

KRİZ MODELLERİ ÇERÇEVESİNDE TÜRKİYE 2001 FİNANSAL KRİZİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Umut ÇAKMAK*

Öz:

Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin üç nesil kriz modeli çerçevesinde değerlendirilmesi yapılmış ve hangi nesil kriz modeline ne denli uyduğu araştırılmıştır. 2001 Krizinin 1. Nesil Kriz modeline uymadığı belirlenmiştir. 2. Nesil Modeller, kriz-öncesinde oluşan ekonomik ortamda temel makro ekonomik değişkenlerin, genel olarak, ne krizi kaçınılmaz kılacak kadar kötü ne de krizin oluşmasını kesinlikle engelleyecek kadar iyi olduğu vurgulanır. 2000 yılı Türkiye'sinde, enflasyon oranı, nominal faiz oranı ve faiz-dışı bütçe fazlası gibi bazı değişkenlerde önemli iyileşmeler sağlanmış olması; öte yandan, hem cari işlemler açığı ve mahalli paranın reel-değer kazanmaya devam etmesi gibi dış açığa ilişkin değişkenlerde hem de borç-servis oranı, kamu faiz-ödemelerinin ve bütçe-açıklarının GSMH'ye oranı gibi kamu tasarruf açığına ilişkin değişkenlerde olumsuzluğun devam etmiş olması açısından 2001 krizi bu şablona uymaktadır. Doğu Asya Krizindeki gibi gayri menkul ve menkul piyasalarda balon oluşması olgusuna rastlanmamakla birlikte, Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin olduğu ortamda bankacılık sektöründeki vade uyumsuzluğu, döviz açık pozisyonu, kur ve faiz riski gibi zaaflar açısından, 3. nesil modellerde değinilen bazı boyutlarda benzerlikler gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Türkiye 2001 Krizi, 1. 2. ve 3. Nesil Kriz Modelleri, Finansal Kırılganlık

AN EVALUATION OF THE 2001 CRISIS IN TURKEY IN THE CONTEXT OF THE THREE GENERATIONS OF CRISIS MODELS

Abstract:

The article analyzes and evaluates the 2001 financial crisis in Turkey in reference to Crisis Models and reaches the following conclusion in summary: (i) The 2001 Financial Crisis does not fit the 1st generation Crisis Models. (ii) it fits the 2nd Generation models insofar as a number of fundamentals (such as the current account deficit, the real appreciation of the TL and macro-variables

related to the public deficit such as debt service ratio, and ratios of interest payments, average maturity of outstanding debt stock, budget deficits to GNP) were unsound. (iii) Although bubbles have neither appeared in the real-estate prices nor in the stock-market during the year preceding the February 2001 Crisis, nevertheless it fits the 3rd Generation Currency Crisis Models in so far as the vulnerabilities observed in the banking sector, such as currency and maturity mismatches and the existence high exchange risks deriving from a high ratio of TL-denominated securities in the portfolios of banks and very low ratios of capital to foreign exchange open positions.

Keywords: Turkey 2001 Crisis, 1st, 2nd and 3rd Generation Crisis Models, Financial Vulnerability.

GİRİŞ

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

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

Makale, Türkiye ekonomisini derinden etkileyen 2001 finansal krizinin, kriz modelleri çerçevesinde bir değerlendirmesini içermektedir.

I) 2001 KRİZİNİN 1. NESİL MODELLER ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

1970'lerde Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin nedenlerini ve ortaya çıkış mekanizmalarını anlamaya yönelik olarak Salant-Henderson (1978), Krugman (1979) ile başlayan ve Flood-Garber'in (1984) yaptığı çalışmayla geliştirilen 1. nesil kriz modelleri, krizi tetikleyen temel makro ekonomik faktörlerin önemini

vurgulamakta ve ani spekülâtif atakla başlayan para/döviz krizlerinin nedenlerini, sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği ile tutarsız iktisadi politika uygulamalarına bağlamaktadır. Bu tutarsız politikalara en çarpıcı örnek ise, bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit/yarı sabit kur rejiminin birlikte uygulanmasıdır. Ayrıca 1. nesil modellerde, oluşan bu spekülâtif ataktan önce Merkez Bankası döviz rezervlerinin tedrici olarak azalma eğilimine girdiği ve bu spekülâtif atağın piyasa oyuncularının panik hareketlerinden ve/veya irrasyonel davranışlarından değil, aksine rasyonel bekleyişlerinin bir ürünü olduğu da vurgulanmıştır. Çünkü 1. nesil modellerde, bütçe açığı, enflasyon ve kamu borç stoku gibi temel makro ekonomik göstergeler (fundamentals) finansal bir krize yol açacak ölçüde zayıftır.

Türkiye'nin yaşadığı 2000 Kasım/2001 Şubat krizleri öncesinde, yüksek enflasyonun yanı sıra bütçe açığı ve faiz ödemelerinin GSMH'ye oranı gibi kamu tasarruf açığına ilişkin değişkenlerde ciddi soranlar göze çarpsa da, 1. nesil kriz modelinde yer alan temel iki göstergenin var olmadığı görülür. Bunlardan birisi bütçe açıklarının Merkez Bankası tarafından para arzı yaratılarak kapatılıyor olması, diğeri ise kriz öncesi dönemde Merkez Bankası döviz rezervlerinde oluşması beklenen tedrici azalmadır.

Tablo : 1'de görüldüğü üzere, 1996 yılından sonra Merkez Bankası kaynakları bütçe açığını kapatmak için kullanılmamıştır. Ayrıca 1995-2000 döneminde —Rusya krizini hariç tutarsak— para tabanı artışı, döviz rezervlerindeki artış ile sağlanmıştır. Bu dönem boyunca hükümetlerin borçlanma aracı Net Yurtiçi Borçlanma kısmında gösterilen Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) olmuş ve yurtiçi borçlanmanın vadesi özellikle son iki yılda artmıştır.

Tablo : 1
1995-2001 Yılları Arasında Konsolide Bütçe Açığının Finansmanı

| GSMH'NİN YÜZDESİ (%) | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Konsolide Bütçe Borçlanma Gereği | 3.7 | 8.5 | 7.6 | 7.1 | 11.6 | 10.2 | 17.9 |
| Net Yurtiçi Borçlanma | 3.6 | 7.1 | 8.5 | 8.6 | 12.4 | 7.4 | 12.9 |
| Net Yurtdışı Borçlanma | -1.0 | -0.9 | -1.5 | -1.9 | 0.6 | 2.1 | -2.5 |
| Merkez Bankası Avansları | 1.2 | 1.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Diğerleri | 0.0 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | -1.4 | 0.6 | 7.4 |

Kaynak: Fatih Özatay ve Güven Sak, 2002:129.

Birinci nesil kriz modelleri, mevcut döviz kurunun sürdürülemeyeceğine dair piyasada oluşan beklentinin, mahalli paraya saldırı başlamadan evvel döviz rezervlerinde tedrici bir azalmaya neden olacağını ileri sürer. Ancak Türkiye'nin 2000/2001 krizlerinden önce döviz rezervlerinde tedrici azalma gerçekleşmemiş;

aksine yükselme eğilimi gözlenmiştir (Tablo : 2). Merkez Bankası döviz rezervlerinde sert düşüşler, Kasım 2000'de de, 19 Şubat 2001'de de, sadece kriz başladıktan sonraki haftalarda gözlenmiştir.

Tablo : 2
Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (Milyar S)

| Tarih | Brüt Döviz Rezervi | Tarih | Brüt Döviz Rezervi |
|--------------|---------------------------|--------------|---------------------------|
| 29.12.1995 | 12.383 | 24.11.2000 | 21.583 |
| 27.12.1996 | 16.490 | 01.12.2000 | 18.942 |
| 26.12.1997 | 18.698 | 29.12.2000 | 19.635 |
| 25.12.1998 | 19.815 | 05.01.2001 | 25.097 |
| 31.12.1999 | 23.177 | 14.02.2001 | 27.943 |
| 03.03.2000 | 23.236 | 17.02.2001 | 22.581 |
| 02.06.2000 | 23.605 | 23.02.2001 | 22.581 |
| 01.09.2000 | 24.592 | 30.03.2001 | 18.445 |
| 17.11.2000 | 24.433 | 11.05.2001 | 17.810 |

Kaynak: TCMB

1995 yılından Kasım 2000 yılına kadar ulusal döviz rezervleri artış trendindedir: Merkez Bankası'nın döviz rezervleri 1998 yılı Haziran ayı sonunda 26.7 milyar dolar ile en yüksek seviyesine ulaşmış, ancak Rusya krizinin etkisiyle aynı yılın sonunda 19.8 milyar dolara gerilemiştir. 1999 yılında tekrar artışa geçen döviz rezervleri, 1999 yılı sonunda 23.1 milyar dolara kadar yükselmiştir. İstikrar programının uygulandığı 2000 yılının ilk 10 ayı boyunca da 23-24 milyar dolar civarında dalgalanan döviz rezervleri, Kasım krizinden sadece iki gün önce —yani 17 Kasım itibarıyla— 24.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Kasım krizi sırasında 18.9 milyar dolara düşen ve Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından sağlanan ek kaynak ile tekrar 24 milyar doların üzerine çıkan döviz rezervleri, Şubat krizini takiben tekrar 17 milyar civarına inmiştir. Özetle, 2000 Kasım-2001 Şubat krizlerinden önce ne bütçe açıklarının Merkez Bankası kaynaklarıyla kapatılması, ne de döviz rezervlerinde tedrici azalmanın gerçekleşmesi gözlenmiştir. Dolayısıyla Türkiye'nin yaşadığı finansal krizin, 1. nesil modellerin betimlediği çerçeveye uyduğu söylenemez.

Bir üst paragrafta vurgulanan göstergelerin yokluğu, Türkiye'nin makro dengelerinde ve özellikle kamu maliyesi alanında birtakım önemli ve yapısal sorunların bulunduğu gerçeğini değiştirmez. Ancak belirtmek gerekir ki, 2000 yılında IMF destekli istikrar programı —bir dereceye kadar— kamu finansmanı alanında başarı sağlamıştır. Tablo : 3'ten de görüldüğü üzere, bu program kısa vadeli kamu borcunun GSMH'ye oranını düşürmüştür; kamu sektörü borçlanma gereğini ve konsolide bütçe

Tablo : 3
1995–2001 Dönemine Ait Kamu Maliyesi Göstergeleri (GSMH'nin %'si)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Kamu Sektörü Borçlanma Gereksinimi | 5.0 | 8.6 | 7.7 | 9.4 | 15.5 | 11.8 | 16.4 |
| Faiz Dışı Fazla | 3.3 | 1.7 | 0.1 | 4.3 | 1.8 | 5.6 | 6.4 |
| Konsolide Bütçe Açığı | 4.0 | 8.3 | 7.6 | 7.3 | 11.9 | 10.9 | 16.9 |
| Kısa Dönemli Kamu Borç Stoku | 8.0 | 10.2 | 8.1 | 10.9 | 4.1 | 2.1 | 11.1 |
| Büyüme Oranı | 8.0 | 7.1 | 8.3 | 3.9 | -6.1 | 6.3 | -9.4 |

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve TCMB.

hareketi ile Cari İşlemler Açığı arasındaki ilişkiye dair piyasa beklentisinin olumsuz dönüşmesi gibi faktörler bu krizlerin oluşmasında önemli roller üstlenirler.

II) 2001 KRİZİNİN 2. NESİL MODELLER ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

1992-1993 yıllarında ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) ve 1994 Meksika krizinin 1. nesil modellerin temel özelliklerine uymadığının anlaşılması, 2. nesil kriz modellerinin geliştirilmesine yol açmıştır. İkinci nesil modellerde, sabit/yarı sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde iktisadi ajanların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşimin, kendi kendini gerçekleştiren beklentiler vasıtasıyla oluşan krizlere yol açabileceği vurgulanmıştır. Başka bir ifadeyle, temel ekonomik verilerde ciddi bozulmalar olmaksızın' (bütçe açığı, enflasyon oranı ve döviz rezervleri gibi), iktisadi ajanların içsel ve/veya dışsal nedenlerle de tetiklenebilen beklentilerindeki ani değişimler ekonomide parasal istikrarsızlık yaratabilmekte ve finansal bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli rol oynayabilmektedir (Yay, 2001:1239).

İkinci nesil kriz modellerinde spekülasyon atağın başlaması için Merkez Bankası döviz rezervlerinin kurun savunulamayacak bir düzeye kadar düşmesi şart değildir. Ancak sabit/yarı sabit kur rejimi altında döviz kurunu baskılamamanın ekonomiye önemli maliyetleri olmaktadır. Bu bağlamda ekonomide maliyet artışına yol açan en önemli makro değişken, devalüasyon beklentilerinin neden olduğu yükselen yurtiçi nominal faizlerdir. Artan nominal faizler uzun vadede bu politikayı uygulayan ülkeleri durgunluk içine sokabilmekte; işsizlik ve iktisadi durgunluğu göze almamayan hükümetler ise —ERM krizinde olduğu gibi— yeterli döviz rezervine sahip olsalar dahi döviz kuru politikasında bir değişikliğe yönelebilmektedirler (Obstfeld, 1996:1037-1047; Jeanne, 1997: 263-286).

Türkiye'yi derinden etkileyen 2001 krizinin 2. nesil modeller yardımıyla açıklanabileceğini vurgulayan yazarlar bulunmasına rağmen, finansal krizi tamamen 2. nesil modeller çerçevesinde değerlendirmenin doğru olmayacağını ve bu modellerin 2001 krizinin sadece belirli bir yönüne ışık tutabileceğini vurgulayan yazarlar da mevcuttur. 2001 finansal krizinin 2. nesil modellere benzerliğinin analiz edilmesi için, bu tür modellerin ana vurgu noktası olan temel ekonomik göstergelerdeki seyrin incelenmesinde yarar vardır. Hatırlanacağı üzere 2. nesil modellerde temel ekonomik göstergelerin bozulması, ulusal paraya saldırı için zemin hazırlamasına ve saldırı olasılığını arttırabilmesine rağmen, spekülasyon atağı kaçınılmaz kılacak ölçüde de zayıf bir yapının varlığına delalet etmez. Başka bir ifadeyle, para/döviz krizi geçirmiş ülkelerin kriz öncesi durumları incelendiğinde, şu genel yargıya varılabilir: Her örnek olayda temel ekonomik göstergelerin bazılarında bir takım sorunlar vardır, ama bu sorunların kendi başlarına finansal krizin oluşmasını kaçınılmaz kıldığı, söylenemez.

Tablo : 4
1997–2005 Dönemi Türkiye'nin Temel Makro Ekonomik Göstergeleri

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Enf. Oranı(Tüfe) | 99.1 | 69.7 | 68.8 | 39.0 | 68.5 | 29.7 | 18.4 | 9.3 | 7.7 |
| Faiz Dışt. Büt. Den./GSMH | 0.1 | 4.3 | 1.8 | 5.6 | 6.4 | 3.7 | 5.2 | 6.1 | 5.0 |
| Cari İşl. Denge/GSMH | -1.4 | 1.0 | -0.7 | -4.9 | 2.3 | -0.8 | -3.3 | -5.3 | -6.2 |
| İç Borç Stoku/GSMH | 21.4 | 21.7 | 29.2 | 28.9 | 69.2 | 54.8 | 54.5 | 52.3 | 50.0 |
| Dış Borç/GSMH | 43.3 | 46.8 | 54.9 | 59.0 | 79.0 | 72.2 | 60.8 | 54.0 | 47.2 |
| Reel Kur Endeksi | 116 | 120 | 127 | 147 | 116 | 125 | 140 | 143 | 171 |
| Büyüme Oranı | 8.3 | 3.9 | -6.1 | 6.3 | -9.4 | 7.8 | 5.9 | 9.8 | 5.0 |

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler,1950–2004 ve TCMB.

krizi, "*Temel ekonomik göstergeler, ne spekülataf atağı önleyecek kadar güçlü, ne de spekülataf atağı kaçınılmaz küacak ölçüde zayıftır*" şeklinde özetlenen 2. nesil kriz modellerinin bu betimlemesine uyuyordu, denilebilir.

2000/2001 krizi, 2. nesil modellerin başka bazı temel özelliklerine de sahipti. Örneğin, 2000 Kasım'mda TL'ye yönelen spekülataf saldırı IMF'nin desteğiyle bastırılmış olsa da, uygulanan istikrar programına ve kur çıpasının sürdürülebilirliğine olan güven büyük ölçüde kaybolmuştu. Bunun neticesinde 2000 yılının yaz aylarında %32 düzeylerine inmiş olan kamu borçlanma senetlerinin yıllık bileşik cinsten nominal faiz oranları hızla artma eğilimine girmiş ve 2001 Ocak ayında ortalama %65'leri bulmuştu⁴. Artan nominal faizlerin, yatırım-oranları ve işsizlik üzerine olan negatif etkisi, 2000 Kasım ile 2001 Şubat arasında dönemin kısalığı nedeniyle sınırlı olmasına karşın, kamunun borçlanma maliyetinde artışlara ve borçlanmanın vadesinde kısalmalara yol açmıştı. Dolayısıyla iç borç servis oranı yeniden artmaya başlamış; artan borçlanma maliyetleri ve oluşan belirsizlik ortamı —2. nesil modellerde de vurgulandığı gibi— kur çıpasını sürdürmenin ekonomiye ve kamuya olan maliyetini arttırmıştı.

Bu arada kur üzerindeki baskıyı hafifletmek amacıyla 2001 Temmuz'unda geçilecek olan bant uygulamasının erkene alınması gündeme gelmiş; fakat zamanın ekonomi yönetimi ve siyasi otoritesi, böyle bir girişimin hem hükümete hem de programa olan güveni daha da zedeleyeceği endişesiyle bu alternatife sıcak bakmamıştır. Vurgulamak gerekir ki, Kasım 2000 sonrasında piyasa beklentileri olumsuz istikamette değişmişken ve bu olumsuzluk nominal faizler ve borçlanma maliyetleri gibi temel değişkenlere de yansımışken, siyasi ve ekonomik otoritenin bu endişesi anlaşılır ve rasyoneldi. Bıçak-sırtında seyreden bu ekonominin karşılaşacağı herhangi bir iç veya dış şokun, piyasa beklentilerini, ulusal paraya yeni bir saldırı başlatacak derecede bozması mümkündü. Nitekim 19 Şubat günü Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında meydana gelen siyasi anlaşmazlık 2001 Şubat krizinin tetikleyicisi olmuştur. Hatırlanacağı üzere 2. nesil modeller, ulusal paraya ani ve spekülataf saldırı ile başlayan ve ekonomiyi finansal krize götüren ortamın, iç ve/veya dış şoklar tarafından tetiklendiğini öne sürer. Bu açıdan da 2001 krizi 2. nesil modellere benzerlik göstermektedir⁵.

Gerçi 19 Şubat günkü Milli Güvenlik Kurulu toplantısının hemen ardından, Başbakan Ecevit'in Cumhurbaşkanı Sezer ile düştüğü anlaşmazlığa izafeten "Bu; devletin en üst kademesinde kriz var demektir" şeklindeki demecini "ciddi bir iç şok" olarak nitelendirmek abartı olabilir. Ama buna rağmen söz konusu olay tetikleyici işlevi görmüştür. Acaba görece küçük bir şok, neden ani ve onca şiddetli bir spekülataf saldırıya yol açmıştır? Bu sorunun yanıtı bir evvelki paragrafta yazdıklarımızda ima

edilmiştir: Çünkü Kasım krizinden sonra piyasa beklentileri bozulmuştu ve istikrar programının başarılı bir şekilde yürütülebileceğine dair güven iyice sarsılmıştı ve bu, Kasım krizi atlatılmış olmasına rağmen, Ocak 2001'de yıllık bileşik cinsinden %65'lerde seyreden faizlerde yansiyordu. Kısacası, piyasa bir bahane arıyordu ve başka koşullarda böylesine tepki vermeyeceği bir şoka bu tepkiyi verdi. İşte 2001 krizi, özellikle bu boyutta, 2. nesil kriz modelleri çerçevesine iyi oturmaktadır.

Şubat krizini takiben yürürlüğe konan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 58. ve 59. hükümetlerin de kararlı uygulamaları sayesinde, krizi takip eden beş yıl içinde bazı temel ekonomik göstergelerde —özellikle bütçe açıkları, faiz dışı bütçe fazlası, enflasyon ve nominal faiz oranlarında— önemli iyileşmelere yol açmıştır. Enflasyon oranının 30 yıllık yüksek ve kronik yapısı kırılmış ve tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılmıştır (Tablo : 4). Bu sonuç, makro dengeler açısından en önemli pozitif gelişmelerden biri sayılabilir. Enflasyon oranındaki hızlı düşüş, kamu borçlanma kağıtlarının nominal ve reel faizlerinde paralel düşüşlere yol açmış ve bu sayede kamunun borçlanma maliyeti önemli ölçüde azalmıştır. Borçlanma maliyetinin düşmesi ve sıkı maliye politikasının kararlılıkla sürdürülmesi sonucunda, bütçe açığının GSMH içindeki payı 2005 yılında %2.5 düzeyine, kamunun toplam net borç stokunun GSMH içindeki payı 2001 yılında %90.5'ten 2005 yılında %60'm altına düşmüştür⁶. 2006 yılı için ilk on aylık veriler dikkate alındığında, bütçe açığının ve kamu net borç stokunun GSMH içindeki payları sırasıyla %0.5 ve %55 düzeylerinde gerçekleşeceği öngörülebilir. Kısacası, bu değişkenlerde Maastricht Kriterleri'ne ulaşılmıştır. Faiz dışı bütçe fazlasında 2000 yılında yakalanan yüksek oran bu yıldan sonra da sürdürülebilmiş ve 1990'lı yıllar boyunca istikrarlı bir büyüme performansı gösteremeyen Türkiye, 2002-2005 arasında üst üste yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır. Hemen vurgulamak isterim ki; 2001 krizi sonrasında ekonomide gözlenen bu olumlu gelişmelerin hemen hepsi, 1988-1993 yılları arasında Meksika'da yaşananlara benzemektedir.

Öte yandan, Türkiye'de iç borç servis oranında ve kamu faiz ödemelerinin GSYİH içindeki payında 2001'e kıyasla iyileşme elde edildiyse de, 2002-2005 ortalaması olarak da 2005 gerçekleşmesi olarak da, bu değişkenler, sorunlu-yıllar olarak nitelendirilebilecek 1994-1998 arasındaki ortalamaların altına çekilememiştir⁷. Dışlama etkisinin ölçütü olarak alınması gereken DİBSTERin tüm menkul değerler içindeki payı, 2002-2005 arasında, ortalama %91.5 ile 1985-2005 döneminin en kötü rakamlarına yükselmiştir.

Tablo: 5
İç Borç Servis Oranı, Toplam Faiz Ödemeleri/GSMH ve DİBS'ler (1985-2005)

| Yıllar | İç-Borç Servis Oranı | Toplam Faiz Ödemeleri / GSYİH | DİBS /Toplam Menkul Değerler |
|--------|----------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 1985 | 7.2 | 1.91 | 73 |
| 1986 | 11.2 | 2.60 | 74 |
| 1987 | 13.7 | 3.02 | 72 |
| 1988 | 11.3 | 3.85 | 69 |
| 1989 | 11.3 | 3.59 | 66 |
| 1990 | 10.6 | 3.52 | 61 |
| 1991 | 14.4 | 3.79 | 57 |
| 1992 | 20.0 | 3.65 | 69 |
| 1993 | 26.2 | 5.83 | 71 |
| 1994 | 28.1 | 7.67 | 81 |
| 1995 | 22.2 | 7.33 | 80 |
| 1996 | 32.7 | 10.00 | 87 |
| 1997 | 17.9 | 7.75 | 87 |
| 1998 | 27.0 | 11.54 | 86 |
| 1999 | 32.5 | 13.69 | 86 |
| 2000 | 29.8 | 16.27 | 84 |
| 2001 | 87.3 | 23.27 | 92 |
| 2002 | 50.9 | 18.86 | 92 |
| 2003 | 46.6 | 16.43 | 92 |
| 2004 | 42.7 | 13.19 | 90 |
| 2005 | 35.8 | 9.35 | 90 |

Kaynak: DPT; Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950-2004 ve TCMB.

Bu arada TL sürekli değer kazanmış, reel kur endeksi 170'in üstüne çıkmış (1995=100); CİA/GSMH oranı hızla yükselerek 2005 yılında 2000 yılında yaptığı tarihi zirveyi de (%4.9) aşan bir orana (%6.2) ulaşmıştır. 2006 yılında ise CİA/GSMH oranının %8.0'm üstünde oluşacağı kesinleşmiş görülmektedir.

İşaret etmek isteriz ki, 1989-1994 dönemindeki kriz öncesi Meksika'nın temel makro ekonomik göstergelerindeki gelişimler, Türkiye'nin 2001-2006 verilerindeki gelişimlere çarpıcı bir benzerlik göstermektedir. İki örnekte de, enflasyon, faiz oranları, bütçe açığının ve KKBG'nin GSMH'ye oranları çok önemli ölçüde ve başarıyla düşürülmüştür. Reel kur endeksinde ve cari işlemler açığındaki gelişmeler de 1987-1993 arasında Meksika'da yaşananlara benzerlik göstermektedir¹. Tek belirgin benzerlik, Meksika'nın yarı-sabit kur-çipası kullanırken, Türkiye'nin 2001'den bu yana dalga-kur rejimi uygulamasıdır.

İki ülkede de ekonomiden sorumlu yetkililer, "cari işlemler açığı finanse edildiği sürece sorun değildir" türünden beyanlar vermiştir⁹. Bu söylem bir totolojidir. Cari işlemler açığı ne denli yüksek olursa olsun, elbette finanse edildiği sürece sorun değildir. Dolayısıyla bu totolojik söylem yeni bir soruyu davet eder: "Konjonktür ve beklentiler şu veya bu nedenle (örneğin egzogen veya endojen şoklar nedeniyle) olumsuzla dönüştüğü zaman bile, yüksek oranlarda bir cari işlemler açığını finanse edecek miktarda pozitif net sermaye akımının sağlanabileceği garanti edilebilir mi?" Soru ve sorun budur.

Ekonomiden sorumlu Bakan'a bu soru sorulsa, herhalde, "Öyle bir durumda piyasalar bu bağlamda bir sorun algılsa, dalgalı döviz kuru sistemi uyguladığımız için, bir devalüasyona veya finans krizine neden olmayacak bir biçimde **"gerekli düzeltmeyi"** yapar" diyecektir. "Bunun garantisi var mı? Nedir?" diye sorarsanız, "Dalgalı kur sistemidir" diyecektir. Sorun şu ki, Türkiye'ninki gibi koşullarda piyasalar oluşmakta olan sorunu geç algılar; başka bir ifadeyle, piyasadaki oyuncuların büyük çoğunluğu sorunu algılamalarına rağmen, son ana kadar bekleyip faiz/kur makasından yararlanmaya devam etmeyi yeğlerler. Bu davranış biçimine bir de egzogen şokların ani oluşabileceği ve de gerek para gerek menkul-değerler gerekse döviz piyasalarında, Türkiye'deki piyasa-derinliğinin hala yetersiz olduğu gerçeği de eklenirse, neticede, "piyasanın yapması gereken düzeltmenin" gecikeceği ve geciktiği derecede de "yapılması gereken düzeltmenin" oranı ve miktasının büyük olacağı anlaşılabilir. Düzeltmenin oranı ve miktası büyük olduğu derecede de, dalgalı kur sistemine rağmen, önemli ölçüde bir devalüasyonun görece kısa bir sürede yaşanma olasılığı artar. Dolayısıyla dalgalı kur bütün bu oluşumları engelleyecek sihirli bir tılsım değildir.

Meksika'da yaşanan 1987-1993 sürecinin, 2001 sonrası Türkiye'deki gelişmeleri bunca andırması, Türkiye'nin de güçlü bir olumsuz iç ve/veya dış şok karşısında 1994 Meksika¹⁰ krizine benzer bir kriz yaşama olasılığım gündeme getirmektedir. Çünkü ufukta "güçlü olumsuz şok" olmaya aday olası gelişimler şimdiden görünmektedir:

Bunlardan ilk akla gelenler şunlardır: AKP'nin anayasanın verdiği hakka dayanarak Tayyip Erdoğan'ı veya Bülent Arıç'ı Cumhurbaşkanı seçmesi ve buna karşı gösterilebilecek tepkilerle iç politik ortamda önemli gerginliklerin yaşanması; Güneydoğu'da son 2006 yılının baharından bu yana artan PKK aktivitesinin, giderek Genel Kurmay'ın 1997-98'de "*Düşük Yoğunluklu Harp*" olarak nitelendirdiği görünüme dönüşmeye başlaması ve bunun yaratacağı savunma tepkilerinin demokratikleşme, şeffaflaşma ve "sivilleşme" alanlarında olduğu kadar iktisadi beklentiler alanında da olumsuzluklar yaratma olasılığı; Kıbrıs anlaşmazlığı ve/veya yukarıda değinilen olası olumsuzlukların da etkisiyle AB-Türkiye üyelik müzakerelerinin askıya alınma olasılığı; petrol fiyatlarının hızlıca 100 Dolar'ı aşması ve/veya global bir resesyonun oluşma olasılığı... Bu dört olası şokun ikisi veya üçü birden gerçekleştiği takdirde, büyük olasılıkla, 40 milyar doların üzerinde seyretmekte

olan net sermaye hareketi, cari işlemler açığını kapatmak için gereken 25-30 milyarın çok altına (belki yarısına, belki üçte birine) düşecektir ve hatta negatife dönme ihtimali vardır.

Eğer böyle bir kötü senaryo gerçekleşirse, oluşacak spekülasyon saldırısı Mayıs-Haziran 2006 çalkantısında oluşan "mini-harekete" elbette benzemeyecektir: Çok daha güçlü olacak, kurda ve dolayısıyla nominal faizlerde sert ve yüksek-oranlı artışlara ve dolayısıyla ciddi bir krize yol açabilecektir. Bu şekilde oluşacak finans kriz —eğer oluşursa— 2. nesil modellerin tanımladığı türe, Şubat 2001 krizine kıyasla daha bile iyi uyan bir örnek olur. Çünkü Şubat 2001 krizinde Türkiye'deki hem özel hem kamu bankacılık sisteminin ciddi sorunları vardı. Dolayısıyla yukarıda değindiğimiz gibi, 2001 krizinin birçok özellikleri 2. nesil modellerin betimlemelerine uyuyordu; ama bankacılık sektöründeki zaafılar ve yapısal bozukluklar açısından 3. nesil kriz modellerinin betimlediği bazı nitelikleri de sergiliyordu.

III) 2001 KRİZİNİN 3. NESİL MODELLER ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

1990'lı yılların ikinci yarısından sonra gelişen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin, diğer iki modelden farklı olarak özellikle bankacılık ve finans sektöründeki bir dizi sorunlardan kaynaklanması ve literatüre para ve bankacılık krizleri olarak girmesi, 3. nesil kriz modellerinin altyapısını oluşturmuştur. 1997 Temmuz'unda Tayland'da başlayıp diğer Asya ülkelerine yayılan kriz, bu model çerçevesinde analiz edilmektedir.

Üçüncü nesil kriz modellerinde, finansal serbestleşme sonrası iyi düzenlenmemiş finans ve bankacılık sistemi bulunan ülkelerin uluslararası piyasalardan aşırı ve riskli borçlanmaları, para/döviz ve bankacılık krizlerinin temel sebepleri sayılmıştır. Finansal liberalizasyon sonrası denetim ve düzenlemeleri zayıf bir bankacılığın varlığı; sektörde risk yönetiminin gelişmemesine, sermaye yeterlilik oranının düşük kalmasına, para ve vade uyumsuzluğuna (mismatches) ve gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi ahlaki risk (moral hazard) sorunlarına yol açmaktadır. Böyle bir ortamda yoğun yabancı sermaye girişleri; bankaların yurtiçi piyasalara aşırı borç vermesine, tüketim harcamalarında ciddi artışlara, borsada ve gayrimenkul fiyatlarında patlamaya yol açabilmektedir. Böyle bir gelişme sonrasında ekonominin herhangi bir iç ve/veya dış şok nedeniyle resesyona girmesi, bankacılık sektörünü daha da kırılgan hale getirmektedir (Yay, 2001:1239-1240).

Radalet ve Sachs (1998) ve Chang ve Valesco (1998) ise —3. nesil modeller çerçevesinde— krizlerin banka paniklerinin bir ürünü olduğunu vurgulamışlardır. Asya ülkelerinde sağlam makro ekonomik göstergelere rağmen uluslararası yatırımcıların kendi-kendini-besleyen kötümser beklentilerinden kaynaklanan davranışlarının yol

açtığı finansal dinamiklerin, banka paniği ve finansal kırılganlık olarak yansıdığını belirtmişlerdir.

Türkiye'deki 2001 finansal krizi 3. nesil modellere tıpa-tıp uyan bir örnek teşkil etmiyorsa da, bu modellerin birtakım özelliklerine sahipti. Krizden önce Türk ticari banka bilançolarının sağlıklı yapısını ve artan risk birikimini gösteren bir çok emare mevcuttu. Ancak bankacılık sektöründe risk birikiminin yapısı homojen bir özellik göstermiyordu: Özel bankalar ile kamu bankaları arasında farklılık olduğu kadar, özel bankaların kendi aralarında da önemli farklılıklar gözlemek mümkündü. Her hal-ü kârda Doğu Asya ülkelerindeki gibi 2001 krizinden önce Türk bankacılık sektörünün de, kur ve vade uyumsuzluğu, döviz açık pozisyonları, bazı holding bankalarının bağlı şirketleriyle ilişkilerinde "eş-dost kapitalizmi" (*crony capitalism*) diye nitelendirilebilecek işlemler yapması ve alınmaması gereken riskler üstlenmesi gibi sorunları ve de bu sorunların finansal kırılganlığı büyük ölçüde artırması, 2001 Türkiye ve Doğu Asya krizleri arasında önemli bir benzerlik olarak göze çarpıyordu. 2001 krizinin alt-yapısı, bu boyutlarda, 3. nesil modellerde betimlenen bazı niteliklere uyuyordu.

Ayrıca bankacılık sektörünün, kamunun yüksek borçlanma gereğinin bir sonucu olarak ortaya çıkan bazı sorunları vardı. Bir kere kamu bankaları; "nakit dışı" adı altında, piyasa faizinin çok altında ve piyasada geçerli olan vadeden çok daha uzun vadeli DİBS'leri alma zorunluluğu altındaydı. Bu uygulamanın neticesinde ortaya çıkan "görev zararları", bilançolarının önemli ölçüde bozulmasına yol açmıştı. Ama bu "görev zararları" bütçeleştirilmeyordu. Öte yandan özel bankaların bilançolarında kamu borçlanma senetlerinin payı 1990-2000 arasında sürekli artmıştı. Gerçi kriz dönemleri dışında, özel bankalar portföylerindeki DİBS'lerden iyi getiriler elde ediyorlardı. Ama öte yandan kriz dönemlerinde bilançolarına çok büyük zararlar yazıyorlardı —öyle ki, daha önceki yıllar DİBS portföylerinden elde etmiş oldukları kârların önemlice bir kısmı silip süpürülmüş oluyordu. Hatta Demirbank gibi büyük ve aslında sağlam olan bir banka, "hortumlanmış" oldukları için değil de portföyünde çok ağırlıklı olarak DİBS tuttuğu için ve de Kasım krizinde, TCMB, net iç varlıklara program gereği konmuş olan tavanı ihlal etmemek amacıyla "son borç başvuru mercii" işlevini yapmadığı (veya yapamadığı) için battı". Batarken de olumsuz beklentilerin ve piyasada zaten oluşmuş bulunan likidite darlığının daha da beter hale sokan bir domino etkisi yaptı. Bütün bunların yanı sıra, 1990-2001 arasında bankacılık sektörü aktiflerinin giderek önemli bir kısmının krediler yerine kamunun iç tasarruf açığını karşılamaya yönelmesi, sektörün reel kesime olan desteğinin azalmasına ve ciddi bir dışlama etkisine neden oldu.

Bankacılık sektöründeki bu gibi zaafırlar açısından 2001 Türkiye krizinin 3. nesil kriz modeline benzediği öne sürülebilir. Öte yandan, gerek borsa dahil menkul gerekse gayrimenkul piyasalarında Doğu Asya krizinden evvel gözlenen balonların 2001 krizi öncesinde Türkiye'de oluşmuş olduğu söylenemez. Üstelik —ve belki de daha önemlisi— Doğu Asya ülkelerinde gözlenen oldukça sağlam temel makro ekonomik göstergeler

yerine, Türkiye'de Asya ülkelerine kıyasla oldukça zayıf makro ekonomik dengeler mevcuttu. Türkiye ekonomisi, 2000 yılında yürürlüğe giren istikrar programı sayesinde enflasyon ve kamu maliyesi gibi temel makro ekonomik dengelerde bir miktar iyileşme sağlamış olsa da, Asya-6 ülkelerinin 1996'daki "temel ekonomik göstergeleri" (*fundamentalleri*) 2000 Türkiye'sinin temel ekonomik göstergelerinden çok daha iyi durumdaydı. Dolayısıyla denilebilir ki, 2001 krizi, temel makro değişkenlerin arz-ettiği görüntü açısından, 2. nesil modellerin vurguladığı çekirdek bir niteliğe uyuyordu: Türkiye'nin 2000 yılındaki temel ekonomik göstergeleri bir krizi kaçınılmaz kılacak kadar zayıf değildi; ama egzogen bir şok olduğu takdirde spekülative bir atak ve akabinde oluşacak bir finans kriz için kesinlikle uygun bir zemin teşkil ediyordu. Nitekim temel ekonomik göstergelerin başka türlü olduğu bir ülkede ufak sayılabilecek bir egzogen şok, 19 Şubat'ta ani ve şiddetli bir spekülative saldırının başlaması için bahane oldu ve üç gün içinde, hükümet, kur-rejimini ve programı terk etme seçeneğini daha az maliyetli buldu; yani "opt-out" seçeneğini yeğleme durumunda kaldı. İşte bu manzara, 3. nesil kriz modeline değil de, 2. nesil modele çok daha iyi uymaktadır.

Ama öte yandan, 2000 yılsonu itibarıyla Türk Bankacılık sistemindeki zaafaların yarattığı kırılganlık açısından 2001 Şubat krizi 3. Nesil modellerde betimlenen tabloya iyi uymaktadır. Bu zaafalar, geri dönmeyen kredilerin toplam kredileri oranı, döviz açık pozisyonlarının yüksekliği ve kur uyumsuzluğu, vade uyumsuzluğu ve toplam mevduat içinde 6 ay ve daha düşük vadeli mevduat oranının %15 gibi çok düşük rakamlara ulaşmış olması gibi verilerde yansyordu. Şimdi bu konudaki verilere özetle bakıp, Türk Bankacılık Sistemi'nin 2001 krizi öncesi zaafaları hakkında bu verilere dayanarak özet saptamalar yapmak istiyoruz.

A) Türkiye Ekonomisinde Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı

2001 finansal krizinden önce Türk bankacılık sektörü Doğu Asya ülkelerinin karşılaştığı benzer sorunları yaşıyordu. Yaşanan bu sorunlara ilişkin bir kısım veri aşağıda sunulmuştur: Tablo 6'da, bankacılık sektörü toplam kredi hacminin GSMH'ye oranı ile kredi hacminin reel büyüme oranı sunulmuştur. Bankacılık sektöründe hızlı kredi büyümesi —literatürde de sıkça vurgulandığı üzere— ekonominin fazlaca ısındığını ve sektörün kredi riskinin arttığını gösteren önemli bir sinyaldir. Tablodan da görüldüğü üzere, 2000 yılında reel kredi hacminin büyüme oranı oldukça yüksektir. Fakat reel kredi hacmi 1995 ve 1996 yıllarında da art arda çok daha yüksek bir büyüme oranı ile artmıştır (%18.6 ve %24.6'a kıyasla 2000'de %17.4). Daha da önemlisi, bu artışlar Kredi Hacmi/GSMH oranını 1995-1997 arasında yaklaşık %30 oranında arttırırken, 1998, 1999 ve 2000 yıllarında söz konusu oran yaklaşık sabit kalmıştır. Öyleyse bu iki değişkendirdeki gelişmelerin, 2001 krizi için bir sinyal vermiş olması söz konusu olamaz.

Tablo : 6
Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000a | 2000 | 2001 |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| Toplam Kredi Hacmi/GSMH (%) | 20.4 | 23.9 | 26.2 | 20.8 | 20.7 | 21.0 | 21.1 | 18.2 |
| Reel Kredi Hacmi Büyümesi(%) | 18.6 | 24.6 | 7.7 | -14.7 | -13.6 | 17.4 | 17.4 | -28.2 |

Kaynak: TCMB. Aktaran: Özatay ve Sak, 2002:137.

a . Eylül 2000 sonu değerleri

Ekonomide finansal kırılganlığın ne ölçüde arttığı hakkında bir fikir edinebilmek ve bankacılık sektörünün maruz kaldığı risklerin üzerine bir ışık tutabilmek için 1995–2001 dönemini kapsayan çeşitli rasyolar aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Tablo : 7; özel bankalar, kamu bankaları, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fon'una (TMSF) bağlı bankalar ve yabancı bankalardan oluşan tüm bankacılık sistemi verilerini kapsamaktadır. Tablodan da görüldüğü üzere, geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranının 1995–1997 ortalaması 2.5 iken, 1998 yılında 7.2'e çıkmış ve 1999–2000 ortalaması 11.2'i bulmuştur. 1995 yılından sonra geri dönmeyen kredilerde gözlenen hızlı yükseliş, sektörün kırılganlığının arttığını gösteren önemli bir gelişmedir (Ortalamalar Tablo : 7'deki verilerden hesaplanmıştır).

Tablo : 7
Bankalara İlişkin Temel Göstergeler (%), 1995-2001^a

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000b | 2000c | 2000d | 2000 | 2001 |
|---|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|
| Gerİ Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler | 2.8 | 2.2 | 2.4 | 7.2 | 10.7 | 9.8 | 9.7 | 9.3 | 11.6 | 18.6 |
| FX Varlıklar / FX Yükümlülükler e | 99.6 | 93.6 | 89.6 | 84.9 | 79.4 | 74.3 | 73.0 | 71.6 | 75.9 | 81.0 |
| FX Yükümlülükler – FX Varlıklar (milyar dolar) | 3.0 | 2.3 | 5.0 | 8.4 | 13.2 | 17.2 | 19.2 | 20.9 | 17.4 | 12.4 |
| Likit FX Varlıklar / FX Yükümlülükler | 44.8 | 44.6 | 41.0 | 39.3 | 40.0 | 36.6 | 35.2 | 34.4 | 35.9 | 38.3 |
| Varlıklar/Yükümlülükler (3 ay veya daha az vadeli) | - | - | 45.8 | 45.7 | 46.3 | 40.8 | 41.8 | 43.9 | 37.9 | 43.9 |
| 6 Ay ve Daha Fazla Vadeli Mevduat/Toplam Mevduat | 26.1 | 26.6 | 24.7 | 22.9 | 28.2 | 19.8 | 18.7 | 19.3 | 15.1 | 11.6 |

Sak, 2002:138.

- a. 1995 Aralık ile 2001 Eylül dönemini kapsamaktadır.
- b. 2000 Mart sonu itibariyle.
- c. 2000 Haziran sonu itibariyle.
- d. 2000 Eylül sonu itibariyle.
- e. FX: Döviz cinsinden.

Finansal krizden önceki dönemde bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonlarının büyümesi de yapısal bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Sektörün döviz açık pozisyonu (FX Yükümlülükler-FX Varlıklar), 1997 yılından sonra hızla artma eğilimine girmiş ve 2000 yılında rekor düzeylere ulaşmıştır: 1995-1996 ortalaması 2.8 milyar dolar olan bankacılık sektörü döviz açık pozisyonunun 1997-1998 ortalaması 6.7'e çıkmış; 1999 yılında ise 13.2 milyar doları bulmuştur. Kasım 2000'deki spekülâtif saldırı denemesinden hemen önce ise sektörün döviz cinsinden yükümlülükleri ile varlıkları arasındaki fark 21 milyar dolardı. Kasım ayında döviz talebindeki hızlı tırmanışta bunun önemli bir rolü vardı: Sektör, yakında yetkililerin döviz kuru rejimini terk edebileceği olasılığının yükseldiğini görüp, hükümet *opt-out* opsiyonunu kullanmadan ve döviz kuru yükselmeden döviz açık pozisyonunu kapatmak çabasına girdiği anlaşılmaktadır. Nitekim sektörün döviz açık pozisyonu Eylül 2000 ile 31 Aralık 2000 arasında 3.5 milyar dolar azalmıştır. Bu demektir ki, Kasım çalkantısı sırasında bankacılık sektörü, Merkez Bankasından en az 3.5 milyar dolarlık döviz satın alıp döviz yükümlülüklerinden bir kısmını kapatmıştır. Dolayısıyla Merkez Bankası döviz rezervlerinde Kasım-Aralık döneminde gözlenen düşüşün yaklaşık 3.5 milyar dolarlık kısmı, bankacılık sektörünün almış olduğu konsorsiyum kredilerinin hiç olmazsa bir kısmını, "olur da kur fırlarsa..." endişesiyle, erken kapatma girişiminden kaynaklanmaktadır. Döviz açık pozisyonuna ilişkin aynı sorun ve benzer davranış, bankacılık sektörü dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren büyük şirketlerin önemli bir kısmı için de geçerliydi.

Ayrıca işaret etmek gerekir ki, likit döviz cinsinden varlıkların döviz cinsinden yükümlülüklerle oranı, 1999 sonu itibariyle %40'lardan başlayarak 2000 yılının boyunca sürekli gerilemiş ve Eylül-Ekim 2000 itibariyle %35'lerin altına düşmüştür. Bu olgunun da ardında, 2000 yılının ilk 9 ayı boyunca programın başarıyla yürüyeceğine dair beklenti yaygınken, bankacılık sektörünün konsorsiyum kredileri alıp DİBS'lere plase ederek döviz cinsinden yüksek getiri elde etme hesabı yatmaktadır. Portföylerini bu hesaba dayanarak düzenleyenler Şubat 2001'de hüsrana uğramışlardır. Her halükârda bu iki istatistikteki gelişmeler; sektörün ne ölçüde kur riski üstlendiğini ve olası sermaye çıkışları karşısında sistemin ne denli kırılğan olduğunu göstermektedir.

Vade uyumsuzluğu sorunu da, 2001 krizi öncesindeki Türk bankacılık sektörünün diğer bir yapısal özelliği idi. Sektörün yükümlülükleri daha kısa vadeli iken, varlıkları daha uzun vadeli bir yapı sergilemekteydi. 1995-2001 arasında Türk bankacılık sektörünün kısa vadeli (3 ay veya daha az vadeli) alacakları, kısa vadeli yükümlülüklerinin yarısından azını ödeyebilir durumdaydı. Üstelik 1997-1999 arasındaki üç yıl boyunca %46 civarında sabit kalmış olan bu oran, 2000 yılı boyunca sürekli gerilemiş ve eylül sonu itibariyle 38.3'e, yıl sonunda ise %37.9'a düşmüştü (Tablo 7). Ayrıca 6 ay ve daha fazla vadeli mevduatın toplam mevduat içindeki payı, 2000 yılı boyunca tedrici ve önemli oranda düşüş göstermiştir. 1995-1998 arasında

Tablo : 8
Özel ve Kamu Bankalarının Yapısal Özellikleri (%), 1997-2001a

| | Banka | 1997 | 1998 | 1999 | 2000b | 2000c | 2000d | 2000e | 2001 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Krediler / DİBS | Özel | 113.7 | 119.2 | 82.5 | 93.2 | 102.4 | 111.3 | 130.7 | 144.9 |
| | Kamu | 86.2 | 87.8 | 66.2 | - | - | - | 59.2 | - |
| FX / TL Mevduat | Özel | 212.2 | 201.6 | 274.6 | 285.0 | 279.9 | 299.9 | 209.2 | 237.5 |
| | Kamu | 46.3 | 35.6 | 26.4 | 31.6 | 32.4 | 33.1 | 29.3 | 37.1 |
| Faiz Kazancı Varlıklar/ | Özel | 67.8 | 63.6 | 63.2 | 60.7 | 61.8 | 60.9 | 58.0 | 52.7 |
| Toplam Varlıklar | Kamu | 36.6 | 35.3 | 28.8 | - | - | - | 31.8 | - |
| Biriken Görev Zararları/ | | | | | | | | | |
| Toplam Varlıklar | Kamu | 27.0 | 27.5 | 32.0 | - | - | - | 30.6 | - |

Kaynak: TCMB ve Türkiye Bankalar Birliği, Aktaran: Özatay ve Sak, 2002:141.

- a. 2001 Haziran ayı sonu itibarıyla.
- b. 2000 Mart ayı sonu itibarıyla.
- c. 2000 Haziran ayı sonu itibarıyla.
- d. 2000 Eylül ayı sonu itibarıyla.
- e. 2000 Aralık ayı sonu itibarıyla.

bankalarının faiz riskine; özel bankaların ise döviz kuru riskine çok daha açık olduğunu göstermektedir. Belirtmek gerekir ki, özel bankaların yükümlülükleri arasında yer alan döviz cinsinden mevduatın yüksekliği ve de döviz açık pozisyonlarının büyüklüğü, döviz kurunun hızla yükseldiği bir finans krizi esnasında bu bankaların kırılganlığını arttıran önemli bir faktördür.

Faiz getirişi olan varlıkların toplam varlıklara oranı, kamu bankalarında özel bankalara kıyasla hep daha düşüktü. Bu oran 2000 yılında özel sektörde %60 civarındayken, kamu bankaları için %29-32 arasındaydı. Faiz getirişi olan varlıkların DİBS ve özel sektöre verilen krediler olarak dağılımına bakılacak olursa, döviz kuruna dayalı istikrar programının yürürlüğe girdiği 1999 yılının sonunda özel bankaların aktiflerindeki toplam kredi hacminin kamu borçlanma senetlerine oranı %82 düzeyine kadar gerilemişti ve bu önemli ölçüde bir "dışlama" etkisinin varlığını yansıtıyordu. Söz konusu oran, özel bankalardaki DİBS stokunda düşüş olmamasına rağmen 2000 yılında iyileşen beklentiler ve artan kredi hacmi nedeniyle hızla yükselme eğilimine girmişti¹². Kamu bankaları açısından aynı oran, ticari kredi portföyünün küçüklüğü ve de Hazine'nin borçlanma gereksinimine yardımcı olmak üzere yaptıkları düşük-faizli ve uzun-vadeli "nakit dışı DİBS alımları" nedeniyle 1990'lı yıllar boyunca hep özel sektör bankalarına kıyasla daha düşük gerçekleşmişti. Bu fark, Tablo : 8'de görüldüğü üzere 2000 yılı sonunda daha da artmıştı.

SONUÇLAR

2001 finansal krizinin oluşumu ve yapısı, literatürde 3 nesil olarak tanımlanan kriz modellerinin her birine tam anlamıyla benzerlik göstermese de, özellikle 2. ve 3. nesil modellerin temel bazı özelliklerine uyduğu söylenebilir.

2001 finansal krizinden önce Türkiye ekonomisinde —1. nesil modellerde vurgulandığı şekliyle— yüksek enflasyon, bütçe açığı, kamunun faiz ödemeleri ve toplam borç stoku gibi temel makro ekonomik değişkenlerde (fundamentals) ciddi sorunlar göze çarpsa da, 1. nesil kriz modellerinde yer alan temel iki varsayımın var olmadığı görülür. Bunlardan birisi bütçe açıklarının Merkez Bankası tarafından para arzı yaratılarak kapatılıyor olması, diğeri ise kriz öncesi dönemde Merkez Bankası döviz rezervlerinde oluşması beklenen tedrici azalmadır. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisini derinden etkileyen 2001 finansal krizinin, 1. nesil modellerin tipik özelliklerine uymadığı söylenebilir.

Şubat 2001 krizi 1. nesil modellerin temel özelliklerine benzerlik göstermemesine rağmen, 2. ve 3. nesil kriz modellerinin önemli bir takım unsurlarını yapısında barındırdığı görülür. Örneğin; 2000 yılında uygulanan enflasyonu düşürme programı bazı makro değişkenlerde iyileşme sağlamışsa da, temel ekonomik göstergeler, halâ bir spekülâtif atağı mümkün kılacak ölçüde zayıftı. Dolayısıyla, Türkiye'nin 2000/2001 krizi, *"Temel ekonomik göstergeler, ne spekülâtif atağı önleyecek kadar*

güçlü, ne de spekülâtif atağı kaçınılmaz kılacak ölçüde zayıftır" şeklinde özetlenebilen 2. nesil kriz modellerinin bu betimlemesine uyuyordu, denilebilir.

Ayrıca hatırlanacağı üzere, 2. nesil modeller, ulusal paraya ani ve spekülâtif saldırı ile başlayan ve ekonomiyi finansal krize götüren ortamın, iç ve/veya dış şoklar tarafından tetiklendiğini öne sürerdi. Kasım 2000 mini faizinden sonra zaten bıçak-sırtında seyreden ekonominin, 19 Şubat günü Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında meydana gelen siyasi anlaşmazlık sonucunda 2001 Şubat krizine sürüklenmesi, bu açıdan da 2001 krizin 2. nesil modellere benzerliğini göstermektedir. Belirtmek gerekir ki, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizinin öncesinde Merkez Bankası döviz rezervlerinde tedrici ve/veya ani azalma yaşanmamıştır. Bu gelişmede 2. nesil modellerin tipik özellikleri arasındadır.

Türkiye'de yaşanan 2001 finansal krizi, Asya ülkelerinin aksine sağlam olmayan temel ekonomik göstergelerin varlığı açısından 3. nesil kriz modellerine tıpatıp uyan bir örnek teşkil etmiyorsa da, bu modellerin betimlediği birçok özelliği sergiliyordu. Üçüncü nesil kriz modellerinde, finansal serbestleşirle sonrası iyi düzenlenmemiş finans ile denetim ve düzenlemeleri zayıf bir bankacılık sisteminin varlığı, para/döviz ve bankacılık krizlerinin temel sebepleri sayılmıştı. Bu bağlamda 2001 krizinden önce Türk ticari banka bilançolarının sağlıklı yapısını ve artan risk birikimini gösteren bir çok emare mevcuttu. Bağlı şirketlerine piyasa faizinin altında faizlerle aşırı kredi verme Türk Bankacılık sektörünün zaaflarından biriydi ve (Demirbank hariç) kriz esnasında ve sonrasında batan ve TMSF'ye devredilen özel bankaların hemen hepsi aynen bu nedenle batmıştı. Bankaların döviz açık pozisyonları yüksekti ve bankacılık sektörü Kasım 2000 itibarıyla hem önemli boyutta kur riski yüklenmişti, hem de para ve vade uyumsuzluğundan muzdaripti.

SONNOTLAR

İkinci nesil kriz modellerinde, "Temel Ekonomik Göstergelerin" durumu Obstfeld tarafından şu şekilde ifade etmiştir: "*Temel ekonomik göstergeler, ne spekülâtif atağı önleyecek kadar güçlü, ne de spekülâtif atağı kaçınılmaz kılacak ölçüde zayıfta*"¹ (Obstfeld, 1996:1041).

² Emirkadı, 2005:41; Wälti, 2003:11.

³ Özatay ve Sak, 2003:125; Özkan, 2005:570.

⁴ Kasım krizinin atlatılmış görünmesine rağmen faiz oranlarının %65'e tırmanmış olması, açıkça, piyasa aktörlerinin büyük çoğunluğunun, bir yıl içinde kur-çıpasının terk edilebileceğine ve kurun en az %40-%50'lik bir düzeltme geçireceğine attetikleri olasılığın çok yüksek olduğunu kanıtlar. Ama buna rağmen, IMF yetkilileri de Türk yetkililerde "durumun iyi olduğunu," "İstikrar programının rayında yürüdüğüne ve bir sorun olmadığını" ve "ufukta, kur-çıpasından vazgeçmeyi gerektirecek herhangi bir finansal kriz belirtisi olmadığını" söyleyen veya ima eden beyanatlara veriyorlardı. Bu beyanatlara, piyasaların sarsılmış güvenlerini geri getirmeye yardımcı olsun diye mi veriyorlardı, yoksa söylediklerine inanacak kadar "saf veya "aşırı ve irrasyonel biçimde iyimser" iniydiler? Bu sorunun yanıtını bilmek isterdim.

Kasım ve Şubat krizlerinden önce önemli addedilemeyecek miktarlarda yabancı sermaye çıkışı yaşanmış, ama Merkez Bankası döviz rezervlerinde önemli düşüşler gözlenmemiştir. Sadece bu iki spekülâtif saldırı esnasında sert düşüşler yaşanmıştır. Bu açıdan da Şubat 2001 krizinin 2. nesil modellere uyduğu söylenebilir.

Toplam kamu net borç stoku; iç borç ve dış borç stoku (Toplam kamu brüt borç stoku), Merkez Bankası Net Varlıkları, Kamu Mevduatı ve İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları'ndan oluşmaktadır (Kaynak: www.hazine.gov.tr; 2006).

1994-1998 ortalaması olarak, İç Borç Servis Oranı %25.5; Toplam Faiz Ödemeleri/GSYİH ise %S.85 gerçekleşmiştir.

1993 yılında, krizden bir yıl evvel Meksika'daki CİA/GSMH oranı %8.0 gerçekleşmişti. 2006 yılı Türkiye için aynı oranın %8.5 -%9.+ olarak oluşacağı tahmin edilmektedir. 1987-1993 yılları arasında Meksika'da yaşanan ekonomik gelişmeler için Bkz: Milcsi-Ferretti ve Razin, 1996:51-52. Türkiye'de hala vermektedir; ama bu tür beyanların yoğunluğu Mayıs-Haziran çalkantısından sonra azalmışa benzemektedir.

Meksika'da 1994 yılında krizi tetikleyen üç iç/dış şok yaşanmıştı: Mart ayında Başkan adayı Colosio bir suikasta kurban gitti. Yaz aylarında Meksika'nın geri kalmış bir bölgesi olan Yucatan yarımadasındaki kızıl-derili yerliler ayaklandı ve ayaklanma bir askeri harekâtle kanlı bir şekilde bastırıldı. Bu arada ABD'de FED faiz oranlarını yükseltmeye başlamıştı. Bu üç şok 1994 yılı sonunda ulusal paraya güçlü bir saldırıyı tetikledi (Bengi. Köse ve Uğur, 1998:7).

Demirbank'ın, 2000 yılında yapılan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihracının yaklaşık %15'ini aldığı ve toplam DİBS stokunun yaklaşık %10'unu taşıdığı tahmin ediliyordu (Uygur, 2001:11).

Artan kredi hacminin (inansal kırılgnlığı arttırdığı ise 3. nesil Kriz Modellerine ilişkin literatürde sıkça vurgulanmaktadır. Ama Türkiye'de 2000 yılında, finansal kırılgnlığı arttıran öğelerin kredi hacminde gözlenen bu artıştan ziyade, daha evvel değindiğimiz, döviz açık pozisyonlarının büyüklüğü, vade ve kur uyumsuzluğu gibi faktörlerden kaynaklandığı kanısındayım.

KAYNAKÇA

- CHANG, Roberto and A. VELASCO (1998), "The Asian Liquidity Crisis", *NBER IWorking Paper*, No: 6796, pp. 1-59.
- EİCHENGREEN, Barry, A. K. ROSE and C. WYPLOSZ (1995), "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, No : 21, pp. 251-312.
- EMİRKADI, Ömer (2005), "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler", *Sosyo Ekonomi Dergisi*, Sayı 2, ss. 36-62.
- FLOOD, Robert and P. M. GARBER (1984), "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, Vol: 17, pp. 1 -13.
- FRANKEL, Jeffrey A. and A. ROSE (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, Vol: 4, pp. 351-366.
- .JEANNE, Olivier (1997), "Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test", *Journal of International Economics*, Vol:43, pp. 263-286.
- KİBRİTÇİOĞLU, Bengi, B. KÖSE ve G. UĞUR (199S), "A Leading Indicators Approach To The Predictability Of Currency Crises: A Case Of Turkey", *Hazine Dergisi*, Sayı 12, ss. 1-27.
- KRUGMAN, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No : 3, pp. 310-325.

Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye 2001 Finansal Krizinin Değerlendirilmesi I 101

- MILESI-FERRETTI. Gian Maria and A. RAZIN (19%), "Current-Account Sustainability", *Princeton Studies in International Finance*, Vol. 81, pp. 1-78.
- OBSTFELD, Maurice (1996), "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*. Vol. 40, pp. 1037-1047.
- ÖZATAY, Fatih ve G. SAK (2002), "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis", *Brookings Trade Forum*, Editors: Dani Rodrik. Susan M. Collins, Brookings Institution Press, Washington, pp. 121-172.
- ÖZKAN. F.Gülçin (2005), "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck", *The World Economy*, Vol. 28, pp. 541-572.
- RADALET, Steven and J. SACHS (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crises", *NBER Working Paper*, No : 6680, pp. 1-74.
- SACHS. Jeffrey, A. TORNELL and A. VELASCO (1996), "Financial Crisis in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp. 147-215.
- SALANT, Stephen and D. HENDERSON (1978), "Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold", *Journal of Political Economy*, Vol. 86, pp. 627-648.
- UYGUR, Ercan (2001), "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No : 1, ss. 1 -36.
- WÄLTI, Sebastien (2003), "Simple Models of Currency Crises", <http://signe.krogstrup.com/IE/Archive/Walti2003.pdf>: pp.1-17 (5.8.2005).
- YAY, G. Gülsün (2001), "1990Tı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı:42, Cilt 2, ss. 1234-1248.