüz, Y.(2000). *Causes and Sources of The Asian Financial Crisis*, Asya Ekonomisi ve Finansal Gelişmeleri Sempozyumu Sunumu, 17 Şubat, Bangkok
- Aksoy, Ş. (1998). *Kamu Maliyesi*, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul
- Alagöz, M., N. Işık ve G. Delice (2006). *Finansal Krizler İçin Erken Uyarı Sinyali Olarak Cari Hesap Göstergeleri*, Ekonomik Kriz öncesi erken uyarı sistemleri.
- Alp, Ali (2002). *Uluslar arası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, Ankara
- Altıntaş, H. ve B. Öz. (2007). *Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,2007,C:7,S:2, 19-44
- Ardıç, H. (2004). *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Aralık, Ankara
- Arıcan, E. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye*, Kardeşler Matbaası, İstanbul
- Arias, G. (2003). *Currency Crises: What We Know and What We Stil Need toKnow*, C.E.F.I. Working Paper, No. 2003/13, <http://sceco.univ-aix.fr/cefi/documents%20de%20travail/0313.pdf> (Erişim tarihi: 22 Ekim 2011)
- Asian Policy Forum (2000). *Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis*, Asian Development Bank Institute
- Ankara Ticaret Odası [ATO], (2005-04). *Krizler Tarihi Raporu*, <http://www.atonet.org.tr/turkce/bulten/bulten.php3?sira=316> (Erişim tarihi: 22 Ekim 2011)

- Aydın, Üzeyir (2006). *Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi*, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları, İstanbul
- Babic, A. and A. Zigman (2001). *Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s*, Surveys, Croatian National Bank, <http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/s-005.pdf> (Erişim tarihi: 10 Ekim 2011)
- Bahmani, O.M. ve Brown, F. (2002). *Demand For International Reserves: A Review Article*. *Applied Economics*, Volume 34, No.10, 1209-1226
- Bal, H. (1998). *Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye*, Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi, 16, Ankara
- Bal, H. (2001). *Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye*, İstanbul
- Başoğlu, U. (2001). *Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı*, <http://www.iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk.htm> (Erişim tarihi: 10 Mayıs 2011)
- Berg, A. ve C. Patillo. (1998). *Are Currency Crises Predictable: A Test* NBER, WP, 98154
- Boorman, Jack ve diğerleri (2000). *Managing Financial Crises: The Experience in East Asia*, IMF Working Paper WP/00/107, Haziran
- Boratav, K. (1994). *Ekonomik Özgürlükler, Güven ve Reform Süreci*, İktisat/İşletme ve Finans, 9, 100: s.22-30
- Boughton, J.M. (2001). *Was Suez in 1956 the First Financial Crisis of the Twenty-First Century?*, Finance & Development, Eylül, s.20-23
- Borooah, Vani K. (2002). *Logit and Probit Ordered and Multinomial Models*, Sage Yayınevi, Kaliforniya
- Bussiere, M. ve Mulder, C. (1999). *External Vulnerability in Emerging Markets: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion*, Working Paper, IMF, 99/88
- Bussiere, M. Ve Fratzer, M. (2002). *Towards a New Early Warning System Of Financial Crises*, Avrupa Merkez Bankası Çalışma Kitapları Dizisi, s.1-66
- Calafell, J. (2005) *The Ratio Of International Rserve To -Term External Debt As An Indicator Of External Vulnerability: Some Lessons From The Experience Of Mexico And Other Emerging Economies*
- Calvo, G., Leiderman, L. ve Reinhart, C., (1994). *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, Contemporary Economic Policy, 12 (3). ss.54-66

- Calvo, G.A. (1999). *On Dollarization*, www.bsos.umd.edu/econ/crecpn5.pdf (Erişim tarihi:15 Ekim 2011)
- Celasun, O. (1996). *The 1994 Currency Crisis in Turkey*, Macroeconomics and Growth Group Development Research Department, Dünya Bankası
- Celasun, O. (1998). *The 1994 Currency Crisis in Turkey*, Policy Research Working Paper, 1913, Nisan
- Celasun, M. (2002). *2001 Krizi, Öncesi Ve Sonrası*, VI. ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi, Ankara, 11-14 Eylül
- Chang, R., ve A. Velasco (1998). *Financial Crisis in Emerging Markets: A Canonical Model*, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, No: 98-10
- Choueiri, Nada ve Kaminsky, G. (Kasım 1999). *Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina*, IMF Working Paper No. 99/152
- Çonkar, K., Ata, H., (2003). *Finansal Krizleri Önlemede Kullanabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:2, s.1-19.
- De La Torre, A., Yeyati, E. L.ve Schmukler, S. (2002). *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking*.2004, NBER Conference on Exchange Rate Crises in Emerging Markets: The Argentina Crisis, http://www.nber.org/crisis/argentina_bg.html, (Erişim tarihi: 20 Ekim 2011)
- Delice G. (2002). *Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, s. 57-81
- Dornbusch, R. ve Werner, A. (1994). *Mexico: Stabilization, Reform and No Growth*, Brookings Papers on Economic Activity, 1, s.253-315
- Dorukkaya, Şakir, Yılmaz H.Hakan (1999). Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri). Yaklaşım Dergisi, Yıl:7, Sayı:75, Mart, s.122-127
- Devrim, F. (2001). *Küreselleşen Krizler ve Türkiye*, Yeni Türkiye, Y.7, S. 42,s. 939-945
- Edison, Hali (2000). *Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of Early Warning System*, I.F.D.P., WP, No:675
- Eğilmez, M., Ercan K. (2002). *Ekonomi Politikası*, OM Yayınevi, İstanbul
- Eisenbeis, R. (1997). *Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises*, İçinde. *Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America*, Düzenleyen

- Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, Dünya Bankası, Vaşington D.C., s.83-92
- Emirkadı, Ö. (2003). *Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi Açıkları ve IMF'ye Olan Bağımlılığı*, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler .fakültesi Dergisi, Cilt XXII, Sayı 1, Haziran, s.36
- Eren, A. (2006). *Türkiye Ekonomisi*, Ekin Kitabevi, Bursa
- Erkekoğlu, H. Bilgili, E. (2005) ,*Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama*
- Evgin, T. (1996). *Dünden Bugüne Dış Borçlarımız*, T.C. Hazine Müsteşarlığı Matbaası,Ankara
- Feldstein, M. (1999). *Self-Protection for Emerging Market Economies*, NBER Working Paper Series, 6907, Temmuz
- Fernandez, R., and L. Schumacher (1997). Does Argentina Provide a Case for Narrow Banking? İçinde: *Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin*
- Flood R. ve N. P. Marion (1998). *Perspectives on The Recent Currency Crisis Literature* IMF Working Paper, 98/130, Eylül.
- Flood, P. R. ve Garber, P. (1984). *Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples*, Journal of International Economics, 17, 1- 3
- Flood, R. ve P. Garber (1998). *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Example*. Journal of International Economics, 92
- Furman, J. ve Stiglitz, E. Joseph. (1998). *Economic Crises: Evidence and Insights From East Asia*, Brookings Papers on Economic Activity, Business Source Corporate
- Garcia, V.F. (1997). *Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises*, içinde: *Preventing Banking Sector Distress America, and Crises in Latin* Düzenleyen Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, Dünya Bankası, Vaşington D.C., s.83-92
- Gerni, C., S. Emsen ve M.K. Değer (2005). *Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye'deki Ekonomik Krizlerin Analizi*, Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı:2 2005, 39-61
- Gür, T.H., ve A.Tosuner (2002). *Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri*, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 20, Sayı 1, s.9-36

- Goldstein, M. ve J. Hawkins. 1998. The Origin of the Asian Financial Turmoil. Research Discussion Paper 9805
- Goldstein, M., G. Kaminsky, ve C. Reinhart (2000). *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Uluslar arası Ekonomi Enstitüsü
- Grubel, H.G. (1984). *The International Monetary System-Efficiency and Practical Alternatives*, 5. Basım
- Gujatarati, D. (1988). *Basic Econometrics*, McGraw-Hill Publishing Company, 2. Baskı, Nev York
- Güriş, S. Ve Çağlayan E. (2005). *Ekonometri Temel Kavramlar*, 2. Baskı, DER Yayınları İstanbul
- Hacıhasanoğlu, B. (2005). *Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler> (Erişim tarihi: 20 Ekim 2011)
- Haller, H (1985). *Maliye Politikası: Teorik Esasları ve Temel Problemleri*, Çeviren: Salih Turan, Gür-Ay Matbaası, İstanbul, 1985
- Heller, H.R. (1966). *Optimal International Reserves*, Ekonomi Gazetesi, Vol.76, No.302, 296-311
- Horne, J. ve Nahm D. (2000). *International Reserves and Liquidity: A Reassessment*, <http://econ.mq.edu.au/research/2000/5-000.pdf#search'horne%20nahm%2C%20international%20reserves%20and%20liquidity>, (Erişim tarihi: 10 Şubat 2011)
- İmer, Evrim (2003). *Genel Kabul gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler> (Erişim tarihi:10 Eylül 2011)
- İnce, M. (1996). *Devlet Borçlanması*, Seçkin Yayınevi, Ankara
- Internatioanl Monetary Fund [IMF] (1993). *Balance of Payments Manual*, Eylül
- IMF (1998). *World Economic Outlook*
- IMF (2002). *Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures* Finance & Development, IMF, Ekim 2002, s. 4-7
- Işık N., Alagöz M., Yıldırım M. (2006). *1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri*, Arıkan Yayınevi, İstanbul

- Kamin, S. B., J.W. Schindler ve S. L. Samuel (2001). *The Contribution of Domestic and External Factors to Emerging Market Devaluation Crises An Early Warning Systems Approach*, International Finance Discussion Papers No 711, Board of Governors of the Federal Reserve System, Eylül
- Kaminsky G. and C. Reinhart (1996). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems* Board of Governors of Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, No. 544, Mart
- Kaminsky G. L., S. Lizondo ve C. M. Reinhart (1997). *Leading Indicators of Currency Crises* , IMF Working Papers, 97/79
- Kaminsky G. L., S. Lizondo ve C. M. Reinhart (1998). *Leading Indicators of Currency Crises* IMF Staff Papers, Mart,
- Kaminsky G.L. (1998). *Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress*, I.F.D.P., WP, No:629
- Kaminsky, L. Graciela (1999). *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*, IMF Working Paper
- Karabulut G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, yayın no 328, İstanbul
- Karaçor, Z. (2007). *Öğrenen Ekonomi Türkiye, Küreselleşme Sürecinde, Kriz Aralıklarında*.Çizgi Kitapevi Yayınları, Konya
- Karaçor, Z., V. Alptekin (2006). *Finansal krizlerin önceden tahmin yoluyla değerlendirilmesi : Türkiye Örneği*, Yönetim ve Ekonomi Dergisi,Cilt 13 S:2,237-256
- Karluk ,R. (1998). *Uluslararası Ekonomi*, Beta Yayınları, 5. Baskı, İstanbul
- Karluk, R. (2005). *Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*, Beta Yayınları, İstanbul
- Kester, Anne Y (2001). *International Reserves and Foreign Currency Liquidity*, IMF
- Kibritçioğlu A. (2001). *Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969- 2001*, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl:7, Sayı:41, ss. 174-182
- Kmenta, J. (1990). *Elements of Econometrics*,2. Baskı, , Maxwell Macmillan Yayınevi, s555, Nev York
- Krznar I. (2004). *Currency Crisis: Theory And Practice with Application to Croatia*, August, Croatian National Bank, <http://www.hnb.hr/publikac/istrazivanje/w-012.pdf>) (Erişim tarihi:20 Mayıs 2011)

- Krugman, P. (1979). *A Model of Balance of Payments Crises*, Journal of Money, Credit and Banking, 11(3). s. 311–325
- Krugman, Paul (1997). *Currency Crises*, crises.html.at.web.mit.edu
- Krugman, Paul (1998). *What happened to Asia.*, MIT, web.mit.edu/krugman/www/disinter.html, (Erişim tarihi:10 Ekim 2011)
- Krugman, Paul (1999). *Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises*, MIT, s. 2. (<http://web.mit.edu/krugman/www/>). (Erişim tarihi:3 Ekim 2011)
- Krugman, P. (2001). *Crises: The Next Generation?*.,Razin Konferansı için hazırlanan taslak,[http://web Econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf](http://web.Econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf). (Erişim tarihi: 15 Ekim 2011)
- Konulainen, T. (1999). *Currency Crisis Theories-Some Explanations for the Russian Case*, Bofit Discussion Papers, No.1, <http://www.bof.fi/bofit/fin/6dp/abs/pdf> (Erişim tarihi:17 Eylül 2011)
- Kozalı, J. (2007). *Dış Borç Sorunu ve dış Borçların Ekonomik Büyüme zerine Etkisi: Türkiye rneęi*, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat Ana Bilim Dalı Genel İktisat Programı Yüksek Lisans Tezi, İzmir
- Lamfalussy, Alexandre (2000). *Financial Crises In Emerging Markets*, Yale Üniversitesi Dergisi, İngiltere
- Lehto, T. (1994). *The Level of a Central Bank’s International Reserves: Theory and Cross-Country Analysis*, Bank of Finland Discussion Papers, No.15/94, Finlandiya
- Lessard R. Donald. (1986). *International Financing for Developing Countries*, World Bank Staff Working Paper, No:793, Dünya Bankası, Series on International Capital and economic development, no:2
- Mahlebiciler, . (2006). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Dviz Tevdiat Hesaplarının Analizi*, TCMB Uzman Yeterlilik Tezi, Ankara
- Masson, Paul (1998). *Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers And Jumps Between Multiple Equilibria*, IMF Working Paper 98/142, Eylül
- Milesi F. Gian M. ve Razin A. (2000). *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities* İçinde: *Currency Crises* , Düzenleyen Paul Krugman, şikago niversitesi, şikago ve Londra, s.285-323
- Mishkin F. S. (2001). *Financial Policies and the Prevention Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper Series, 8087, Temmuz

- Niahans, Jürg (1970). *The Need for Reserves of a Single Country*, International Reserves Needs and Availability, IMF, s.49-85, Vaşington D.C.
- Pesenti, P. and C. Tille (2000). *The Economics Of Currency Crises And Contagion: An Introduction*, Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York). 6 (3)
- Obstfeld, M. (1994). *The Logic of Currency Crises* , NBER Working Paper No. 4640
- Özel, S.(2005). *Global Finansal Krizler*,1.basım, Deniz Kültür Yayınları, İstanbul
- Özatay, F. (1996). *The Lessons from the 1994 Crisis in Turkey:Public Debt (Mis) Management and Condifence Crisis*, Yapı Kredi Ekonomi Dergisi 7, 1, Temmuz
- Özatay, Fatih (2000). *The 1994 Currency Crisis in Turkey*, Journal of Policy Reform, Vol.3, Issue. 4,s.327-352
- Parasız, İ. (1995). *Kriz Ekonomisi: Hiperenflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*, Ezgi Kitabevi, Bursa
- Rabe, J. M. (2000). *The Efficiency of Early Warning Indicators for Financial Crises*, Konstanz Üniversitesi, http://www.ub.uni-konstanz.de/v13/volltexte/2000/447/pdf/447_1.pdf, (Erişim tarihi: 3 Ekim 2011)
- Radelet, S. Ve J. Sachs (2000). *The Onset of the East Asian Finacial Crisis İçinde: Currency Crises*, Düzenleyen, Paul Krugman, Şikago Üniversitesi, Şikago ve Londra, s.105-153
- Rodrik, D ve Velasco, A. (1999). *Short Term Capital Flows*, NBER Working Paper Series, no 7364
- Sachs, J. (1998). *Alternative Approaches to Financial Crises İçinde: Emerginig Markets, Capital Flows and Financial Crises*, Düzenleyen: Miles Kahler, Kornel Üniversitesi Dergisi, 243-262, İtaka-New York
- Sadıklar, T., *Türkiye'deki Son 20 Yılın Ekonomik Krizleri Konusunda Bir Değerlendirme*, http://www.ekodialog.com/Makaleler/Ekonomik_Krizler_son_20_yil.html, (Erişim tarihi: 10 Ekim 2011)
- Sarı, M. (2004). *Dış borç Yönetimi ve Türkiye Uygulaması*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara
- Şahin, H. (2007). *Türkiye Ekonomisi*. Ezgi Kitabevi, Bursa
- Seyidoğlu, H. (1992). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Yayınları, Ankara

- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslar arası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, Güzem Yayınları, İstanbul
- Şen, A.(2005). *Finansal Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Türkiye Uygulaması*, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- TCMB (2003). *Merkez Bankalarında Rezerv ve Risk Yönetimi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Rezerv Yönetimi*, Temmuz, Ankara
- TCMB, Yıllık Raporlar (1990-2010)
- TCMB (2011). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv ve Risk Yönetimi*
- Uçer, M., R. Van Rijckeghem ve R. Yolalan (1998). *Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey* Yapı Kredi Ekonomi Dergisi, 9, 2, Aralık
- Uygur, E.(1994). *Türkiye'de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği*, İktisat/İşletme ve Finans, 9, 100:42-54
- Uygur E.(2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım Ve 2001 Şubat Krizleri*, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni No: 2001/1
- Yaman, B. (2009). *Uluslararası Rezervler, Türkiye İçin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara
- Yay, G.G. (2001). *1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi*, Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl 7, Sayı 42, Eylül-Ekim, s.1234-1248, Amerika, Düzenleyen Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, Dünya Bankası, Vaşington D.C. s.21-31
- Yeldan, E. (2000). *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler*, <http://www.ileri2000.org/04/yeldan4.htm>, (Erişim tarihi:1 Haziran 2011)
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İletişim Yayınları, İstanbul
- Walters, A. (1997). *Banking Crises -A Prologue İçinde Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America*, Düzenleyen Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, Dünya Bankası, Vaşington D.C, s.17-20
- Wijnholds, J. ve Kapteyn, A. (2001). *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*, IMF Working Paper, No.143
- Woo, Wing T. (2000). *The Unorthodox Origins Of The Asian Currency Crisis* , Asya Ekonomik Bülteni, 02174472, 17 (2)

- Yeldan, E. (1994). *Kamu-Finans Krizinin Ardındaki Etkenlerin Bölüşüm Göstergeleri Açısından İrdelenmesi*, İktisat/İşletme ve Finans, 9, 100:56-73
- Yeldan, E. (2001a). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, Araştırma-İnceleme Dizisi 109, İstanbul
- Yeldan, E. (2001b). *Birinci Yılında 2000 Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi*, Mülkiye Birliği Dergisi, Şubat sayısı
- Yentürk, N. (2003). *Körlerin Yürüyüşü*, İstanbul Bilgi Yayınları, İstanbul
- Yıldıztan, Z.D. (2004). *Finansal Krizler, Erken Uyarı Sistemleri*, Nobel Kitap Yayınevi
- Yılmaz, Ö. Kızıltan, K. Kaya, V. (2005). *İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri*, S.24,s. 77-96

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Tuğba Şimşek
Doğum Tarihi : 09.08.1986
Doğum Yeri : Ankara
Uyruğu : T.C.
Medeni Hali : Evli

EĞİTİM DURUMU

2009-2012 : Yüksek Lisans, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,
Ekonometri Anabilim Dalı, Adana.
2004-2008 : Lisans, Hacettepe Üniversitesi, Fen Fakültesi, Matematik Bölümü, Ankara.
1997-2004 : Ankara Atatürk Lisesi (İngilizce Hazırlık, Ortaokul, Lise), Ankara.

YABANCI DİL BİLGİLERİ

İngilizce : İyi seviyede

İŞ DENEYİMİ

2009- : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Adana Şubesi, Memur.