

**ÖNCÜ GÖSTERGELER YAKLAŞIMIYLA TÜRKİYE'DE 2000 KASIM-2001  
ŞUBAT KRİZLERİ VE SONRASININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

**Ceyda ERDEN**

**Yüksek Lisans Tezi**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Danışman: Prof.Dr.Ergül HAN**

**Eskişehir**

**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**Ağustos 2003**

## ABSTRACT

In 1990's, emerging markets had been shaken too many times by financial crises. As they became frequent, it brought discussions about predictability of the crises. In this sense, a lot of theoretical and empirical studies have been done. The widest and detailest study is Kaminsky, Lizondo and Reinhart's leading indicators approach. For this reason, same approach has been used in this study.

The aim of the study is to search predictability of Turkey's 2000 November and 2001 February crises by that approach. With this aim, the indicators which was claimed to lead crises have been examined separately by using data between 1995 and 2001. Data mentioned have taken us to reliable signals. Over and above these, in fact, crises had been predicted twenty four months before those crises.

Another aim of this study is to examine if there is a probability of a new crisis for the existent term by using the same approach and data between 2001 and 2003, for the next twenty four months. Finally, we came to an interesting and significant result. Although Turkish economy is improving positively in 2003, certain indicators had given signal for a crisis in 2001 and 2002.

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ceyda ERDEN'in "Öncü Göstergeler Yaklaşımıyla Türkiye'de 2000 Kasım-2001 Şubat Krizleri ve Sonrasının Değerlendirilmesi" başlıklı tezi 27 Ağustos 2003 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İktisat (İktisat Politikası) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışman) : Prof.Dr.Ergül HAN  
Üye : Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR  
Üye : Yrd.Doç.Dr.Mehmet BAŞAR

Prof.Dr.Nurhan AYDIN  
Anadolu Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ.....	x
TABLolar LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

### Birinci Bölüm

#### FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİ

1. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ VE FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK MODELLER.....	3
1.1. Finansal Kriz Türleri.....	3
1.2. Finansal Krizlere Yol Açan Faktörler.....	6
1.2.1. / Faiz Oranlarının Artması.....	6
1.2.2. / Hisse Senedi Fiyatlarının Düşmesi.....	7
1.2.3. Belirsizliklerin Artması.....	7
1.2.4. Banka Panikleri.....	8
1.2.5. / Fiyat Düzeyinde Beklenmedik Azalma.....	8
1.3. Finansal Kriz Modelleri.....	10
1.3.1. Birinci Nesil Modeller.....	10
1.3.2. İkinci Nesil Modeller.....	12
1.3.3. Üçüncü Nesil Modeller.....	14
1.3.4. Ampirik Kriz Modelleri.....	15

2. KRİZLERİN ÖNGÖRÜLMESİNDE ÖNCÜ GÖSTERGELER YAKLAŞIMI.....	16
2.1. Öncü Göstergeler Yaklaşımına Konu Olabilecek Göstergelerin Seçilmesi.....	17
2.2. Öncü Göstergeler ve Eşik Değerleri.....	22
2.3. Göstergelerin Etkinliğinin Saptanması.....	23
2.4. Göstergelerin Anlamlılıklarının İncelenmesi.....	25
2.5. Öncü Göstergeler Yaklaşımında Kullanılan Göstergelerin İncelenmesi.....	30
2.5.1. Uluslararası Rezervler.....	31
2.5.2. İhracat.....	31
2.5.3. Dış Ticaret Haddi.....	32
2.5.4. Reel Döviz Kurunun Trend Değerinden Sapması.....	32
2.5.5. Aşırı Değerli M1 Dengesi.....	33
2.5.6. M2 Para Çarpanı.....	33
2.5.7. Yurtiçi Kredilerin GSYİH'ya Oranı.....	34
2.5.8. Reel Mevduat Faiz Oranı.....	35
2.5.9. M2/Brüt Uluslararası Rezervler.....	35
2.5.10. Üretim Endeksi.....	36
2.5.11. Hisse Senedi Fiyat Endeksi.....	36

## İkinci Bölüm

### ÖNCÜ GÖSTERGELER YAKLAŞIMI İŞİĞİ ALTINDA 2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT KRİZLERİ

1. 2000 YILI ENFLASYONU DÜŞÜRME PROGRAMI.....	37
1.1. Program Öncesi Gelişmeler.....	37
1.2. Programda Alınan Kararlar.....	38

1.2.1.	Döviz Kuru Politikası .....	39
1.2.2.	Para Politikası .....	42
1.2.3.	Maliye Politikası .....	46
1.2.4.	Gelirler Politikası .....	46
1.2.5.	Yapısal Reformlar .....	47
1.3.	Programın Değerlendirilmesi .....	47
1.4.	Programın Uygulama Sonuçları .....	50
2.	2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT KRİZİ .....	57 ✓
3.	KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİNİN ÖNCÜ GÖSTERGELER ARACILIĞIYLA DEĞERLENDİRİLMESİ .....	61 ✓
3.1.	Uluslararası Rezervler .....	62
3.2.	İhracat .....	65
3.3.	Dış Ticaret Haddi .....	66
3.4.	Reel Döviz Kurunun Trend Değerinden Sapması .....	67
3.5.	Dar Tanımlı Para Arzı (M1) .....	69
3.6.	M2 Çarpanı .....	71
3.7.	Yurtiçi Kredi/GSYİH .....	72
3.8.	Reel Mevduat Faiz Oranı .....	73
3.9.	M2/Brüt Uluslararası Rezervler .....	75
3.10.	Üretim Endeksi .....	76
3.11.	Hisse Senedi Fiyat Endeksi .....	77
4.	KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİNE İLİŞKİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİN ANLAMLILIĞI .....	78

## Üçüncü Bölüm

### GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI'NIN (2001-2003) ÖNCÜ GÖSTERGELER ARACILIĞIYLA DEĞERLENDİRİLMESİ

1. GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMININ (2001-2003) AMAÇ VE HEDEFLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ .....	81
1.1. Programın Gerekçeleri .....	81
1.2. Programın Amaç ve Hedefleri .....	83
1.3. Programın Amaç ve Hedeflerinin Öncü Göstergelerle Değerlendirilmesi .....	91
2. PROGRAM UYGULAMASININ ÖNCÜ GÖSTERGELERLE DEĞERLENDİRİLMESİ .....	102
2.1. Uluslararası Rezervler .....	103
2.2. İhracat .....	104
2.3. Dış Ticaret Haddi .....	105
2.4. Reel Döviz Kurunun Trend Değerinden Sapması .....	106
2.5. Dar Tanımlı Para Arzı (M1) .....	108
2.6. M2 Çarpanı .....	106
2.7. Yurtiçi Kredi/GSYİH .....	110
2.8. Reel Mevduat Faiz Oranı .....	110
2.9. M2/ Brüt Uluslararası Rezervler .....	112
2.10. Üretim Endeksi .....	113
2.11. Hisse Senedi Fiyat Endeksi .....	113
SONUÇ .....	115
KAYNAKÇA .....	119

## SEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Finansal Krizlerde Olayların Sırası.....	9
Şekil 2. Temmuz 2001-Aralık 2002 Yılları Arasında Uygulanacak Olan Kur Bandı.....	42

## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Toptan Eşya Fiyatları ve Kur Sepeti (Yıllık Yüzde Değişim).....	41
Grafik 2. Net İç Varlıklar ve Net Dış Varlıklar (Bugünkü Değerler, Ekim 1989-Ekim 1999).....	44
Grafik 3. Döviz Piyasası Baskı Endeksi.....	62
Grafik 4. Uluslararası Rezervler (Aylık, Milyon S).....	63
Grafik 5. İhracat (Aylık, Milyon S).....	65
Grafik 6. Dış Ticaret Haddi.....	66
Grafik 7. Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1995=100, Aylık % Değişme).....	67
Grafik 8. Ortalama ABD Doları (Aylık % Değişme).....	69
Grafik 9. M1 Düzeyi (Aylık, Trilyon TL.).....	70
Grafik 10. M1 (Aylık % Değişme).....	71
Grafik 11. M2/RP Para Çarpanı (Yıllık % Değişme).....	72
Grafik 12. Yurtiçi Kredi/GSYİH (% Değişme).....	73
Grafik 13. Reel Mevduat Faiz Oranının Gelişimi.....	74
Grafik 14. M2/ Brüt Uluslararası Rezervler.....	75
Grafik 15. Üretim Endeksi.....	77
Grafik 16. Hisse Senedi Fiyat Endeksi.....	78
Grafik 17. Cari İşlemler ve Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD S).....	91
Grafik 18. Uluslararası Rezervler (Aylık, Milyon S).....	103



Grafik 19. İhracat (Aylık, Milyon \$).....	104
Grafik 20. Dış Ticaret Haddi .....	105
Grafik 21. Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1995=100, Aylık % Değişme).....	107
Grafik 22. Ortalama ABD Doları (Aylık % Değişme) .....	108
Grafik 23. Reel M1 Düzeyi (Aylık, Milyar TL.).....	109
Grafik 24. M1 (Aylık % Değişme).....	109
Grafik 25. M2/RP Para Çarpanı (Yıllık % Değişme).....	110
Grafik 26. Yurtiçi Kredi/GSYİH (% Değişme).....	110
Grafik 27. Reel Mevduat Faiz Oranı.....	111
Grafik 28. M2/ Brüt Uluslararası Rezervler.....	112
Grafik 29. Üretim Endeksi.....	113
Grafik 30. Hisse Senedi Fiyat Endeksi.....	114

**TABLolar LİSTESİ**

Tablo 1.	Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri.....	19
Tablo 2.	KLR'ye Göre Öncü Göstergelerin Eşik Değerleri.....	23
Tablo 3.	Öncü Göstergelerin Performansı.....	26
Tablo 4.	Krizlerin Erken Uyarı Göstergelerinin Anlamlılıkları.....	28
Tablo 5.	Krizlerin Öncü Göstergeleri.....	30
Tablo 6.	Temel Makro Ekonomik Hedefler (2000-2002).....	39
Tablo 7.	1 ABD Doları + 0,77 Euro'dan Oluşan Döviz Kuru Sepeti Hedefleri.....	41
Tablo 8.	Net İç Varlıklar (Trilyon TL.).....	43
Tablo 9.	Net Uluslararası Rezerv Taban Değerleri (Milyon ABD Doları).....	46
Tablo 10.	2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programının Makroekonomik Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	52
Tablo 11.	Ortalama Bileşik Hazine Faizi, 12 Aylık TÜFE ve TEFE Enflasyonu ve Beklenen TEFE Enflasyonu.....	53
Tablo 12.	Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri, Milyon Dolar.....	56
Tablo 13.	Şubat 2001 Krizi Sonrası Net Uluslararası Rezervlerdeki Aylık (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre) Yüzde Değişme.....	64
Tablo 14.	Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerine İlişkin Öncü Göstergelerin Anlamlılığı.....	79
Tablo 15.	Temel Makroekonomik Hedefler.....	85
Tablo 16.	Çeyrekler İtibariyle Yıllık Büyüme Oranları (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre % Değişme).....	86

<b>Tablo 17. Çeyrekler İtibariyle Büyüme Oranları (Mevsimsel Olarak Düzeltilmiş, Bir Önceki Döneme Göre % Değişme).....</b>	<b>87</b>
<b>Tablo 18. Yıllık Büyüme Oranları.....</b>	<b>87</b>
<b>Tablo 19. Kamu Kesimi Net Borç Stoku (GSMH'ya Oran Olarak).....</b>	<b>88</b>
<b>Tablo 20. 2001 Yılı Dönemler İtibariyle Gösterge Niteliğindeki Parasal Taban Hedefleri (Tavan Değer, Trilyon TL).....</b>	<b>89</b>
<b>Tablo 21. 2001 Yılı Dönemler İtibariyle Merkez Bankası Net İç Varlıklar Hedefi (Tavan değer, trilyon TL).....</b>	<b>90</b>
<b>Tablo 22. GEGP (Mayıs 2001) ve Niyet Mektubu (Ocak 2002)Makroekonomik Hedefler.....</b>	<b>100</b>

## GİRİŞ

90'lı yıllarda piyasa ekonomisine dayalı gelişmekte olan ülkelerde (yükselen piyasalar), ekonomik ve sosyal çöküntülerle sonuçlanan çok sayıda kriz yaşanmıştır. 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte, Türkiye de giderek sıklaşan aralıklarla kriz ortamına girmiştir. Türkiye ekonomisi son olarak 2000 yılının Kasım ve 2001 yılının Şubat ayında çok şiddetli iki finansal kriz ile karşı karşıya kalmıştır.

Bu çalışmanın birinci bölümünde finansal kriz türleri ve finansal krizleri açıklamaya yönelik kuramsal ve ampirik modeller tanıtıldıktan sonra, ampirik kriz modelleri içerisinde en geniş ve kapsamlı olan "Öncü Göstergeler Yaklaşımı" incelenecektir. Sinyal yaklaşımı da denilen bu yaklaşım, kriz öncesi dönemde olağandışı davranış eğilimi gösteren birkaç göstergenin gelişimini yansıtmayı amaçlamaktadır. Yaklaşımına göre, bu göstergelerden biri eşik değeri olarak da bilinen normal değerinden yüzde 10 ile 20 arasında ayrıldığında, yirmi dört ay içerisinde bir krizin olabileceği ile ilgili erken uyarı olarak algılanır. Birinci bölümde ayrıca öncü göstergeler yaklaşımında kullanılan göstergeler de tek tek tanıtılacaktır.

İkinci bölümde 1999 yılının Aralık ayında uygulanmaya konulan sabit döviz kuru sistemine dayalı "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı" incelenecektir. Program uygulanmaya başladıktan bir sene sonra, 2000 yılının Kasım ayında, Türkiye ekonomisi çok ciddi bir krizle karşılaşmıştır. Kasım 2000 krizinin yaşattığı hassasiyeti ve kırılganlığı üzerinden atamamış olan piyasalar Şubat 2001 krizi ile yeniden altüst olmuştur. Bu bağlamda programda alınan kararlardan ve programın uygulama sonuçlarından yola çıkılarak program değerlendirilecektir. Bu noktada Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ne kadarının modelin içsel tutarsızlıklarından kaynaklandığı ve ne kadarının kendi hatalarının sonucu olduğu sorusu cevaplandırılmaya çalışılacaktır. İkinci bölümde daha sonra öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerine öncülük edebileceği iddia edilen göstergeler ayrı ayrı incelenecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, 2001 Mayıs ayında uygulanmaya başlanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nın amaç ve hedefleri ile program uygulaması öncü göstergelerle değerlendirilecektir. Bu bağlamda, program amaç ve hedefleri değerlendirilirken programın uygulanma aşamasında Uluslararası Para Fonu’na sunulan niyet mektuplarının revizyonlarından da bahsedilecektir. Program uygulamasının değerlendirilmesi sırasında ise programın başlangıç tarihi olan 2001 Mayıs ayından 2003 Nisan ayına kadar öncü göstergeler yeniden incelenecektir.

## Birinci Bölüm

### FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİ

#### 1. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ VE FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK MODELLER

##### 1.1. Finansal Kriz Türleri

“Finansal Kriz, finansal piyasalarda ahlaki tehlike ve ters seçimden kaynaklanan sorunların artmasıyla ortaya çıkan bir olgudur. Çünkü finansal kriz ortamında finansal piyasalar en verimli yatırım fırsatlarına sahip fon kanallarına ulaşamamakta, işlevlerini etkin bir şekilde yerine getirememektedir. Sonuçta finansal kriz, ekonomiyi yüksek bir üretimin varolduğu dengeden, hızla azalan bir üretimin varolduğu bir noktaya doğru sürüklemektedir.”<sup>1</sup>

Günümüzde finansal sistem içerisinde, finansal krizler farklılık göstermektedir. Bütün krizlerin kendine has bir takım özellikleri olmasına karşın bazı ayırt edici özellikleri vardır. Literatürde çok sayıda ekonomik ya da finansal kriz türünden söz edilmektedir. Bunların en önemlileri para krizleri, bankacılık krizleri, sistematik finansal krizler ve dış borç krizleridir.

Para Krizi: Ulusal paraya spekülative bir saldırı sonucunda iki biçimde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi paranın devalüasyonu (hızla değer kaybetmesi) ikincisi ise otoritelerin ya uluslararası rezervleri büyük ölçüde tüketerek ya da faiz oranlarını hızla yükselterek paralarını savunmak zorunda kalması ile oluşmaktadır.<sup>2</sup> Para krizi sadece sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı ülkenin parasına yönelik spekülative saldırıları değil, aynı zamanda belli bir bandın dışında büyük çapta bir devalüasyona

<sup>1</sup> Frederic S. Mishkin, “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, NBER Working Paper Series, (No: 5600, May 1996), s. 17,18.

<sup>2</sup> IMF, “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, World Economic Outlook 1998, s. 74.

sebepler olan spekülasyon saldırıları da kapsar. Para krizinin en önemli göstergeleri, döviz kurunda ani hareketler ve sermaye hareketlerindeki ani ve keskin yön değiştirmelerdir.<sup>3</sup>

**Bankacılık Krizi:** Gerçek ya da potansiyel banka iflasları ve başarısızlıkları, bankaların sorumluluklarını ertelemelerine sebep olur ya da bankalar bu durumdan korunabilmek için hükümetin büyük ölçüde yardımlarını arttırarak müdahale etmeye zorlar. İşte bu durumda ortaya bir bankacılık krizi çıkabilir. Bankacılık krizinin ampirik olarak tanımlanması daha zordur. Bunun nedeni büyük ölçüde problemin doğasından ve konu ile ilgili verilerin yetersiz olmasından kaynaklanmaktadır. Çoğu ülke için banka mevduatlarının verileri elde edilebilir ve böylece mevduat kaçışları ile özdeşleşmiş olan krizler tanımlanabilir. Ancak, son zamanlardaki çoğu bankacılık krizleri, bankaların bilançolarındaki yükümlülüklerinden değil varlıklarından kaynaklanmaktadır.<sup>4</sup> İşte bu yüzden bankacılık krizlerinin tanımlanmasında, banka portföylerindeki geri dönmeyen kredilerin payı, gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar ve firma başarısızlıkları gösterge olarak kullanılabilir.<sup>5</sup>

**Sistemik Finansal Krizler:** Finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok şeklinde tanımlanabilir.<sup>6</sup> Finansal piyasaların kötüleşmesi, piyasaların etkinliğini azaltarak reel ekonomi üzerinde büyük yan etkilere sebep olabilir. Sistemik finansal kriz, para krizini içerebilir ancak bir para krizinin iç ödeme sisteminin önemli bir biçimde kötüleşmesini yani sistemik finansal krize yol açması gerekmez.

**Dış Borç Krizi:** Bir ülkenin özel kurum ya da hükümetlere olan dış borçlarını karşılayamaması durumudur.

---

<sup>3</sup> Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları Ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, (Birinci basım. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi yayınları ; no. 1096. İktisat Fakültesi yayınları : no. 02, 1999), s.30.

<sup>4</sup> IMF, **a.g.e.**, s. 74, 76.

<sup>5</sup> Turan Yay, Gülsün Yay ve Ersan Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler** (Birinci basım. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001), s.21.

<sup>6</sup> Gülten Demir, **Asya Krizi ve IMF** (Birinci basım. İstanbul: Der Yayınevi, 1999), s. 65.

Bütün bu kriz çeşitlerinin çoğu zaman ortak kökenleri vardır: Sürdürülemez ekonomik dengesizliğin çoğalması, varlık fiyatlarında ya da döviz kurlarında yanlış ayarlamalar, finansal sektörün genel durumunda bozulmalar ve yapısal rijitlikler (yapışkanlıklar) krizlere neden olabilir. Bir kriz, ülke parasında ya da bankacılık krizinde ani bir güven kaybından dolayı başlayabilir. Varlık fiyatlarındaki ani değişmelerle ülkenin finansal ve ekonomik yetersizliklerinden kaynaklanan nedenler sonucunda, ülkeye giren yabancı kaynak azalır ve iç kredilerdeki genişlemeyle beraber sisteme karşı güvensizlik duyulmaya başlanır. Krizler, varlık fiyatlarındaki ani düşüşleri, finansal ve finansal olmayan kurumların başarısızlıklarını kapsayabilir.<sup>7</sup> Yeni Keynesyenci F. Mishkin, finansal krizleri açıklarken asimetric enformasyon teorisini kullanmıştır. Asimetric enformasyonun finansal piyasalarda yarattığı iki temel problem, ahlaki tehlike ve ters seçimdir.

“Ahlaki tehlike, taraflar arasında sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan bir asimetric enformasyon olup, eksik bilgiden kaynaklanmaktadır. Eksik bilgi, ekonomik ilişkide bir tarafın faaliyetinin, diğeri tarafından gözlenememesidir. Örneğin aşırı risk almak gibi borç alanın borcunu ödemesini zorlaştıracak her türden faaliyettir. Ters seçim ise, sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkmakta ve eksik bilgiden kaynaklanmaktadır. Eksik Bilgi bu anlamda, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğeri tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği şeydir.”<sup>8</sup>

George Akerlof ikinci el otomobil piyasasında ortaya çıkan limon probleminin finansal piyasalar için de geçerli olduğunu öne sürmektedir. Otomobil alıcıları, almak istedikleri otomobilin iyi durumda mı yoksa sorunlu mu (limon) olduğunu bilmemektedir. Yani otomobil alıcısı ve satıcısı arasında asimetric enformasyon söz konusudur. Bu yüzden alıcılar bir zarara uğramaktan kaçındıkları için ortalama bir fiyat ödeme eğiliminde olacaklardır. Ancak otomobili iyi durumda olan satıcılar, alıcıların ödemek istedikleri bu ortalama fiyattan satış yapmak istemeyeceklerdir. Böyle bir piyasada iyi durumda olan otomobillerin satışı sınırlı kalacaktır.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> IMF, a.g.e., s. 75.

<sup>8</sup> <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/10-kutlu/kutlu.htm> (17 Şubat 2003)

<sup>9</sup> Gökhan Karabulut. *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. (Birinci basım. İstanbul:Der Yayınları, 2002), s. 7,8.



Benzer şekilde limon problemi menkul kıymetler piyasasında da ortaya çıkmaktadır. Potansiyel bir menkul kıymet yatırımcısı, beklenen getirisi yüksek ve riskleri düşük olan “iyi” firmalar ile beklenen getirisi düşük ve riskleri yüksek olan “kötü” firmaları ayıramayabilir. Bu durumda yatırımcı, menkul kıymet ihraç eden firmaların ortalama kalitelerini yansıtan bir fiyat düzeyinden ödeme yapmaya istekli olacaktır. Bu fiyat iyi firmaların hisse senetlerinin yüksek fiyatı ile kötü firmaların hisse senetlerinin düşük fiyatı arasında ortalama bir fiyattır. Ancak, iyi firmaların sahipleri ya da yöneticileri, menkul kıymetlerini bu fiyattan satmayı istemezler. Bunun nedeni, onların firmayla ilgili olarak potansiyel yatırımcıdan daha fazla bilgi sahibi olmaları ve firmalarının gerçekten iyi bir pozisyonda olduğunu bilmeleridir. Alıcının teklif ettiği fiyat, firma menkul kıymetlerinin gerçek (olması gereken) değerinin altındadır. Dolayısıyla bu fiyattan satış mümkün değildir. Bu durumda, piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece kötü firmalar olacaktır. Çünkü alıcının teklif ettiği fiyat, onların menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerindedir. Kötü firmaların sahiplerinin ya da yöneticilerinin, menkul kıymetlerini satmak için aşırı ısrarcı bir tutum izlemeleri, potansiyel yatırımcılara bu menkul kıymetlerin gerçek değerleri hakkında işaretler verecek ve onlar da bu piyasada yatırım yapmaktan vazgeçecektir. Sonuç, menkul kıymet piyasası işleyişinin aksaması ve bu piyasada çok az sayıda firmanın menkul kıymet ihraç edebilmesi olacaktır.<sup>10</sup>

## **1.2. Finansal Krizlere Yol Açan Faktörler**

Ekonomik ortamda ters seçim ve ahlaki tehlikenin önemli bir biçimde kötüleşerek bir finansal krizin ortaya çıkmasına beş faktör yol açabilmektedir. Finansal krizlere neden olan bu faktörler: faiz oranlarının artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi, belirsizliklerin artması, banka panikleri ve toplam fiyat düzeyinde beklenmeyen azalışlardır.

### **1.2.1. Faiz Oranlarının Artması**

Riski yüksek olan birey ve firmalar, en yüksek faiz oranını ödemeye razıdır. Piyasa faiz oranı, kredi talebi arttığı ya da para arzı azaldığı için artarsa, kredi riski çok

<sup>10</sup> F. Mishkin, *Money, The Economics Of Money, Banking And Financial Markets*. (4.basım. New York: HarperCollins College, 1995), s. 212,213.

olanlar hâla kredi almaya istekli iken, kredi riski az olanlar kredi almaya daha az istekli olurlar. Ters seçimde artış sonucunda, kredi verenler artık kredi vermek istemeyecek, muhtemelen kredilerdeki bu düşüş yatırımlarda ve toplam ekonomik faaliyetlerde bir azalışa neden olacaktır.<sup>11</sup>

### 1.2.2. Hisse Senedi Fiyatlarının Düşmesi

Hisse senedi fiyatlarındaki keskin bir düşüş, finansal piyasalarda ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerine neden olabilir. Çünkü bu düşüş, firmaların net değerinin piyasa değerinin büyük ölçüde altına düşmesine neden olur. Varlık değerindeki bu azalış bu varlıkların gelecekteki gelir akımlarının daha düşük olacağı beklentisinden, gelecekteki gelir akımlarının şimdiki değerini düşüren piyasa faiz oranındaki bir artıştan ya da her ikisinden kaynaklanabilir. Hisse senedi fiyatlarındaki düşmenin bir sonucu olarak net değerlerdeki azalış, kredi veren birimlerin kredi verme isteğini azaltacaktır. Çünkü firmaların net değeri, teminatları ile benzer görevi görmektedir ve teminatların değeri azaldığında kredilerdeki kayıplar artabileceği için kredi verenleri daha savunmasız bırakmaktadır. Kredi verenler ters seçimin sonuçlarına karşı daha az korundukları için kredi arzlarını azaltırlar. Bu süreci, yatırımların ve toplam üretimin azalması takip eder. Ahlaki tehlikenin artması, kredi vermenin cazibesini azaltır ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur. Böylece net değerlerdeki azalış, kredi verme ve ekonomik faaliyetlerin azalması ile sonuçlanır.<sup>12</sup>

### 1.2.3. Belirsizliklerin Artması

Finansal piyasalarda belirsizliğin büyük ölçüde artması, finansal ya da finansal olmayan kurumların başarısızlığından, resesyondan ya da borsanın düşmesinden kaynaklanabilir. Bu durum, borç verenlerin riskli ve risksiz kredileri ayıramamasına neden olur. Kredi kurumlarının ters seçim problemlerini çözmede başarısız olması, kişi ve kurumlara daha az kredi vermeye istekli olmalarına, kredilerdeki azalış da yatırımların ve toplam faaliyetlerin azalmasına sebep olur.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Frederic S. Mishkin. "Anatomy Of A Financial Crisis", **NBER Working Paper Series**, (No: 3934, December 1991), s.8.

<sup>12</sup> Aynı, s.8.

<sup>13</sup> Mishkin, "Understanding ...", s. 19.

#### 1.2.4. Banka Panikleri

Verimli yatırım fırsatlarının elde edilmesinde bilgi sağlama faaliyetlerinde bulunan bankalar, önemli bir finansal aracı rolü üstlenirler. Banka paniği sonucunda ortaya çıkan finansal krizlerde, bankalarca üstlenilen finansal aracılık azalır ve böylece yatırımlarda ve toplam ekonomik faaliyetlerde bir azalış meydana gelir. Banka paniğinin kaynağı yine asimetrik enformasyondur. Bir panik anında mevduatlarının güvenliğinden korkan banka müşterileri, mevduatlarını bankalardan çeker. Bu durum, kredilerde daralmaya ve arkasından mevduatlarda daha büyük bir daralmaya yol açar ve bir banka başarısızlığı (iflası) ile son bulur. Asimetrik enformasyon bu süreçte kritik bir önem taşır. Çünkü mevduat sahipleri, aralarındaki farkı ayıramadıkları için mevduatlarını, ödeme gücü olmayan bankalardan çektikleri gibi ödeme gücü olan bankalardan da çekerler. Banka paniğinin net sonucu, kredi yaratmak için bankalara sağlanan fonların azalması, finansal aracılık maliyetlerinin artması ve toplam ekonomik faaliyetlerin azalmasıdır. Bir banka paniği aynı zamanda daha yüksek bir faiz oranına da neden olur.<sup>14</sup>

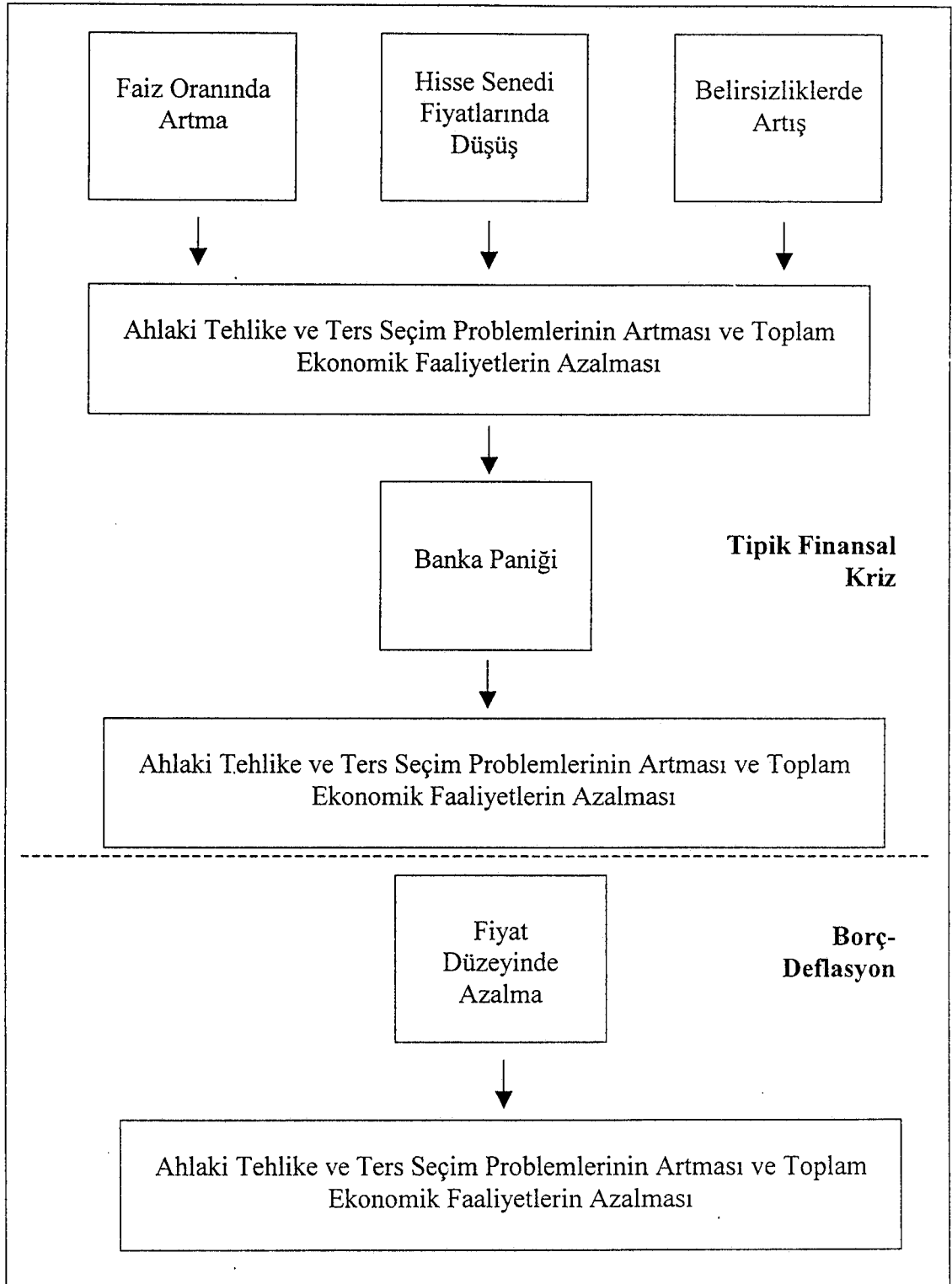
#### 1.2.5. Fiyat Düzeyinde Beklenmedik Azalma

Fiyat düzeyinde beklenmedik azalış, aynı zamanda firmanın net değerindeki azalıştır. Bunun nedeni borç ödemesinin nominal dönemde sabit olmasıdır. Fiyat düzeyinde beklenmedik düşüş, reel dönemde firmanın yükümlülüklerinde (borçlarında) bir artışa yol açar ancak firmanın varlıklarının reel değerinde bir artışa neden olmaz. Bu durum borç verenleri ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri ile yüz yüze bırakır, ayrıca yatırımlarda ve ekonomik faaliyetlerde bir azalışa sebep olur.<sup>15</sup>

Finansal krizlere yol açan bu beş faktör aşağıda yer alan şekil 1’de özetlenmiştir. Her ne biçimde olursa olsun, bu faktörlerin ortaya çıkması ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin artmasına ve toplam ekonomik faaliyetlerin azalmasına yol açacak ve bir finansal krizle son bulacaktır.

<sup>14</sup> Aynı, s.23

<sup>15</sup> Mishkin, “Anatomy Of A Financial Crisis”, s.10.



Şekil 1: Finansal Krizlerde Olayların Sırası

Şeklin üst kısmında, neredeyse bütün finansal krizlerde meydana gelen olaylar, şeklin alt kısmında ise bir finansal krizin borç ya da deflasyon durumunda ortaya çıkmasıyla oluşan olaylar sıralanmıştır.<sup>16</sup>

### 1.3. Finansal Kriz Modelleri

Krizlerin neden ve sonuçlarının daha iyi kavranabilmesi için pek çok kuramsal ve ampirik model geliştirilmiştir. Kuramsal kriz modelleri; birinci nesil modeller (Kuramsal birinci nesil modeli ve modifiye edilmiş birinci nesil modeli), ikinci nesil modeller ve üçüncü nesil modellerdir.

#### 1.3.1. Birinci Nesil Modeller

Birinci nesil kriz modeli Krugman tarafından 1979 yılında ortaya atılmış ve 1984 yılında Flood ve Garber tarafından geliştirilmiştir. Kanonikal kriz modeli de denilen bu yaklaşıma göre, hükümetin ekonomiyi istikrarda tutmak için bütçe açıklarını kontrolsüz bir şekilde para basarak finanse etmesi, dövizin gölge fiyatında (spekülatif saldırıdan sonra oluşan fiyat) yukarıya doğru eğilimine neden olmaktadır. Bu eğilime karşın, Merkez Bankasının döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutmak için rezervleri kullanarak sürekli piyasadan döviz alım satımı yapması gerekmektedir. Merkez Bankası tarafından piyasaya yapılan müdahaleler döviz rezervlerinin erimesine yol açacaktır. Diğer taraftan spekülâtörler Merkez Bankasının rezervleri tükeninceye kadar bekler ve bu noktada, şu ana kadar sabitlenen dövizin fiyatı artmaya başlar. döviz kurunda meydana gelen artıştan dolayı, döviz tutmak yerli parayı elinde tutmaktan daha kârlı duruma gelir. Bu kârdan faydalanmak isteyen spekülâtörler, rezervler tükenmeden hemen önce ellerinden yerli parayı çıkartarak döviz satın almaya başlar. Rezervleri tüketen bu ani spekülâtif saldırı sabit döviz kurunun terk edilmesine yol açar.<sup>17</sup>

Ayrıca bu modelde, sabit döviz kuru sistemi geçerli iken yurtiçi kredi hacminin para talebinden daha çok artması da uluslararası rezervlerin yavaş ancak sürekli azalmasını sağlar. Böylece ülke parasına yönelik spekülâtif bir saldırı ortaya çıkar. Bu saldırı, rezervleri hızla tüketir ve otoriteleri, pariteyi terk etmeye zorlar. Ekonomik

<sup>16</sup> Aynı, s.11.

<sup>17</sup> Paul Krugman, *Currency Crises*, (<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>) (17.02.2003)

ajanlar, sabit döviz kuru sisteminin sonunda çökeceğini ve saldırı yapmadıkları zaman sermaye kayıplarına uğrayacaklarını anladıkları için, süreç bir saldırı ile son bulur.

Birinci nesil kriz modeli kriz öncesinin, uluslararası rezervlerin yavaş ancak sürekli azaldığı ve iç kredi hacminin para talebine oranla hızla attığı bir dönem olduğunu ileri sürmüştür.<sup>18</sup>

Birinci nesil kriz modeli bu tür krizleri bütçe açıklarının kontrolsüz para basılarak finanse edilmesi ya da sabit döviz kuru sistemini koruma girişimi gibi ekonomi politikaları arasındaki tutarsızlığın bir sonucu olarak açıklar. Merkez Bankası, yeterli düzeyde rezerve sahipse bu tutarsızlık ile geçici olarak başa çıkabilir, ancak, bu rezervler yetersiz kalmaya başladığında spekülâtorler harekete geçecektir.

Bu model finansal kriz literatürüne bazı önemli katkılar sağlamıştır. Bunlardan birincisi, pek çok para krizinin yurtiçi para politikası ile döviz kuru arasındaki tutarsızlığı açıkça yansıtmasıdır. İkincisi, yerli paradan milyarlarca dolarlık ani kaçışların sadece yatırımcıların ya da piyasayı yönlendirenlerin isabetsiz kararlarına bağlı olamayacağını ortaya konmasıdır. Bu modele göre, fiyatların istikrarsız hale gelmesi sonucunda o parayı elde tutmak kârsız olacak ve spekülâtif sermaye kaçışları istikrar programının sona ermesine sebep olacaktır.<sup>19</sup>

Kanonikal kriz modeli, aşırı mekanik ve tek yönlü olmasından dolayı eleştirilmiştir. Bu eleştiriler, hükümetin bütçe açıklarını kontrolsüz bir biçimde para basarak finanse etmesi ve Merkez Bankasının ekonomik gidişata bakmaksızın rezervlerindeki son dolar tükeninceye kadar döviz kurunu baskılaması varsayımlarından kaynaklanmıştır. Aslında bütçe sürekli açık verdiğinde bile hükümetin para basımının dışında başka politika seçenekleri de vardır. Merkez Bankasının da döviz piyasasına müdahale ederek döviz kurunu savunmasından başka daraltıcı para politikası

<sup>18</sup> Graciela Kaminsky, Saul Lizondo ve Carmen M. Reinhart. "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Working Paper*, (No:79, July 1997, Washington DC), s.5

<sup>19</sup> Paul Krugman, "Currency Crises", <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, (17.02.2003).

uygulamak gibi araçları bulunmaktadır.<sup>20</sup> Ayrıca modele göre sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği tamamen ekonomik ajanların davranışlarından bağımsız, dışsal olarak varsayılmıştır. İşte bu varsayımlar eleştirilere konu olmuş ve ikinci nesil kriz modelleri gündeme gelmiştir.<sup>21</sup>

### 1.3.2. İkinci Nesil Modeller

Birinci nesil modellerin aksine ikinci nesil modellerde, iktisadi ajanların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim esas alınmış ve bu etkileşimin kendi kendini besleyen krizlere yol açacağı belirtilmiştir.<sup>22</sup>

Krugman'ın kanonikal kriz modeli çalışmasında, zayıf ekonomik göstergelerin (fundamentals) para krizlerinde tetikleyici bir rol oynadığı ileri sürülmüştür. Diğer taraftan ikinci nesil kriz modelleri de ekonomide zayıf göstergelerin rolünü reddetmemiştir. Ancak, finansal krizlerin her zaman zayıf göstergeler tarafından belirlenmesi şart değildir. Bunun anlamı bütün spekülasyonların zayıf göstergelerden kaynaklanmamasıdır.<sup>23</sup>

Obstfeld'in 1994 yılında geliştirdiği ikinci nesil kriz modellerinin üç temel bileşimi bulunmaktadır. Birincisi, hükümetin sabit döviz kuru sistemini terk etmek istemesinin bir nedeni vardır. İkincisi, hükümetin sabit döviz kuru sistemini korumak istemesinin de bir nedeni vardır. Üçüncüsü ise, krize sebep olan kısır döngünün meydana gelebilmesi için döviz kurunu sabit tutmanın maliyetinin, bundan elde edilecek faydaları aştığına olan inancın yaygınlaşmasıdır. Bu modele göre ekonomi politikaları rasyonel olarak belirlenir ve yapılan fayda maliyet analizi sonucunda sabit döviz kuru sisteminin sürdürülüp sürdürülemeyeceğine karar verilir.<sup>24</sup> Sabit döviz kuru sistemini devam ettirmenin yararları, enflasyon baskısının azalması ile ticaret ve yatırımı teşvik edecek bir ekonomik ortam yaratmaktır. Sabit döviz kuru sisteminin

<sup>20</sup> Murat Üçer, Caroline Van Rijckeghem ve Reha Yolalan, "Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey", *Yapı Kredi Economic Review*, (Volume:9, No: 2, December 1998), s. 7.

<sup>21</sup> Yay, a.g.e., s. 23,24.

<sup>22</sup> Bengi Kibritçioğlu, Bülent Köse ve Gamza Uğur. "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises", <http://econwpa.wustl.edu/eps/if/papers/0108/0108001.pdf>, (12.06.2001), s. 3

<sup>23</sup> Aynı, s. 4

<sup>24</sup> Paul Krugman, "Currency Crises", <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, (17.02.2003)

maliyeti ise, yüksek faiz oranları ile ücretlerde aşağıya doğru yapışkanlık söz konusu olduğunda, artan işsizlik oranı ile karşılaşılmasıdır.<sup>25</sup>

Eğer gelecekte paranın devalüe edileceği beklentisi hakim ise, sabit döviz kuru sistemini korumanın maliyeti yüksek olur. Spekülatif hareketlerin oluşması, paranın beklenenden önce devalüe edilmesine yol açar.<sup>26</sup> Bu anlamda halk, gelecekte paranın devalüe edileceği beklentisini taşıyorsa sabit kuru korumanın maliyeti artacaktır. Örneğin devalüasyon beklentisi taşıyan tasarruf sahipleri, paralarının değer kaybedeceğini düşünerek yüksek faiz oranları talep edecekler, bu da mevcut borç yükünü arttırarak devalüasyonu zorunlu hale getirecektir. İşçi sendikalarının da aynı beklenti içerisinde olduğu düşünüldüğünde sendikalar daha yüksek ücret düzeyi belirleyecekler bu durum, maliyet artışlarına sebep olarak ülkenin rekabet gücünü zayıflatacak ve nihayet bu gücün yeniden kazanılabilmesi için devalüasyon zorunlu hale gelecektir.<sup>27</sup>

Bu modelin dayandığı en önemli varsayım, ekonomi politikalarının önceden belirlenmediği, ekonomik değişmelere tepki olarak uygulamaya başlandığı ve ekonomik birimlerin, beklentilerini oluştururken bu durumu dikkate aldığıdır.<sup>28</sup> Sonuç olarak ikinci nesil kriz modeli, finansal krizlerin sebebini uzun dönemde sabit döviz kurunun sürdürülmesini imkansız hale getiren hükümet politikalarındaki tutarsızlıklara bağlamıştır.<sup>29</sup>

İkinci nesil kriz modelleri, global finansal piyasaların yapısını daha iyi açıklamakla birlikte, analizin temel taşı oluşturulan beklentilerdeki değişimin nedenlerini açıklamakta yetersiz kaldığı için eleştirilmiştir.<sup>30</sup>

<sup>25</sup> Özer, a.g.e., s. 67.

<sup>26</sup> Demir, a.g.e., s. 68.

<sup>27</sup> Muhammet Akdiş, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye** (Birinci basım. İstanbul: Beta Yayınevi., 2000), s. 97.

<sup>28</sup> Özer, a.g.e., s. 68.

<sup>29</sup> Akdiş, a.g.e., s. 97.

<sup>30</sup> Yay, a.g.e., s. 25.



Görüldüğü gibi birinci nesil kriz modelleri finansal krizleri açıklarken zayıf ekonomik göstergelere özel bir önem vermiştir. Benzer şekilde ikinci nesil kriz modelleri de zayıf göstergelerin önemini vurgulamıştır.<sup>31</sup>

### 1.3.3. Üçüncü Nesil Modeller

1997 yılının Temmuz ayında, Asya ekonomilerinden bazıları beklenmedik bir kriz dalgası ile sarsılmıştır. Ekonomiyi vuran bu kriz ne birinci ne de ikinci nesil kriz modellerinin öne sürdüğü dengesizliklerden kaynaklanmıştır. Örneğin, bu ülkeler 1990'lı yıllarda güçlü bir büyüme performansı yakalamışlar ve sağlıklı mali dengeye kavuşmuşlardır. Asya krizinin kaynağı hakkında bazı anlaşmazlıklar olsa da, bu ülkelerdeki finansal yapının kırılganlığının krizin ana nedeni olduğu konusunda fikir birliğine varılmıştır. Gözlemlenen finansal kırılganlığın anahtar özelliklerinden bir tanesi kurumların ve bankaların dış borç düzeyinin aşırı artmasıdır. Varolan kur rejimi finansal aracılığı (dışardan borçlanma ve bu yolla yurt içi firmalara borç verme) kolaylaştırmıştır. Bu şekilde yurtdışından borçlanarak, finansal aracılık yapma işlemi, ödemeler dengesini bozarak devalüasyona olan duyarlılığı arttırmıştır. Bu deneyim krizlerde finansal sektör dengesizliklerinin rolünü açık bir biçimde ortaya koyan üçüncü nesil modellerinin oluşturulmasına neden olmuştur.<sup>32</sup>

Bu yeni modelin bir takım ayırt edici özellikleri vardır. Bunlardan bir tanesi, yükselen piyasalarda yatırım yapma ile özdeşleşen riskin, ahlaki tehlike ve asimetric enformasyon problemlerine yol açmasıdır. Banker ve portföy yöneticilerinin sürü psikolojisine girmesi, ülkeler arasında finansal ve ticari ilişkiler gibi bazı işlem kanalları yoluyla uluslararası bulaşma etkisi görülmesi de diğer özellikleridir.<sup>33</sup>

Üçüncü nesil modelleri potansiyel erken uyarı sinyali olarak finansal kırılganlığın ölçülmesinde bir çok tahmin seti geliştirmiştir. Bu göstergeler sermaye

<sup>31</sup> Fatih Özatay, "The 1994 Currency Crisis in Turkey", <http://dialup.ankara.edu.tr/~ozatay/fincri94.pdf> (02.07.2002) s.8.

<sup>32</sup> F. Gülçin Özkan, "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?", [http://www.york.ac.uk/depts/econ/res/indiv/ozkang\\_paper12.pdf](http://www.york.ac.uk/depts/econ/res/indiv/ozkang_paper12.pdf), s.6,7. (01.07.2003)

<sup>33</sup> Bengi Kibritçioğlu, Bülent Köse ve Gamze Uğur, "A Leading Indicators Approach To The Predictability Of Currency Crises", <http://econwpa.wustl.edu/eps/if/papers/0108/0108001.pdf> (12.06.2001), s. 5

giriş çıkışları, dış borçlanma ve dış borçlara yönelik faiz ödemeleri ile ilişkilendirilmiştir.<sup>34</sup>

#### 1.3.4. Ampirik Kriz Modelleri

Son on yılda, yükselen piyasalarda ekonomik, sosyal ve siyasal çöküntülerle sonuçlanmış çok sayıda finansal kriz görülmüştür. Bu finansal krizlerin bir çoğu ekonominin kendi içindeki sorunlardan kaynaklanmış, aynı zamanda diğer piyasalara da bulaşarak yayılma sergilemiştir. Sonuç olarak, uluslararası finansal kurumlar, ekonomik zayıflık ve yükselen piyasalar arasındaki duyarlılık gibi böylesi olayları önceden tahmin edebilmek amacıyla “erken uyarı sistemi modelleri” geliştirmişlerdir.<sup>35</sup>

Finansal krizlerin öngörülmesi için hangi parametrelerin gösterge olabileceği üzerine bir çok ampirik çalışma yapılmıştır. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, bu çalışmaları kullandıkları metodolojilere göre dört ana gruba ayırmaktadır.<sup>36</sup>

İlk grupta yer alan çalışmalar para krizlerinin nedenlerini ve krizlere yol açan gelişmeleri sadece niteliksel olarak tartışmaktadır. Bu çalışmalarda sık sık bir ya da birden fazla göstergenin gelişimi vurgulanmakta ve krizlerin tahmin edilmesinde çeşitli göstergelerin kullanılabilirlikleri konusunda hiçbir sınama yapılmamaktadır. Bu gruba giren çalışmalar arasında Dornbusch, Goldfajn ve Valdes (1995) aşırı değerlenmiş döviz kurunu, Goldfajn (1996) banka kredilerindeki bir patlamayı vurgularken, Krugman (1996) yüksek borç düzeyi üzerinde yoğunlaşmış, Milesi, Ferretti ve Razin (1995) ise hizmet maliyetlerine ayrı bir önemi vermiştir.

İkinci grup çalışmalar, para krizi öncesi dönem ile kriz sonrası dönemin karakteristik özelliklerini inceler. Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1995), Frankel ve Rose (1996) ve Moreno (1995) değişkenlerin kriz öncesi davranışları, sakin dönem (tranquil times) olarak da adlandırılan kriz olmayan dönem ile karşılaştırmıştır. Edwards (1989), Edwards ve Santaella (1993) ve Kamin (1988)'in çalışmalarında ise kriz olmamış ülkeler kontrol grup olarak ele alınmıştır. Parametrik ve parametrik olmayan

<sup>34</sup> F. Gülçin Özkan, a.g.e., s. 7.

<sup>35</sup> Matthieu Bussiere ve Marcel Fratzscher, “Towards a New Early Warning System of Financial Crises”, *European Central Bank Working Paper Series*, (No:145, May 2002), s.5.

<sup>36</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, a.g.e., s. 8.

testler kullanılarak yapılan çalışmada, kriz olmayan dönem ve kontrol grup arasında sistematik olarak bir farklılık olup olmadığı değerlendirilmiştir. Bu testler potansiyel göstergeler listesinin daraltılması açısından faydalı olmuştur.

Üçüncü grup çalışmalar, genellikle belli bir teorik modele dayanarak bir ya da birkaç dönem sonrası için devalüasyon olasılığını tahmin etmektedir. Bu çalışmalar tek bir ülke ile ilişkili olduğu gibi birden fazla ülkeyi de kapsayabilmektedir. Bunlardan bazıları aynı zamanda devalüasyonun büyüklüğünü de öngörmektedir.

Dördüncü grup çalışmalar ise Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın kullandığı yöntemeye dayanır.<sup>37</sup> Yapılan ampirik çalışmalardan en geniş ve ayrıntılı olanı Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın (KLR) çalışmasıdır.

## 2. KRİZLERİN ÖNGÖRÜLMESİNDE ÖNCÜ GÖSTERGELER YAKLAŞIMI

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın "Sinyal" yaklaşımı adını verdikleri modele "Özel erken uyarı mekanizması" da denilmektedir. Model, kriz öncesi dönemde olağandışı davranış eğilimi gösteren birkaç göstergenin gelişimini yansıtmayı amaçlar. Bu göstergelerin biri eşik değeri olarak bilinen normal değerinden ayrıldığında, belli bir zaman dilimi içerisinde bir para krizinin olabileceği ile ilgili erken uyarı olarak algılanır.<sup>38</sup>

Ekonomilerin davranışları kriz öncesi dönemde farklılık gösterir. Genelde finansal krizler, ekonomik faaliyetlerin , kredi yaratılması ve yoğun sermaye girişleri tarafından canlandığı uzamış bir patlama (boom) döneminin ardından resesyona girmesiyle oluşur.<sup>39</sup>

Modele göre kriz, paraya olan bir saldırı sonucunda, ulusal paranın değerinde ani bir düşüş, uluslararası rezervlerde büyük çapta bir azalış ya da her ikisine birden neden

<sup>37</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. a.g.e., s. 9.

<sup>38</sup> Aynı, s. 1.

<sup>39</sup> Graciela Kaminsky ve Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *The American Economic Review*, (Volume: 88. Issue:2), s. 444.

olması olarak tanımlanır. Kriz, paraya olan hem başarılı hem de başarısız saldırıları içerir. Tanımlama sadece sabit döviz kuru sisteminde meydana gelen para saldırılarını içermez, aynı zamanda diğer döviz kurlarına olan saldırıları da içerecek kadar kapsamlıdır.<sup>40</sup>

Her ülke için kriz, döviz kuru piyasası baskı endeksinin seyri ile belirlenebilir. Bu endeks, döviz kurunda aylık yüzde değişme (yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olarak tanımlanan döviz kurunun aylık artış oranı) ve brüt uluslararası rezervlerde aylık yüzde değişiminin negatifinin ortalama ağırlığı alınarak hesaplanır. Endeks içinde bir serinin diğerine göre daha baskın çıkma riskini önlemek için, hesaplanan değişkenlerin istatistiksel olarak standardize edilmiş değerlerinin kullanılması oldukça yaygındır.<sup>41</sup> KLR'ye göre bir para krizi, döviz kurunun aylık yüzde değer kaybı ve rezervlerde aylık yüzde azalmanın ağırlıklı ortalamasının, üç standart sapmayı aşması durumunda ortaya çıkar.<sup>42</sup> Endeks, yerli paranın değer kaybetmesi ya da uluslararası rezervlerde bir azalışla beraber artar. Endeksin artması yerli paranın daha güçlü satış baskısını yansıtır. Ampirik uygulamada bir kriz, döviz piyasası baskı endeksinin seyri ile belirlenir.<sup>43</sup>

### 2.1. Öncü Göstergeler Yaklaşımına Konu Olabilecek Göstergelerin Seçilmesi

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart söz edilen göstergeleri 6 geniş kategoriye ayırmış ve bazı alt kategorilere bölmüştür. Bunlar;

- 1) Dış sektör
- 2) Finans sektörü
- 3) Reel sektör
- 4) Kamu finansmanı
- 5) Yapısal ve kurumsal değişkenler
- 6) Politik değişkenler

<sup>40</sup> Hali J. Edison, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System", *International Finance Discussion Papers*, (No: 675, July 2000), s. 2.

<sup>41</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, "Leading ...", s. 16.

<sup>42</sup> Andrew Berg ve Catherine Pattillo, "Are Currency Crises Predictable? A Test", *IMF Staff Papers*, (Vol. 46, No:2, June 1999), s. 110.

<sup>43</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart "Leading...", s. 16.

Bu anlamda dış sektör göstergeleri; sermaye hesabı, dış borç profili, cari işlemler hesabı ve uluslararası değişkenlerle ilişkilendirilerek sınıflandırılmıştır. Finansal sektör göstergeleri, finansal serbestleştirme ve başka göstergelerle ilişkilendirilebilir. Ampirik çalışmada bu göstergeler 10 başlık altında gruplandırılmıştır.

**Sermaye Hesabı:** Uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa dönem sermaye akımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve yurtdışı ve yurt içi faiz oranları arasındaki fark.

**Borç Profili:** Kamu dış borcu, toplam dış borç, kısa vadeli borç, faiz yapısına ve borç verenlerin tipine göre sınıflandırılan borç payı, borç servisi ve dış yardımlar.

**Cari İşlemler Hesabı:** Reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, yatırımlar ve tasarruflar, ihracat fiyatları.

**Uluslararası Değişkenler:** Yurtdışı reel GSMH büyüme hızı, faiz oranları ve fiyat düzeyi.

**Finansal Serbestleşme:** Kredi artış hızı, para çarpanındaki değişme, reel faiz oranı, banka borç ve mevduat faiz oranları arasındaki fark.

**Diğer Finansal Değişkenler:** Merkez Bankasının bankacılık sistemine aktardığı krediler, para talebi ve arzı arasındaki açık, tahvil getirileri, yurtiçi enflasyon oranı, gölge döviz kuru, M2/brüt uluslararası rezervler.<sup>44</sup>

**Reel Sektör:** Reel GSMH büyüme hızı, üretim açığı, istihdam/ işsizlik, ücretler ve hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler.

**Mali Değişkenler:** Mali açık, hükümet tüketimi ve kamu sektörüne krediler.

---

<sup>44</sup> Aynı, s. 10.

**Kurumsal/Yapısal Faktörler:** Dışa açıklık, döviz kontrolleri, sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı dönem, finansal serbestleşme, bankacılık krizleri, geçmişte yaşana döviz krizleri.

**Politik Değişkenler:** Hükümet değişikliği, seçimler, seçim zaferi ya da yenilgisi, yeni maliye bakanı, sol görüşlü hükümet, yasal yönetici transferi, yasa dışı yönetici transferi, politik istikrarsızlık.<sup>45</sup>

Tablo 1’de, krizleri açıklamaya yönelik teorik yaklaşımların esas aldığı temel göstergeler ve güvenilirlikleri gösterilmektedir.

**Tablo 1. Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri**

Sektör	Değişkenler	Dikkate alınan çalışma sayısı	İstatistiksel olarak doğrulanma sayısı
Sermaye Hesabı	Uluslararası rezervler	11	10
	Kısa dönem sermaye akımları	2	1
	Doğrudan sermaye yatırımları	1	1
	Sermaye hesabı dengesi	1	--
	Yurtdışı ve yurtiçi faiz oranları farkı	2	1
Borç Yapısı	Dış yardımlar	1	--
	Dış borçlar	1	--
	Kamu borçları	1	1
	Ticari banka kredilerinin payı	1	--
	İmtiyazlı kredilerin payı	1	1
	Değişken faizli borçların payı	1	--
	Kısa dönemli borçların payı	2	--
	Çok taraflı kalkınma bankası borçlarının payı	1	--
Cari Hesaplar	Reel döviz kuru	12	10
	Cari işlemler dengesi	6	2
	Ticaret dengesi	3	2
	İhracat	3	2
	İthalat	2	1
	Ticaret hadleri	2	1
	İhracat fiyatları	1	--
	Tasarruflar	1	--
	Yatırımlar	1	--
Uluslararası Göstergeler	Reel büyüme hızı	1	--
	Dış faiz oranları	3	1
	Dış fiyat seviyesi	2	1
Finansal Serbestleşme	Paralel piyasa pirimi	1	1
	Merkez parite	1	1
	Band aralıkları pozisyonu	1	1

<sup>45</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s. 11.

	Para talep-arz açığı	1	1
	Banka mevduatlarındaki değişimler	1	--
	Merkez bankasının bankalara kredileri	1	1
	Para	3	2
	M2/Brüt Uluslararası rezervler	2	2
Reel Sektör	Enflasyon	5	5
	Reel GSMH büyüme hızı	8	5
	Üretim Açığı	1	1
	İstihdam/İşsizlik oranı	3	2
	Menkul kıymet fiyatlarındaki değişimler	1	1
Mali Sektör	Mali açık	5	3
	Kamu tüketimi	1	1
	Kamu sektörüne krediler	3	3
Kurumsal/ Yapısal Faktörler	Çoklu döviz kurları	1	--
	Döviz / Sermaye kontrolleri	2	1
	Açıklık	1	1
	Ticari merkezleşme	1	--
	Banka krizleri	1	1
	Finansal serbestleşme	2	1
	Askılanmış döviz kurundaki aylık harcamalar	1	1
	Geçmiş döviz piyasası krizleri		
	Geçmiş döviz piyasası dalgalanmaları	1	1
		1	--
Politik Faktörler	Seçim zaferi	1	--
	Seçim yenilgisi	1	1
	Yasal yönetici transferi	1	1
	Yasal olmayan yönetici transferi	1	1

**Kaynak:** Graciela Kaminsky, Saul Lizondo ve Carmen M. Reinhart, "Leading indicators of Currency Crises", *IMF Working Paper*, (No:79, July 1997, Washington DC), s. 35,36.

Tablo 1'e göre bazı sonuçlar çıkarılabilir. Birinci genel sonuç, etkin bir erken uyarı sistemi geniş bir veri setinden oluşmalıdır. Çünkü para krizleri çoğu zaman bir çok ekonomik hatta politik değişkeni içerir. İç ve dış dengesizlikler, hem reel hem de finansal sektörü kapsayabilmektedir.

İkinci genel sonuç; uluslararası rezervler, reel döviz kuru, kredi genişlemesi, kamu sektörüne verilen krediler ve yurt içi enflasyon oranı en güvenilir göstergeleri oluşturmaktadır. Sonuçlar ticaret dengesi, ihracat performansı, M2/Brüt uluslararası rezervler, GSYİH büyüme hızı ve kamu açıklarını da destekler niteliktedir.<sup>46</sup>

<sup>46</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s. 12.

Üçüncü genel sonuç, diğer göstergelerden sadece bir ya da iki çalışmada bahsedildiği için sadece temkinli yaklaşılmalıdır. Çünkü bu göstergeler krizlerin tahmin gücünü azaltabilir.

Dördüncü genel sonuç, dış borç yapısı ile ilgili diğer değişkenler pek güvenilir bulunmamaktadır. Beklenenin aksine, cari işlemler dengesi iyi bir gösterge olarak değerlendirilmemektedir.<sup>47</sup>

Özetle, yapılacak bir ampirik çalışmada, amaçlara ve hipoteze uygun farklı değişken setleri seçmek mümkündür. Sorun, bunların gerçekte hangisinin en uygun öncü gösterge olduğunun tespit edilmesidir.<sup>48</sup>

Yapılan çalışmanın sonucunda kriz öncesi dönemin tespit edilmesinde güvenilir olduğu ispat edilmiş göstergeler belirlenirken;

- a) göstergeler, olası bir krizin tahmin edilmesinde kullanılmış,
- b) göstergelerin kriz öncesindeki davranışları, kontrol grup (ya aynı ülke için kriz olmayan dönem ya da krizin olmadığı bir ülke) ile sistematik olarak karşılaştırılmış,
- c) olası krizleri öngörme kabiliyeti olan göstergeler belli bir zaman dilimi içerisinde incelenmiştir.<sup>49</sup>

Bu sürecin sonucunda onbeş gösterge belirlenmiştir. Bu göstergeler;

1. uluslararası rezervler (USD),
2. ithalat (USD),
3. ihracat (USD),
4. dış ticaret hadleri,
5. reel döviz kurunun trend değerinden sapması (% değişim),
6. yurtdışı ve yurtiçi mevduat faiz oranları arasındaki fark (aylık, %, tüketici fiyatlarıyla deflete edilerek),
7. aşırı değerli M1 dengesi,

<sup>47</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s. 13.

<sup>48</sup> Ufuk Başoğlu, "Sinyal Yaklaşımı", [iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm](http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm) s. 6. (02.03.2002)

<sup>49</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s. 11.



8. M2 para çarpanı,
9. yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı<sup>50</sup>,
10. reel mevduat faiz oranı (Aylık, %, tüketici fiyatlarıyla deflete edilerek),
11. kredi faiz oranını/mevduat faiz oranı,
12. ticari bankaların mevduat stoku (nominal),
13. M2/brüt uluslararası rezervler,
14. üretim endeksi,
15. hisse senedi fiyat endeksi (USD)'dir.

Bütün bu veriler için (Reel döviz kurunun trend değerinden sapması, aşırı değerli M1 dengesi, faiz oranına bağlı 3 değişken hariç) aylık olarak belirlenen göstergeler, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişme olarak tanımlanmıştır. Oniki aylık yüzde değişme olarak filtrelenmek suretiyle veriler, mevsimsel etkenlerden ayrıştırılarak durağan hale getirilir.

## 2.2. Öncü Göstergeler ve Eşik Değerleri

KLR yaklaşımında her bir gösterge analiz edilir ve optimal eşik değerleri hesaplanır. Bir gösterge eşik değerini aştığında bu durum, gelecek yirmidört ay içerisinde bir para krizinin olabileceğini gösteren bir uyarı "sinyal" olarak yorumlanmaktadır.<sup>51</sup> Göstergelerle ilgili eşik değeri, kriz ile ilgili yanlış sinyallerin alınma riski ile bazı krizlerin anlaşılama riski arasında bir dengenin sağlanması için hesaplanmaktadır. Göstergelerdeki değişimler bir yıl önceki değerleri göz önüne alınarak hesaplanmakta ve yüzde olarak değerlendirilmektedir. Göstergelerin herhangi birindeki değişme, eşik değerini %10 ile %20 arasında aşıyorsa bu bir kriz işareti olarak algılanmakta ve gelecek 24 ay içerisinde bir kriz olacağı öngörülebilmektedir. Eşik değerleri, gözlem dağılımının yüzdesi olarak tanımlanır.<sup>52</sup>

Tablo 2, KLR'ye göre göstergelerin eşik değerlerini vermektedir. Eşik değerlerinin %10 ile %20 arasında olduğuna dikkat edilmelidir:

<sup>50</sup> Aynı, s. 16.

<sup>51</sup> Aynı, s. 1.

<sup>52</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s. 17.

Tablo 2. KLR'ye Göre Öncü Göstergelerin Eşik Değerleri

Gösterge	Eşik
Uluslararası Rezervler (USD)*	10% (-)
İhracat (USD)*	10% (-)
Dış Ticaret Haddi*	11% (-)
Reel Döviz Kuru (%)	10% (+)
Aşırı Reel M1	17% (+)
M2 Çarpanı*	17% (+)
Yurtiçi Kredi/GSYİH*	19% (+)
Reel Mevduat Faiz Oranı	15% (+)
M2/Brüt Uluslararası Rezervler*	10% (+)
Üretim Endeksi*	10% (-)
Hisse Senedi Fiyat endeksi*	14% (-)

**Kaynak:** Murat Üçer, Caroline Van Rijckeghem ve Reha Yolalan, "Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey", *Yapı Kredi Economic Review*, Volume:9, No: 2, Decemder 1998, s.15.

Not: (-) işaretler azalışların, (+) işaretler artışların dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

\* Bir yıl önceki değerine göre % değişme.

### 2.3. Göstergelerin Etkinliğinin Saptanması

Sinyal yaklaşımında tek tek gösterge düzeyinde etkinlik de incelenmiştir. Bu amaçla aşağıdaki matris oluşturulmuştur.

	KRİZ (24 Ay İçerisinde)	KRİZ YOK (24 Ay İçerisinde)
SİNYAL VAR	A	B
SİNYAL YOK	C	D

Bu matrister A, göstergelerin iyi sinyal verdiği ay sayısını; B, göstergelerin kötü sinyal verdiği ay sayısını; C, iyi bir sinyal olmasına karşın göstergelerin sinyale konu olmadığı ay sayısını; D ise, kötü sinyal olup da sinyale konu olmayan ay sayısını ifade etmektedir. Mükemmel bir gösterge, sadece bu matrisin kuzeybatı ve güneydoğu hücrelerine ait olan gözlemlerde bulunmaktadır. Burada  $A > 0$  ve  $C = 0$  iken 24 ay içerisinde bir krizin muhtemel olduğu söylenebilir. Ancak  $B = 0$  ve  $D > 0$  ise 24 ay içerisinde bir krizin söz konusu olmayacağını rahatlıkla söyleyebiliriz.<sup>53</sup> Her bir gösterge için KLR, kötü sinyal/iyi sinyal oranını ( $B/A$ ) minimize eden optimal eşik değerini bulmuştur.<sup>54</sup>

<sup>53</sup> Aynı, s. 18.

<sup>54</sup> Berg and Pattillo, a.g.e., s. 111.

Anahtar konu optimal eşik değerinin ne olduğunu bulmaktır. Eşik değeri ne kadar düşük ise model o kadar çok sinyal gönderecektir. Aynı zamanda alınan yanlış sinyal sayısı da artar. Bu ikinci tip hatadır. İkinci tip hatada değişken sinyal gösterir ancak iki sene içerisinde bir kriz yaşanmaz. Aksine eşik değerinin yüksek olması yanlış sinyallerin sayısını azaltacak, fakat kimi kriz sinyallerinin alınamamasına neden olacaktır. Bu da birinci tip hatadır. Birinci tip hata değişkenin sinyale konu olmadığı, ancak iki sene sonrasında bir krizin yaşanmasıyla oluşan hatadır.<sup>55</sup> KLR'ye göre birinci tip hata, olası iyi sinyaller içerisinde iyi sinyallerin yüzdesi; ikinci tip hata ise, olası kötü sinyaller içerisinde kötü sinyallerin yüzdesi ile hesaplanabilir.<sup>56</sup> Yukarıda verilen matrise göre C, birinci tip hatayı temsil ederken B, ikinci. tip hatayı göstermektedir.

Politika yapıcılar, ikinci tip hata yapmaktan birinci tip hataya oranla daha az korkar. Bunun iki sebebi bulunur. Bunlardan ilki ikinci tip hatanın birinci tip hataya göre daha az maliyetli olması, dolayısıyla daha az refah kaybına yol açmasıdır. Çünkü, öngörülemeyen bir krizin yaşanması ülkede büyük bir üretim kaybına, işsizliğe ve yoksulluğa sebep olmaktadır. İkinci olarak, ikinci tip hata her zaman modelin tahmin başarısızlığından kaynaklanmaz.<sup>57</sup> Krizin tahmin edilmesinde ayrıca ekonominin yapısal özelliklerinden kaynaklanan sorunları, kurumsal gelişmeleri, politik arenadaki değişiklikleri, çeşitli piyasalardaki yerli ve yabancı oyuncuların beklentilerini takip etmek gerekir. Bu ise ekonomik arenada olayların zamanlamasını analiz etmeyi oldukça zorlaştırmaktadır.<sup>58</sup>

KLR yaklaşımında her bir gösterge analiz edilir ve optimal eşik değerleri ayrı ayrı hesaplanır. KLR, tek bir bileşik kriz göstergesini, göstergelerin ağırlıklı toplamı şeklinde hesaplar. Bu işlemde, her bir gösterge kendi "kötü sinyal/ iyi sinyal" oranının tersi ile ağırlıklandırılır. Daha sonra, örnek olarak verilen endeksin toplam değerini

<sup>55</sup> Matthieu Bussiere ve Marcel Fratzscher, "Towards a New Early Warning System of Financial Crises", **European Central Bank Working Paper Series**, (No:145, May 2002), s.14.

<sup>56</sup> Üçer, Rijckeghem ve Yolalan, "Leading...", s.15.

<sup>57</sup> Bussiere ve Fratzscher, **a.g.e.**, s.14.

<sup>58</sup> Sunil Sharma, "Leading Indicators of Currency and Banking Crises", **Finans and Development**, (IMF, June 1999), s. 174.

yirmidört ay içerisinde bir krizin ne sıklıkta takip ettiğini gözlemler ve toplam endeks değerinin her biri için krizlerin olasılığını hesaplar.<sup>59</sup>

#### **2.4. Göstergelerin Anlamlılıklarının İncelenmesi**

KLR, 1975-1990 yılları arasında 15 gelişmekte olan ve 5 gelişmiş ülkede görülen 76 döviz krizini inceleyerek, hangi göstergelerin kriz öncesi dönemde sinyal verdiğini incelemiştir. Tablo 3'de, yukarıdaki matriste yer alan veriler kullanılarak seçili göstergelerin performansı gösterilmektedir.

---

<sup>59</sup> Berg and Pattillo, a.g.e., s. 111.

Tablo 3. Öncü Göstergelerin Performansı

	Verilerin bulunduğu krizlerin sayısı	1'de yer alan krizlerin yüzdesi	Olası iyi sinyaller içinde iyi sinyallerin yüzdesi	Olası kötü sinyaller içerisinde kötü sinyallerin yüzdesi	Kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı	P (kriz/sinyal)	P (kriz/sinyal) -P (kriz)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Matriste yer alan terimler cinsinden ifadeler			$A/(A+C)$	$B/(B+D)$	$\frac{[B/(B+D)]}{[A/(A+C)]}$	$A/(A+B)$	
Reel döviz kuru	72	57	25	5	0.19	67	39
İhracat	72	85	17	7	0.42	49	20
Hisse senedi fiyatları	53	64	17	8	0.47	49	18
M2/Brüt uluslararası rezervler	70	80	21	10	0.48	46	17
Üretim	57	77	16	8	0.52	49	16
“Aşırı” M1 dengeleri	66	61	16	8	0.52	43	15
Uluslararası rezervler	72	75	22	12	0.55	41	13
M2 çarpanı	70	73	20	12	0.61	40	11
Yurtiçi kredi/GSYİH	62	56	14	9	0.62	39	11
Reel faiz oranı	44	89	15	11	0.77	34	6
Ticaret haddi	58	79	19	15	0.77	36	6
Reel faiz farklılıkları	42	86	11	11	0.99	29	0
İthalat	71	54	9	11	1.16	26	-3
Banka mevduatları	69	49	16	19	1.20	25	-4
Kredi faiz oranı/Mevduat faiz oranı	33	67	13	22	1.69	18	-9

**Kaynak:** Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. “Leading...”, s. 37.

Birinci sütun, her bir göstergedeki verilerin algılanabildiği kriz sayısını verir. Krizlerin sayısı 33'den 72'ye kadar bir dağılım göstermektedir. Gösterge başına düşen kriz sayısı ortalama 64'tür.

İkinci sütunda, geçmiş yirmi dört ay içerisinde en azından bir kere sinyal vermiş göstergelerin, toplam krizler içerisindeki yüzdesi bulunmaktadır. Hemen hemen her göstergenin en az yüzde 50 oranında, ortalama olarak bakılacak olursa da, çeşitli göstergelerin yüzde 70 oranında doğru sinyal verdiği söylenebilir.

Üçüncü sütunda, iyi sinyale konu olan göstergelerin ayrı ayrı ölçüldüğü alternatif bir teknik gösterilmektedir. Bu sütunda yüzde olarak en büyük değere sahip olan göstergeler kriz için iyi birer sinyal olarak değerlendirilir. Üçüncü sütunun sonuçlarına göre, reel döviz kuru yüzde 25 ile iyi bir sinyal, ithalat ise yüzde 9 ile kötü bir sinyaldir.<sup>60</sup>

Dördüncü sütunda, kötü sinyaller göndermeleri göz önüne alınarak göstergelerin ayrı ayrı performansı ölçülmektedir. Diğer şeyler sabitken, sütunda yer alan sayılar ne kadar küçükse, gösterge o kadar iyi demektir. Yine bu sütunda, reel döviz kuru yüzde 5 ile en iyi performansa sahipken yüzde 22'lik pay ile kredi faiz oranının mevduat faiz oranına oranı en kötü gösterge olarak karşımıza çıkar.

Beşinci sütunda ise kötü sinyallerin iyi sinyallere olan oranı yer almaktadır. Bir göstergenin iyi sinyal verir nitelikte olabilmesi için bu oranın düşük olması gerekir. Örneğin, reel döviz kuru için bu oran sadece 0.19'dur. Bu bağlamda reel döviz kuru bir gösterge olarak kullanılabilir. Ayarlanmış kötü/iyi sinyal oranı, olası göstergelerin yer aldığı listeden hangi göstergelerin çıkarılacağına karar vermek için bir kriterdir.

Altıncı sütunda "kriz/sinyal" oranı yer almaktadır. Bu oran yirmi dört ay içerisinde oluşabilecek bir kriz sinyalinin, "X" öncü göstergesinden kaynaklanma olasılığını vermektedir.

<sup>60</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s.18.

Tablo 3'de yer alan sonuçlara dayanarak, öncü göstergeler yaklaşımına konu olmuş göstergeler listesinden dört gösterge inceleme dışında bırakılmalıdır. Bu göstergeler; kredi faiz oranının mevduat faiz oranına oranı, banka mevduatları, ithalat ve reel faiz oranı farklılıklarıdır. Tablo incelendiğinde, reel döviz kuru, kredi genişlemesi ve M2/Brüt uluslararası rezerv oranının en güvenilir göstergeler olduğu görülür.<sup>61</sup>

Tablo 4, 1975-1997 yılları arasında 30 gelişmekte olan ve 20 gelişmiş ülke için yapılmış probit regresyon sonuçlarını vermektedir.

**Tablo 4. Krizlerin Erken Uyarı Göstergelerinin Anlamlılıkları**

Gösterge	Ülke Grubu	Krizden Önceki Ay Sayısı		
		13	8	3
Reel Döviz Kurunun Değerlenmesi	Sanayileşmiş	•	•	•
	Yükselen Piyasa	•	•	•
İç Kredi Genişlemesi	Sanayileşmiş		•	•
	Yükselen Piyasa		•	•
M2/Brüt Uluslararası Rezerv Oranının Artması	Sanayileşmiş	•	•	•
	Yükselen Piyasa	•	•	•
Hisse Senedi Fiyatında Düşme	Sanayileşmiş	•	•	•
	Yükselen Piyasa			
Düşük Yurtiçi Reel Faiz Oranları	Sanayileşmiş	•	•	
	Yükselen Piyasa			
Ticaret Hadlerinde Kötüleşme	Sanayileşmiş			
	Yükselen Piyasa		•	
Dünya Faiz Oranlarında Artış	Sanayileşmiş			•
	Yükselen Piyasa			•

Kaynak: IMF, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", World Economic Outlook 1998, s. 95

Tablo, hem yükselen piyasalarda hem de sanayileşmiş ülkelerde öncü göstergelerin, krizi öngörmede ne denli anlamlı olduklarını belirlemede kullanılan testleri

<sup>61</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart. "Leading...", s. 19.

özetlemektedir. Sonuçlara göre, krizden önceki on üç ay boyunca reel döviz kurlarında sürekli değerlenme ve M2/Brüt uluslararası rezerv oranında gözlenen yükselme, güçlü bir kriz göstergesi olarak tespit edilmiştir. Ticaret hadlerindeki kötüleşme yükselen piyasalar için krizi 8 ay öncesinden tahmin edebilirken, dünya faiz oranındaki artış ise krizi 13 ay öncesinden haber verebilmektedir. Hisse senedi fiyatında düşme ve düşük yurtiçi reel faiz oranları, yükselen piyasalar için sinyal vermemektedir.

Türkiye’de 1994 krizi için yapılan bir çalışmada KLR metodu incelenmiş ve göstergelerin etkinliği tek tek test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre Türkiye için en uygun öncü göstergeler, aşırı reel M1 dengesi, mevduatlara uygulanan reel faiz oranı, M2/Brüt uluslararası rezervler, hisse senedi fiyat endeksi ve reel döviz kurudur. Çalışma ayrıca Türkiye için krizi iki yıl öncesinden öngörebilen, uygunluğu test edilmiş dört ek gösterge önermektedir. Bu göstergeler; ihracatın ithalatı karşılama oranının azalması, kısa vadeli dış borç/GSMH oranının artması (bir önceki yıla göre % değişme olarak), rezervler/ M2Y+kamu iç borç stokunun azalması, Merkez Bankasının hazineye verdiği kısa vadeli avans/ GSMH değerinin artmasıdır.

Çalışmaya göre ihracatın ithalatı karşılama oranı, ayrı ayrı ihracat ve ithalat göstergelerinden daha anlamlıdır. Merkez Bankasının hazineye verdiği kısa vadeli avans ise birinci nesil kriz modelleri tarafından krizlerin en önemli nedeni olarak tespit edilmiştir. Ancak Türkiye’de 2001 yılında çıkarılan Merkez Bankası yasası ile bu uygulama kaldırılmıştır. M2Y, M2+döviz mevduatlarından oluşmaktadır. Bu göstergelerin eşik değerleri yüzde 12.5 olarak hesaplanmıştır.<sup>62</sup>

Ayrıca Kaminsky 1999 yılında yaptığı çalışmasında KLR yaklaşımında incelemeye 5 göstergesi daha incelemiştir. Bu göstergeler; iç ve dış finansal serbestleşme, dünya reel faiz oranı, dış açık, sermaye çıkışları ve kısa dönem dış borçtur. Yeni kriz göstergelerinin (iç ve dış finansal serbestleşmenin temsil edildiği değişken hariç) hepsi krizin iyi tahminçileridir. Özellikle yüksek dünya faiz oranları, ekonomilerin saldırıya açıklığını yani ülke parasına yönelik spekülasyonların önemini ortaya koymaktadır. Para krizleri aynı zamanda, yurtiçinde yaşayanların

<sup>62</sup> Üçer, Rijckeghem ve Yolalan, “Leading...”, s.13.



uluslararası sermaye piyasalarında yatırım yapmaları ya da borçlanmalarıyla oluşan sermaye kaçışları ile artan dış açıkla da karakterize edilebilir.<sup>63</sup>

## 2.5. Öncü Göstergeler Yaklaşımında Kullanılan Göstergelerin İncelenmesi

Öncü göstergeler yaklaşımında on beş gösterge ele alınıp incelenmiş ve yapılan testler sonucunda bu göstergelerden sadece on bir tanesinin krizleri öngörebilmeye başarılı olduğu sonucuna varılmıştır. Göstergeler ile ilgili yorumlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 5. Krizlerin Öncü Göstergeleri**

Bulgular	Göstergeler	İşaret	Yorumlar
Aşırı Borçlanma Dönemleri	M2 Para Çarpanı	(+)	Finansal sistemlerin liberalizasyonu sonrası yaşanan hızlı kredi büyümesi ile bankacılık ve ödemeler dengesi krizleri arasında bir ilişkinin varlığı
	Yurtiçi Krediler/GSYİH	(+)	
Para Politikası	Aşırı M1 Büyüklükleri	(+)	Gevşek para politikası uygulamalarının ödemeler dengesi krizlerini beslemesi. Devalüasyonun bankacılık sektörü finansal yapısını etkilediği ölçüde bankacılık krizlerine neden olabilmesi
Cari İşlemler Dengesi Problemleri	İhracat Dış Ticaret Haddi Reel Döviz Kuru	(-) (-) (-)	Aşırı değerlenmiş reel döviz kuru ve zayıf dış ticaret dengesi para krizinin bir boyutunu oluşturur. Rekabet gücünün kaybolması, ticari sorunlar ve kredi kalitesinin düşmesi bankacılık sektörünün kırılganlığını artırır. İhracattaki büyük düşüşler, ticaret hadlerinin bozulması ve ithalatta patlama, finansal krizlerin belirtileri olarak yorumlanabilir.
Sermaye Hesabı Problemleri	Rezervler M2/Brüt Uluslararası Rezervler	(-) (+)	Sermaye hesaplarındaki problemler, ülkelerin dış borç stoklarının yüksek olduğu durumlarda daha ciddi boyutlara ulaşmaktadır.

<sup>63</sup> Graciela L. Kaminsky, "Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress", IMF Working Paper, (WP/99/178, December 1999), s. 14, 15.

<b>Düşük Büyüme</b>	Üretim	(-)	Resesyon ve aktif fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar finansal krizin habercisidir. Yüksek faiz oranları likidite problemlerinin ve bankacılık sektörü kırılganlığının habercisidir.
	Yurtiçi Reel Faiz Oranları	(+)	
	Hisse Senedi Fiyatları	(-)	

**Kaynak:** Graciela L. Kaminsky, "Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress", *IMF Working Paper*, (WP/99/178, December 1999), s. 9.

Bu göstergeler uluslararası rezervler, ihracat, ticaret hadleri, reel döviz kurunun trend değerinden sapması, aşırı değerli M1 dengesi, M2 para çarpanı, yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı, reel mevduat faiz oranı, M2/ brüt uluslararası rezervler, üretim endeksi, hisse senedi fiyat endeksidir. Aşağıda sözkonusu göstergeler ayrı ayrı incelenerek tanıtılmaya çalışılacaktır.

### 2.5.1. Uluslararası Rezervler

IMF'nin tanımına göre rezerv miktarı, yurtdışı ödemelerde yaşanacak dengesizliklerde her an kullanılabilir durumda olan varlıkları içermektedir. Net uluslararası rezervler bulunurken sahip olunan altın rezervlerinin piyasa fiyatı hesaplanarak rezerv rakamına eklenir.<sup>64</sup>

Öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde yapılan araştırmalar sonucunda yaşanan 72 krizin yüzde 75'inde net uluslararası rezervlerin doğru sinyal verdiği gözlenmiştir. Çalışma boyunca net uluslararası rezervler ABD doları cinsinden bulunmuş ve aylık (bir önceki yılın aynı ayına göre) yüzde değişimleri kullanılmıştır.

### 2.5.2. İhracat

Aşırı değerlenmiş reel döviz kuru ve zayıf dış ticaret dengesi, para krizinin bir boyutunu oluşturur. İhracattaki büyük düşüşler finansal krizlerin belirtisi olarak yorumlanabilir. Karşılaşılan 72 krizin yüzde 85'inde ihracatın azaldığı görülmüştür. ABD doları cinsinden hesaplanan ihracat verilerindeki aylık (bir önceki yılın aynı ayına göre) yüzde değişimler, öncü gösterge olarak kullanılmaktadır.

<sup>64</sup> Erkin Işık, *Kriz Öncü Göstergeleri*, (Dışbank, MakrOdak, Aralık 2000), s.9.

### 2.5.3. Dış Ticaret Haddi

Dış ticaret hadleri, ihraç malları fiyat endeksinin ithal malları fiyat endeksine bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{Dış Ticaret Haddi} = \frac{\text{İhraç Fiyatları İndeksi} \times 100}{\text{İthal Fiyatları İndeksi}}^{65}$$

Dış ticaret hadleri kavramı kullanılarak belli bir dönemde dış ticaretin ülke lehine mi yoksa aleyhine mi geliştiğini saptamak mümkündür. Genel olarak ihraç edilen malların fiyatlarının artması, ithal edilen mallarının fiyatlarının sabit kalması, düşmesi ya da daha yavaş artması ülkenin dış ticaret hadlerinin lehte gelişmesi anlamına gelmektedir.

Dış ticaret hadleri bazı eksiklikleri de içermektedir. Örneğin ihraç malları fiyatlarındaki düşme bazen verim artışından ya da kalite değişiminden kaynaklanabilir. Verim artışından kaynaklanan fiyat düşmesi dış ticaret hadleri açısından olumsuz bir gelişme gibi nitelendirilmesine karşın ekonomi açısından olumlu bir gelişmedir.<sup>66</sup>

Dışsal bir makroekonomik değişkenlik kaynağı, ticaret hadlerindeki büyük dalgalanmalardır. Bankacılık krizlerinin yaşandığı gelişmiş ülkelerden %75'inin kriz öncesi en az %10 oranında olmak üzere ticaret hadlerinde bir azalışla karşılaştıkları gözlenmiştir. Aynı şekilde küçük sanayileşmiş ülkelerde de, yaşanan bankacılık krizlerinin gerisinde yatan temel faktörlerden birisi, ticaret hadlerinin bozulmasıdır.<sup>67</sup>

### 2.5.4. Reel Döviz Kurunun Trend Değerinden Sapması

Reel döviz kuru endeksi, tüketici fiyat endeksi ile ilişkilendirilerek nominal döviz kuru endeksinden türetilmektedir. Endekste meydana gelen artışlar, ülke parasının

<sup>65</sup> Ergül Han, *İktisada Giriş 2*, (Ankara: Mas Matbaası, 5.bs., 2002), s. 151.

<sup>66</sup> <http://www.die.gov.tr/sozluk/21dttt.htm> (01.07.2003)

<sup>67</sup> Melih İpeker, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, (Ankara: TCMB, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Mart 2002), s.52.

nispeten değer kazandığı anlamına gelerek bir krizi işaret eder. Aylık yüzde değişme olarak hesaplanan endeks, yaşanan 72 krizin yüzde 57'sinde doğru sinyal vermiştir.

### 2.5.5. Aşırı Değerli M1 Dengesi

M1 Para arzını, dolaşımdaki nakit ve vadesiz mevduatlar oluşturmaktadır.

$$M1 = \text{Dolaşımdaki Nakit Para} + \text{Vadesiz Mevduat (Resmi mevduat dışında)}^{68}$$

M1 para arzı, doğrudan doğruya ve istenildiğinde hiçbir kısıtlama olmaksızın ödemelerde kullanılabilen finansal varlıkları içermektedir. Öncü göstergeler yaklaşımı kapsamında yer alan 66 krizden yüzde 61'inde M1 para arzının aşırı değerler aldığı gözlenmiştir.

### 2.5.6. M2 Para Çarpanı

Merkez Bankası parasal tabanı doğrudan değiştirerek para arzını etkileyebilir. Bu nedenle para otoriteleri, parasal tabanın büyüklüğünü kontrol ederek para arzının büyük bir kısmını kontrol edebilir.<sup>69</sup> Ancak, Merkez Bankası para tanımı içinde yer alan dolaşımdaki nakit ve mevduatların bileşenlerini ve ticari bankaların davranışlarını kontrol edemez. Bu faktörler para çarpanı içerisinde yer almaktadır. Böylelikle, para çarpanının tahmin edilmesi ve para otoritesinin parasal tabanı kontrol etmedeki gücü, para arzının belirlenmesinde büyük önem taşır. Para arzı, para çarpanı ve parasal taban arasındaki ilişki aşağıdaki denklemde yer almaktadır.<sup>70</sup>

$$\text{Para çarpanı} \times \Delta \text{Parasal taban} = \Delta \text{Para arzı} \quad \text{ya da}$$

$$\frac{\Delta \text{Para arzı}}{\text{Para çarpanı}} = \Delta \text{Parasal taban 'dır.}$$

M2 para çarpanının formülasyonu ;

<sup>68</sup> İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, (Bursa: 6. bs. Ezgi Kitabevi, Ekim 1997), s.14.

<sup>69</sup> "The Money Multiplier", (Alınış Tarihi: 07.07.2003)<http://students.uta.edu/lh/lhd5649/SI/TextDocs/04%20Money%20Multiplier%20LHD.doc>

<sup>70</sup> Nuray Gökbudak, "Money Multiplier and Money Control", *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9505*, (October 1995), s.4.

$$k_2 = (C/MEV + MEV/MEV - MEV_g/MEV + MEV_{mb}/MEV) / (C/MEV + R/MEV + ER/MEV)$$

$$k_2 = (1 + c^* - g^* + mb^*) / (c^* + r^* + e^*)$$

$$c^* = C/MEV; \quad mb^* = MEV_{mb}/MEV; \quad g^* = MEV_g/MEV$$

$$r^* = R/MEV; \quad e^* = ER/MEV$$

C= Dolaşımdaki nakit

MEV= Toplam mevduatlar

MEV<sub>mb</sub>= Merkez Bankasında bulunan mevduatlar

MEV<sub>g</sub>= Resmi mevduatlar

RR= Toplam zorunlu rezervler

ER= Aşırı rezervler

Para çarpanının belirleyicileri olan  $c^*$ ,  $mb^*$ ,  $g^*$ ,  $r^*$  (rezerv bulundurma oranı) ve  $e^*$ , Merkez Bankasının kontrolü altındadır.  $r^*$ 'ın azalması M2 para çarpanını artırır. Çünkü bu oranın azalması, bankaları daha fazla kredi verme ve bu yolla mevduatlarını artırma olanağı vermektedir. Rezerv bulundurma oranı para arzını ayarlamada Merkez Bankasının en etkili politika araçlarından biridir. Diğer faktörler,  $c^*$ ,  $mb^*$ ,  $g^*$  ve  $e^*$  davranışsal parametrelerdir.<sup>71</sup> Nakit mevduat oranı ( $c^*$ ) küçüldükçe para çarpanı büyür. Bunun sebebi nakdin yalnızca bire bir olarak, rezervlerin ise bire birden büyük oranda para stokunu arttırmasıdır. Parasal tabanın nakit olarak kullanımı azaldıkça rezervler yükselecek ve para arzı artacaktır. Para arzı parasal taban ile orantılıdır. Bu nedenle parasal tabandaki bir artış, para arzında da aynı oranda bir artışa sebep olacaktır.<sup>72</sup>

### 2.5.7. Yurtiçi Kredilerin GSYİH'ya Oranı

Yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranının artması da öncü göstergeler yaklaşımında kullanılmaktadır. Bu bağlamda yapılan araştırmada 62 kriz incelenmiş ve bu krizlerin yüzde 56'sında yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranının arttığı görülmüştür. Böylesine bir artış ile karşılaşılması için yurtiçi kredilerde genişleme olması, GSYİH'nın azalması ya da her ikisinin birden olması gerekir.

<sup>71</sup> Aynı, s.6.

<sup>72</sup> Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, *Makroekonomi*, (Eskişehir: Eğitim Sağlık Ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayın No:145, 1999), s.673.

Bankacılık sektörü tarafından kullanılan kredilerdeki hızlı bir artış, özellikle bankacılık sektörü fazla gelişmemiş olan ülkelerde bir kriz riski oluşturmaktadır. Kredilerin geri ödenmeme riskiyle ortaya çıkan batık kredi portföyü artmış bir bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar ülke ekonomisine bir yük getirecektir.<sup>73</sup>

### 2.5.8. Reel Mevduat Faiz Oranı

Mevduatlara uygulanan reel faiz oranının bulunmasında mevduat faiz oranı tüketici fiyat endeksi yardımıyla deflete edilir. Deflete etme işlemi basitçe nominal faiz oranından enflasyon oranı çıkartılarak yapılır.

Sürekli artan enflasyon oranı orta ve uzun vadede yüksek reel faize sebep olur. Bunun sebebi yatırımcıların bu belirsizlik ortamında mutlaka daha yüksek bir risk primi talep etmesidir.<sup>74</sup> Mevduat faiz oranı ne kadar yüksekse, mevduatlar da o kadar fazla olacaktır. Bankalar da bu yolla daha fazla fonu ödünç verebilecektir. Öte yandan mevduat faiz oranını daha cazip hale getirmek de kredi maliyetlerini yükseltecektir.<sup>75</sup> Yüksek faiz oranları, likidite problemlerinin ve bankacılık sektörü kırılganlığının habercisidir.

Öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde ele alınan 44 krizden yüzde 89'unda mevduatlara uygulanan reel faiz oranının artmış olduğu gözlenmiştir. Karşımıza çıkan bu yüksek oran, faiz oranı göstergesinin krizleri öngörmede ne denli başarılı olduğu konusunda ipuçları vermektedir.

### 2.5.9. M2/Brüt Uluslararası Rezervler

Söz konusu oran, Merkez Bankası'nın parasal yükümlülükleri karşısındaki rezerv gücünü özetlemektedir. M2/Brüt uluslararası rezervleri oranı, uluslararası sermaye akımlarını yönlendiren birçok "rating" kuruluşu açısından bir ülkenin likidite yükümlülüklerinin değerlendirilmesinde önemli bir gösterge olarak kullanılır. Oran, Merkez Bankasının likidite yükümlülüklerini karşılayabilmek için yeterli uluslararası

<sup>73</sup> Erkin Işık, **Kriz Öncü Göstergeleri**, (Dışbank, MakrOdak, Aralık 2000), s.10.

<sup>74</sup> Kemal Derviş, "Kriz: Nereden Nereye?", **İktisat İşletme ve Finans**, (Yıl:17, Sayı: 194, Mayıs 2002), s.9.

<sup>75</sup> Parasız, **a.g.e.**, s.117.

rezerv birikimine sahip olup olmadığı konusunda bilgi vermektedir. M2/Brüt uluslararası rezerv oranının yükselmesi, Merkez Bankasının parasal yükümlülüklerinin görece artmış olduğunu ve bu artış karşısında finansal sistemin olası şoklara karşı daha savunmasız duruma düştüğünü ifade eder. Dolayısı ile bu göstergenin zaman içinde yükselmesi bir likidite krizinin ön habercilerinden birisi olarak yorumlanmaktadır.<sup>76</sup>

#### 2.5.10. Üretim Endeksi

Üretim endeksinde karşılaşılan azalışlar da bir kriz sinyali olarak kabul edilir. Üretim endeksi olarak sanayi üretim endeksi kullanılmaktadır. Öncü göstergeler yaklaşımına göre, incelenen 57 kriz durumunun yüzde 77'sinde üretim endeksinin azalmış olduğu görülmüştür.

#### 2.5.11. Hisse Senedi Fiyat Endeksi

Olası krizi işaret eden diğer bir önemli gösterge hisse senedi fiyat endeksi'dir. Finansal piyasaların küreselleşmesi yabancı yatırımcıların, yurtiçi hisse senedi piyasasındaki payını arttırmıştır. Ani sermaye çıkışları her zaman döviz kuru, ödemeler dengesi ve dış borç problemlerine neden olmaktadır. Sıcak para girişi hisse senedi fiyatlarını artırır ve reel döviz kurunun yüksek seviyelerde kalmasına yol açar. Ancak, bu kısa vadeli sermayenin ülkeden aniden çıkış yapması bir finansal krizle sonuçlanır.<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001), s. 13.

<sup>77</sup> Şaziye Gazioğlu, "Capital Flows to an Emerging Financial Market: Turkish Case Study", **Erc/Metu, VI. International Conference in Economics**, (Ankara: September 11-14, 2002), s. 1,2.

## İkinci Bölüm

### ÖNCÜ GÖSTERGELER YAKLAŞIMI IŞIĞI ALTINDA 2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT KRİZLERİ

#### 1. 2000 YILI ENFLASYONU DÜŞÜRME PROGRAMI

Türkiye 1999 yılının Aralık ayında Uluslararası para fonuyla (IMF) yeni bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Ancak, program birinci senesini doldurmadan ekonomi önce 2000 Kasım ayında sonra 2001 Şubat ayında iki krizle sarsılmıştır. Bu bölümde 2000 yılı enflasyonu düşürme programı öncesinde Türkiye ekonomisinin yaşadığı gelişmeler incelenecek, daha sonra programda alınan kararlar ve programın uygulama sonuçlarından bahsedilecektir. Ve nihayet son olarak da birinci bölümde ayrıntısıyla ele alınan öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde ele alınan değişkenlerin yaşanan iki krizi öngörme kabiliyeti araştırılacaktır.

#### 1.1. Program Öncesi Gelişmeler

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllardan itibaren giderek sıklaşan aralıklarla kriz sürecine girmiştir. Bu yıllarda 5 Nisan 1994 ve 1998 IMF yakın izleme programı gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konsa da kalıcı bir başarı sağlanamamış, ekonomi Doğu Asya ülkeleri ve Rusya'da patlak veren krizlerden de etkilenerek ağır bir daralma sürecine itilmiştir. 1998 yılının ikinci yarısından sonra derinleşen ekonomik kriz, bu tür dışsal şokların yanısıra 1990'lı yıllar boyunca sürdürülen dışa bağımlılık ve yapay büyüme stratejisinin sonucunda meydana gelmiştir. Söz konusu yıllarda sıcak para da denilen kısa vadeli yabancı sermaye girişleri özendirilmiş ve bu şekilde kısa süreli , yapay büyüme yoluna gidilmiştir. Böylece ekonomi tamamen konjonktürel ve dışsal şoklara bağımlı hale gelmiş ve ekonominin kısa vadeli, mini büyüme-kriz-istikrar sarmalına sokulmasına neden olmuştur.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, (İletişim Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2001), s. 159, 160.



1999 yılına daha yakından bakılacak olursa, hem içsel hem de dışsal nedenlerden kaynaklanan sorunlardan dolayı bu yıl Türkiye için zor geçmiştir. Doğu Asya krizi ve sonrası önemli ticaret ortaklarımızdan biri olan Rusya'da krizin yaygınlaşması ve ülkemizde yaşanan deprem felaketi hem mali hem de reel sektörü derinden etkilemiştir. 1999 yılında ülkeden önemli ölçüde fon çıkışı olmuş, yabancı portföy yatırımları hızla azalmaya başlamıştır. Bunun yanısıra, vergilerin etkin bir şekilde toplanamaması ve yeterli özelleştirme yapılamaması, kamu borçlanma gereğini arttırmıştır. Hazinesin iç borçlanma yoluyla kaynak yaratmaya çalışması hem vadelerin kısalmasına hem de faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Reel faiz oranlarının artması beraberinde kredi faizlerinin artmasını, bu durum da reel sektörde yüksek maliyetli kaynak girişini ve dolayısıyla üretim ile kapasite kullanım oranlarının düşmesi sonucunu doğurmuştur.

Özetlenecek olursa, ekonomide son on yıldır yaşanan ve kronik hale gelen bu olumsuzluklar, kamu finansman dengesinin bozulmasına, reel faizlerin sürdürülmez düzeylere yükselmesine, iç borç stokunun hızla artmasına, fiyat artışlarının hızlanma eğilimine girmesine ve ekonomik faaliyetlerde önemli bir daralma yaşanmasına neden olmuştur. Türkiye ekonomisinin makro dengelerindeki bu sürdürülemez yapı, orta-uzun vadeli ve aynı zamanda kapsamlı bir iktisadi programın uygulamaya konulmasını zorunlu hale getirmiştir.<sup>79</sup>

## 1.2. Programda Alınan Kararlar

Böylesine bir ekonomik ortamda, yüksek enflasyon oranının düşürülmesi ve ekonominin istikrara kavuşturulması amacıyla 2000 yılı enflasyonu düşürme programı uygulanmaya başlamıştır. Program, 2000 yılı başından 2002 yılı sonuna kadar üç yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır.

Bu çerçevede programın temel amaçları;

-TÜFE'nin yıl sonu itibarıyla, 2000'de yüzde 25, 2001'de yüzde 12 ve 2002'de yüzde 7'ye indirilmesi, TEFE'nin ise sırasıyla yüzde 20, 10, ve 5'e indirilmesi,

<sup>79</sup> "Türkiye Ekonomisi Değerlendirme Raporu", <http://www.basakekonomi.com.tr/turkiye-ekonomisi.htm>, (07.08.2002)

- ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak amacıyla yıllık büyüme oranının, program süresince yüzde 5-6 aralığında gerçekleşmesi,<sup>80</sup>
- reel faiz oranlarının makul düzeylere düşürülmesi,
- ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımının sağlanmasıdır.<sup>81</sup>

**Tablo 6. Temel Makro Ekonomik Hedefler (2000-2002)**

	2000	2001	2002
GSMH Büyüme Oranı	5,6	5,2	5,8
Enflasyon (TÜFE-Yıl Sonu % değişim)	25,0	12,0	7,0
Enflasyon(TEFE-Yıl Sonu % değişim)	20,0	10,0	5,0
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-1,8	-1,6	-1,5
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi/GSMH	2,2	3,7	3,7
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi (Özelleştirme hariç)/GSMH	3,7	-	-
Kamu Borç Stoku/ GSMH	57,9	56,6	54,6

**Kaynak:** Feyda Kadioğlu, Zelay Kotan, Gülbin Şahinbeyoğlu, "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000", <http://www.tcmb.gov.tr/%7Eresearch/discus/dpaper51.pdf>, (04.10.2001), s.3.

Enflasyonu Düşürme Programı üç temel unsur üzerine kurulmuştur;

- a) sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması,
- b) enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası,
- c) enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulanmasıdır.<sup>82</sup>

### 1.2.1. Döviz Kuru Politikası

2000 yılı enflasyonu düşürme programı dahilinde, döviz kuru çapası yardımıyla ekonomideki gelişmelerin öngörülebilir kılınması ve bu sayede yerli ve yabancı yatırımcılar için finansal yatırımların getirisi üzerindeki belirsizliğin azaltılması düşünülmektedir.<sup>83</sup>

<sup>80</sup> Osman Demir, "2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:16, Sayı: 184, (Temmuz 2001), s.60.

<sup>81</sup> Ömer Faruk Çolak, "İstikrar Programı ve Kriz", *İşveren Dergisi*, Cilt 39, Sayı 5 (Şubat 2001), s. 1.

<sup>82</sup> "2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı", <http://www.hazine.gov.tr/yayin/emppm1/gaziercel.htm> (15.06.2001)

<sup>83</sup> Oğuz Yıldırım, *Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990-2000 Türkiye Örneği*, (Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1442, 2003), s.102.

- Merkez Bankası'nın döviz kurlarını önceden açıklaması ile birlikte;
- enflasyonist bekleyişlerin azaltılması,
  - programa olan güvenin yüksekliği, sürekliliği ve benimsenmesi ile doğru orantılı olarak geçmiş enflasyonun gelecekteki enflasyonu belirlemesinin önüne geçilmesi,
  - risk priminin döviz kurunun belirsizliğinden kaynaklanan bölümünün kalkması ve sermaye girişlerinin artması amaçlanmaktadır.

Sermaye girişi yoluyla faiz oranlarının düşmesi ile beraber ekonominin reel kredi stoku artırılarak mali derinleşmenin sağlanması hedeflenmektedir. Mali derinleşmenin sağlanması ve faizlerin düşmesi halinde, üretim maliyetleri düşerek enflasyonu olumlu yönde etkileyecektir. Faizlerin düşüşü ve ekonomide kullanılabilir kaynakların artması, hedeflerin gerçekleşmesini ve ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir.<sup>84</sup>

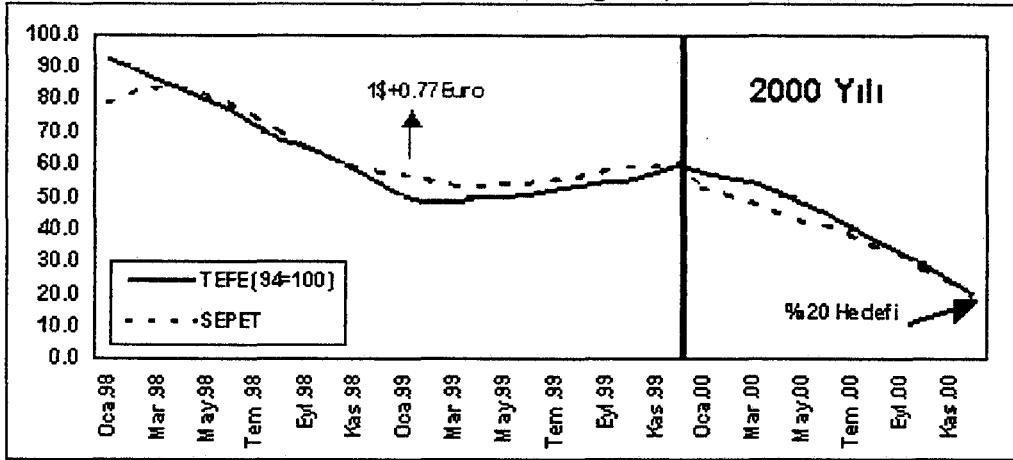
Bu çerçevede döviz kuru politikası iki farklı dönemde, iki farklı kur rejimi altında şekillenmektedir. Döviz kuru politikasının 2000 Ocak- 2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık süreç içerisinde, **enflasyon hedefine yönelik kur sepeti**, izleyen dönemde ise **kademeli olarak genişleyen bant** çerçevesinde yürütülmesine karar verilmiştir.<sup>85</sup> Bu bağlamda Merkez Bankası, 1 \$+0,77 Euro'dan oluşan bir sepet yaratmış ve bu döviz kuru sepetinin artış oranının yıllık bazda yüzde 20 olmasını taahhüt etmiştir. Günlük döviz kuru sepeti ayarlamalarının da her ay içerisinde sabit kalması öngörülmüştür. Böylelikle program süresince para arzındaki genişleme doğrudan doğruya piyasa güçlerine bırakılacak ve enflasyonist baskıların hafiflemesi sağlanacaktır.<sup>86</sup>

<sup>84</sup> <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil/para.htm> (23.05.2003)

<sup>85</sup> Gazi Erçel, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 12.

<sup>86</sup> Erinç Yeldan, "Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Krizin Yapısal Dayanakları", <http://www.bianet.org/diger/tartisma1961.htm> (26.04.2001)

**Grafik 1. Toptan Eşya Fiyatları ve Kur Sepeti**  
(Yıllık Yüzde Değişim)



**Kaynak:** Gazi Erçel, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 12.

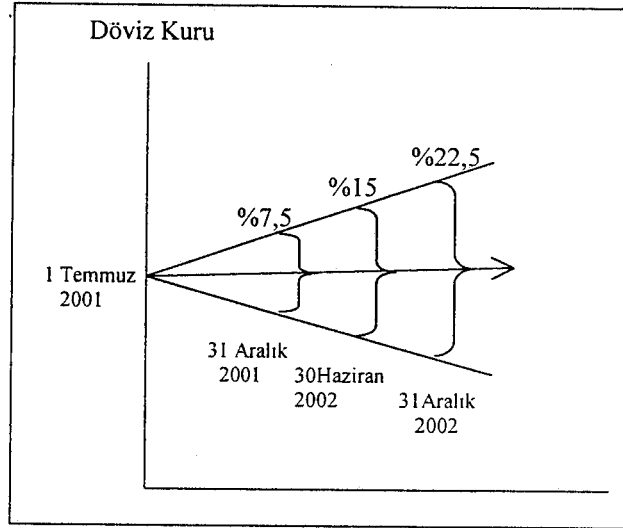
2000 yılı Ocak ayından 2001 yılı Haziran ayına kadar ilk 18 aylık dönemde, Merkez Bankası üçer aylık dönemler sonunda, önceki 9 aylık dönemdeki döviz kur sepeti artış oranını açıkladığı gibi koruyacak ve ilave üç ay için de kur sepeti artış oranını yine hedeflenen enflasyonla tutarlı şekilde kamuoyuna açıklayacaktır. Böylelikle her üç ayın sonunda gelecek 12 aylık dönemin sepet artış oranları biliniyor olacaktır. 2000 yılı için istikrar programının koyduğu döviz kuru sepeti hedefleri tablo 7’de özetlenmiştir.

**Tablo 7. 1 ABD Doları + 0,77 Euro’dan Oluşan Döviz Kuru Sepeti Hedefleri**

	Ay sonu Sepet Değeri (1 USD+0,77 EURO)	Değişim Oranları		
		Aylık (%)	Kümülatif (%)	Günlük (%)
1999 Aralık	959,020			
2000 Ocak	979,160	2.1	2.1	0.06
Şubat	999,722	2.1	4.2	0.07
Mart	1,020,716	2.1	6.4	0.06
Nisan	1,038,069	1.7	8.2	0.05
Mayıs	1,055,716	1.7	10.1	0.05
Haziran	1,073,663	1.7	12.0	0.05
Temmuz	1,087,621	1.3	13.4	0.04
Ağustos	1,101,760	1.3	14.9	0.04
Eylül	1,116,083	1.3	16.4	0.04
Ekim	1,127,243	1.0	17.5	0.03
Kasım	1,138,516	1.0	18.7	0.03
Aralık	1,149,901	1.0	19.9	0.03

**Kaynak:** Gazi Erçel, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 14.

Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan Temmuz 2001–Aralık 2002 döneminde ise, bant uygulamasına geçilecektir. Söz konusu aralığın toplam genişliği aşamalı olarak arttırılacaktır. Buna göre, 1 Temmuz 2001’den 31 Aralık 2001’e kadar kademeli olarak yüzde 7,5’e, 30 Haziran 2002’ye kadar yüzde 15’e ve 31 Aralık 2002’ye kadar yüzde 22,5’e yükseltilecektir. Bant uygulamasında, kurun bandın içindeki hareketlerine Merkez Bankası’nın müdahalesi olmayacaktır.<sup>87</sup> Döviz kuru sepetinin uygulanacağı kur bandı Şekil 2’de verilmektedir.



**Şekil 2. Temmuz 2001-Aralık 2002 Yılları Arasında Uygulanacak Olan Kur Bandı**

**Kaynak:** Gazi Erçel, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 15.

2001 yılının ikinci yarısından itibaren aşamalı olarak esnetilen döviz kuru politikasıyla beraber, net iç varlıklar hedefi de esnetilecektir. Daha sonraki aşamada kur çapasına dayalı politikadan enflasyon hedeflemesine yönelik bir para politikasına geçiş amaçlanmaktadır.<sup>88</sup>

### 1.2.2. Para Politikası

Uluslararası Para Fonu ile gerçekleştirilen destekleme anlaşması (stand-by) çerçevesinde para politikasının temel araçları ve hedefleri de belirlenmiştir. Merkez Bankası’nın temel para ve kur politikası araçları, döviz piyasası, açık piyasa ve bankalar arası para piyasası işlemleri ile zorunlu karşılıklar ve disponibilibite oranıdır.

<sup>87</sup> Gazi Erçel, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 14.

<sup>88</sup> Gülsün Gürkan Yay, “Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:16, Sayı: 184, (Temmuz 2001), s.77.

Uygulanacak olan kur ve para politikasının yansıması, Merkez Bankası bilançosundaki temel büyüklükler çerçevesinde izlenecektir.<sup>89</sup>

Açıklanan kur politikasını desteklemek amacıyla, Merkez Bankası bilançosunda yer alan parasal tabandaki değişme sadece net dış varlıklar kalemindeki değişme ile sınırlandırılmıştır. Bu nedenle net iç varlıklar kalemine üst limit hedefleri konulmuştur. Ayrıca, bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için, zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır. Buna göre net iç varlıkların, toplam para tabanının +/-%5 ine eşdeğer bir bant içinde seyretmesine izin verilmiştir.<sup>90</sup>

Kur politikasının likidite politikası üzerindeki yansıması, Merkez Bankası'nın önceden açıkladığı kurdan kendisine getirilecek tüm döviz satın alması, yani istendiğinde piyasaya döviz karşılığı Türk Lirası likidite vermesi şeklinde gerçekleşecektir. Merkez Bankası'nın piyasalar için Türk Lirası yaratma işlemi, ilk 18 aylık dönem süresince döviz satın alması yoluyla yapılacaktır. Uygulanacak bu fonlama yöntemi, net iç varlıklar değişkeni üzerine kısıt getirilmesi ve net iç varlıklarda dalgalanmanın azaltılması ile daha da güçlendirilmektedir. Buna göre 1999 yılı sonundan başlayarak üç aylık dönem sonları itibariyle net iç varlıkların alabileceği maksimum değer, performans kriteri olarak, -1.200 trilyon Türk Lirası'nda sabitlenmiştir.<sup>91</sup>

**Tablo 8. Net İç Varlıklar (Trilyon TL.)**

30 Eylül	1999 (Gerçekleşme)	-1,400.5
31 Aralık	1999	-1,200.0
31 Mart	2000	-1,200.0
30 Haziran	2000	-1,200.0
30 Eylül	2000	-1,200.0
31 Aralık	2000	-1,200.0

**Kaynak:** Gazi Erçel, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 20.

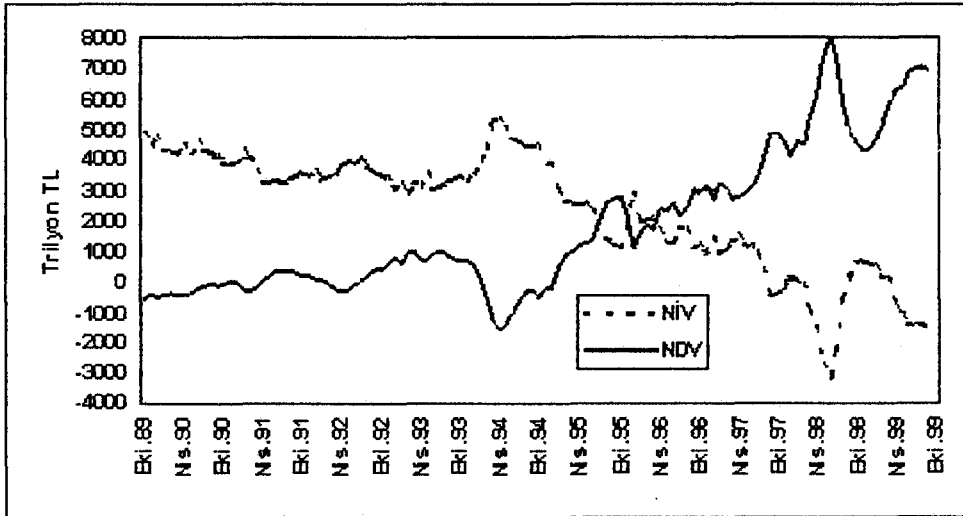
<sup>89</sup> <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil/para.htm> (23.05.2003)

<sup>90</sup> Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, (Ankara: İletişim Yayıncılık AŞ., 2001),s.167.

<sup>91</sup> <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil/para.htm> (23.05.2003)

Bankaların nakit yönetimlerinde daha etkin bir role hazırlanmaları için Merkez Bankası, Türk Lirası işlemleri karşılığı verdiği likiditeyi azaltırken, bankalara dövizle likidite sağlama konusunda gerek miktar gerekse fiyat açısından mutlak bir garanti vermektedir. Öte yandan bankaların ay içinde ortaya çıkan geçici nitelikteki likidite taleplerini karşılayabilmeleri ve daha etkin bir likidite yönetimi yapabilmelerine imkan tanımak amacıyla, daha önce Merkez Bankası'nda bloke olarak tutulan zorunlu karşılıkların bir miktarını kullanabilme esnekliği getirilmiştir. Daha önce yüzde 8 olan bu oran, getirilen yeni uygulama ile bankaların bloke hesapta tutacakları miktar için yüzde 6'ya düşürülmüş, kalan yüzde 2'lik bölüm ise disponibilitate olarak haftalık ortalamalar bazında sağlanabilme olanağı vermiştir. Merkez Bankası bilançosu açısından ele alındığında ise net iç varlıkların sabit kalması, para tabanındaki değişimin ancak ve ancak net dış varlıklardaki değişim karşılığında olacağı, bu da likiditenin döviz karşılığı yaratılacağı anlamına gelmektedir.<sup>92</sup>

**Grafik 2. Net İç Varlıklar ve Net Dış Varlıklar  
(Bugünkü Değerler, Ekim 1989-Ekim 1999)**



**Kaynak:** Gazi Erçel, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 21.

Merkez Bankası net iç varlıklarını sınırlandırdığında, parasal tabanın genişlemesi net dış varlıkların artmasıyla mümkün olacaktır. Ancak, Merkez Bankasının analitik bilançosu açısından, para tabanının genişlemesi sadece Merkez Bankasına dış yükümlülük getirmeyecek biçimde ülkeye giren dövizle bağlıdır. Yani Merkez Bankası

<sup>92</sup> <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi1/para.htm> (23.05.2003)

ancak bankalardan döviz satın alarak emisyon hacmini genişletebilecek ve dolaşıma Türk Lirası banknot çıkarabilecektir.<sup>93</sup>

Bu anlamda sadece ihracat sonucu elde edilecek döviz gelirleri doğrudan doğruya parasal tabanın genişlemesine yol açmaktadır. İhracat malları üretimi için ekonomide reel sektör tarafından para talebi yaratıldığı sürece, söz konusu parasal genişlemenin enflasyonist etkileri olmayacaktır. Dolayısıyla, para arzının genişlemesi, sadece yurt dışından döviz girdisine bağlanırsa, enflasyonist eğilimlerin de önüne geçilmiş olacaktır.<sup>94</sup>

Daha açık bir ifadeyle, Merkez Bankası artık para kurulu gibi çalışacaktır. Buna “Örtülü Para Kurulu” yada “Yumuşatılmış Para Kurulu” da denebilir. Bu para kurulunun dünyadaki uygulamalarından tek farkı, her gün sabit bir kurdan işlemlerin yapılması yerine, her gün değişen fakat önceden bilinen kurdan bu işlemlerin yapılacak olmasıdır.<sup>95</sup>

“Para otoritesinin, para idaresini doğrudan doğruya döviz giriş-çıkışına bağımlı kılan bu mekanizmada en önemli unsur, dış piyasadan sermaye girişinin sürdürülebilmesidir. Döviz girişlerinin program çerçevesinde doğrudan parasal genişlemeye yol açması, Merkez Bankası’nın sterilizasyon yapmayacağı anlamına gelmektedir.”<sup>96</sup>

2000 yılı boyunca net uluslararası rezervlerin üzerinde tutulması planlanan taban değerleri tablo 9’da verilmiştir. Net uluslararası rezervlerin, saptanan bu taban değerlerinin altına düşme eğilimi göstermesi durumunda Merkez Bankası gerekli önlemler ile bu eğilimleri kırma yoluna gidecektir.

<sup>93</sup> Yeldan, *Küreselleşme...*,s.166-168.

<sup>94</sup> Erinç Yeldan, “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Krizin Yapısal Dayanakları”, <http://www.bianet.org/diger/tartisma1961.htm> (26.04.2001).

<sup>95</sup> Hasan Olgun, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı”, <http://faculte.homepage.com/imf.html> ,s: 3 (07.09.2001).

<sup>96</sup> Yeldan, *Küreselleşme...*, s: 168.



**Tablo 9. Net Uluslararası Rezerv Taban Değerleri (Milyon ABD Doları)**

		TABAN
30 EYLÜL	1999 (Gerçekleşme)	17,923
31 ARALIK	1999	12,000
31 MART	2000	12,000
30 HAZİRAN	2000	12,750
30 EYLÜL	2000	12,750
31 ARALIK	2000	13,500

**Kaynak:** Gazi Erçel, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", TCMB,(Ankara: 9 Aralık 1999), s. 24.

Uluslararası Para Fonu ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde, 2000 yılı için net uluslararası rezervlere ait taban değeri hedefleri, net iç varlıklar hedefi için ise dönem sonlarında bu değişkenin ulaşabileceği tavan değerleri belirlenmiştir. Stand-by programında uluslararası rezervler, 2000 yılının ilk yarısına kadar performans kriteri olarak kabul edilirken, net iç varlıklar değişkeni 2000 yılı boyunca performans kriteri olarak belirlenmiştir.<sup>97</sup>

### 1.2.3. Maliye Politikası

Sıkı maliye politikası çerçevesinde 2000 yılında faiz ödemeleri ve depreme ilgili harcamaların dışında kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSMH'ya oranının üç yıllık hedef dönem içerisinde yüzde 3,7'ye ulaşması, bütçe dışı fonların aşamalı olarak tasfiye edilmesi, 1999'da yüzde 58 olan kamu borçları/GSMH oranının 2001 yılında yüzde 56,5 ve 2002'de yüzde 54,8'e düşmesi, standart katma değer vergisi oranının yüzde 15'den yüzde 17'ye, dayanıklı tüketim mallarında yüzde 23'den yüzde 25'e, kira ve serbest meslek gelirleri stopajının yüzde 15'den yüzde 20'ye çıkartılması, tütün ve alkollü içeceklerdeki katma değer vergisi oranının yüzde 20 arttırılması amaçlanmıştır.<sup>98</sup>

### 1.2.4. Gelirler Politikası

Programın gelirler politikası ayağı daha yüzeysel ve uygulanan diğer politikaları destekleyici niteliktedir. Bu politikalar özellikle özel sektöre, hedef enflasyon

<sup>97</sup> <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil/para.htm> (23.05.2003).

<sup>98</sup> Demir, a.g.e., s.60.

öngörülerini doğrultusunda ücret ayarlamaları ve fiyat artışları konusunda yol gösterici nitelik taşımaktadır. Gelirler politikası çerçevesinde memur maaşlarının hedeflenen TÜFE oranında artması (2000 yılının ilk altı ayında yüzde 25, ikinci altı ayında yüzde 15) hedeflenmiştir. Bu maaş artış oranlarının, devlet memurlarının satın alma güçlerindeki aşınmayı engelleyeceği düşünülmektedir.<sup>99</sup> 766 milyar doları 2000 yılında olmak üzere, 2000-2002 yıllarını kapsayan dönem içerisinde 18 milyar dolar özelleştirme geliri elde edilmesi, 2000 yılında Petrol Ofisi AŞ., Tüpraş, GSM lisansı, Türk Telekom ve Vakıfbank, 2001 yılında TŞFAŞ, Çaykur, MKEK, ETİ Holdingin bazı fabrikalarının ve TEKEL'in bazı bölümlerinin özelleştirilmesi öngörülmektedir.<sup>100</sup>

### 1.2.5. Yapısal Reformlar

Programın en ağır ve uygulanması en zor ayağını oluşturan yapısal reform paketi dahilinde kamu finansmanını güçlendirmek ve kamu harcamalarındaki israfı azaltmak için: Tarım ve sosyal güvenlik reformu, emeklilik reformu, kamunun mali yönetiminde şeffaflık, vergi politikası ve idaresinde reform, kapsamlı bir özelleştirme programı, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve düzenlenmesi amacıyla reformlar yer almaktadır.<sup>101</sup>

### 1.3. Programın Değerlendirilmesi

2000 yılı itibariyle bakıldığı zaman programa genel hatlarıyla uyulmuş olduğu görülmektedir. Bu anlamda Kasım 2000'de patlak veren krizin iktisadi göstergelerin belki de en olumlu olduğu dönemde ortaya çıktığı söylenebilir. Bu noktada Kasım 2000 krizinin ne kadarının modelin içsel tutarsızlıklarından kaynaklandığı ve ne kadarının kendi hatalarının sonucu olduğu sorusunu cevaplandırmak anlamlı olacaktır.<sup>102</sup>

İlk olarak programa duyulan güven sorgulanmalıdır. Programın 17 Ağustos 1999 depreminden hemen sonra yürürlüğe konması ve başarı şansının odak noktasını

<sup>99</sup> IMF, "Turkey Letter of Intent", (December 1999) <http://www.imf.org/external/np/loi/1999/120999.htm> (15.08.2001).

<sup>100</sup> Demir, a.g.e., s.61.

<sup>101</sup> Yay, a.g.e., s.78.

<sup>102</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde...*, s.183.

oluşturan inandırıcılık özelliğinin son derece önemli olduğunun anlaşılabilmesi, programa olan güvenin yeteri kadar sağlanamamasına neden olmuştur.<sup>103</sup>

Türkiye geçmiş yıllarda IMF ile anlaşma yaparak bir çok kez istikrar programı uygulamasına rağmen bunlarla enflasyonu düşürememiş, üstelik bu istikrar programlarının bir bölümünü de yarıda kesmiştir. Geçmişte uygulanan bu başarısız programlar yeni programın da başarısı konusunda şüpheler uyandırmıştır. Bu olumsuz görüşler, döviz çıpa yapan benzer programların başarısız olmasından da kaynaklanmaktadır. Örneğin Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland'da döviz kurunu çıpa yapan programlar finansal krizlerle son bulmuştur.<sup>104</sup>

Modelin yürütülebilmesinin asgari koşulları kamu açıklarının ve dolayısıyla harcamalarının büyük oranda azaltılabilmesi, yurtiçi piyasaların ve kamunun Merkez Bankası'ndan kredi ihtiyaçlarının asgaride tutulması, bankaların likit varlıklarının olması, dolayısıyla gerektiğinde Türk Lirasına çevirebilecekleri döviz pozisyonlarının varlığıdır. Nitekim, 2000 yılı Kasım ayının sonlarında patlak veren kriz, temelinde bankacılık kesiminde likidite sorununun bir parçasıdır.<sup>105</sup>

Programa göre riskli bir bankacılık sistemi dışarıdan borçlanacak fakat sterilizasyon da olmayacaktır. Para kurulu benzeri bu uygulamaya göre, Merkez Bankası'nın net iç varlıkları sabitlendiği için, parasal taban Merkez Bankası'nın net dış varlıklarına göre belirlenecektir. Bu sistemde yabancı kaynak giriş-çıkışında ortaya çıkabilecek bir aksama, ekonomide para faiz-intibakı yapılmasına imkan vermemektedir.<sup>106</sup>

Ulusal mali piyasalarda para arzını denetleyebilmek için Merkez Bankası'nı bir para kurulu idaresine dönüştüren bu modele göre, ihracat sonucu elde edilecek döviz gelirleri doğrudan doğruya parasal tabanın genişlemesine yol açmaktadır. Para arzının

<sup>103</sup> İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar**, (Bursa: Ezgi Kitabevi, Mart 2001), 1. basım, s.449.

<sup>104</sup> Ercan Uygur, **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No: 2001/1, Nisan 2001, s.10.

<sup>105</sup> Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde...**,s.187.

<sup>106</sup> Uygur, **a.g.e.**, s.10.

genişlemesi döviz girişine bağlandığında, enflasyonist eğilimlerin de önüne geçilmiş olacaktır. Ancak, sözkonusu model daha çok mal ve hizmet ihracatı sayesinde kazanılan dövizleri hedeflemektedir. Spekülatif sermaye hareketlerinin bu denli akışkan olduğu günümüz finans dünyasında, bir ekonominin tüm parasal tabanını dış dünyanın kısa vadeli, spekülatif hareketlerine bırakmasının tehlikeli olacağı açıktır.

Ayrıca, program yöneticilerinin üç yıllık süreyi öngören böylesine bir takvimde, bu tür spekülatif hareketlere karşı para programından çıkış mekanizmasını öngörmemiş olması, programın en önemli eksikliklerinden birisi olarak değerlendirilmektedir.

Bütçenin ve kamu kesiminin mali uyum hedefleri, faiz dışı denge üzerinde yoğunlaşmıştır. Ancak bu yoğunlaşmanın şöyle bir sakıncası vardır: Faiz dışı denge hedefleri, özel kesime yapılan faiz transferlerini ve bu transferlerin özel talep üzerindeki uyarıcı etkisini gözardı etmektedir. Kamu talebi ile birlikte özel talebi de önemseyen bir yaklaşımın, faiz transferlerini de dikkate alması gerekmektedir.

2000 yılı enflasyonu düşürme programı, döviz kurundaki değişimleri yaşamış enflasyona göre ayarlamak yerine, hedeflenen enflasyon oranına göre aşındırmayı planlamıştır. Bu şekilde belirlenen döviz kuru sepeti ile yurtiçi fiyatlardaki değişim hadlerinin yakınsanacağı bir çıpa görevi üstlenmektedir. Ancak sözkonusu yakınsamanın gecikmeli olması ya da çıpanın çok uzun süre kullanılması, ulusal paranın aşırı değerli konuma gelmesine ve ekonominin dış dengesinde sorunlar yaşanmasına yol açmaktadır. İktisat yazınında da döviz çıpasına dayalı enflasyonu düşürme politikalarının ulusal ekonomideki fiyat istikrarı ile finansal kriz ihtimali arasında bıçak sırtı bir denge yarattığı belirtilmektedir. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının hemen hepsinde önce tüketim ve ithalat patlamasına dayalı reel büyüme, daha sonra genişleyen dış açık ve nihayet finansal krize dayanan bir çevrim yaşanmaktadır.

Programın kendi içsel kurgusu bakımından önemli bir nokta, döviz kurunun program başlangıcındaki reel değerinin fiyat hareketlerine nispi olarak dengeli olması koşuludur. Başka bir deyişle, programın başlangıcında zaten reel olarak değer kazanması beklenen Türk Lirasının, program başında en azından fiyat enflasyonuna

göre dengede hatta değer yitirmiş konumda olması önemli bir koşuldur.<sup>107</sup> Bu anlamda Türk Lirasında beklenen bu değerlenmeyi biraz azaltmak için yüzde 4-5 oranında bir mini devalüasyon yapılması gerektiği söylenebilir.<sup>108</sup> Bu adım ile birlikte yıl boyunca yaşanan ithalat patlaması frenlenebilir, ihracat kesimi canlanabilir, cari işlemler açığı da daha kontrol edilebilir düzeyde tutulabilirdi.<sup>109</sup>

Ayrıca IMF, programda uzun dönemli, sürdürülebilir büyüme konusuna ağırlık vermediği, daha çok reel ekonominin düzelmesi için mali konulara öncelik verdiği gerekçesiyle eleştirilmiştir. Mali konularda gösterilen yapay iyileştirme çabaları, reel ekonominin gelecekte herhangi bir krize duyarlı hale gelmesine yol açmıştır. Bununla birlikte, interbank piyasası kredilerine getirdiği zımni güvence, Türkiye'nin bankacılık sektörünün kırılmasını arttırmış, aynı zamanda krizin patlak vermesine de katkı sağlamıştır.<sup>110</sup>

#### 1.4. Programın Uygulama Sonuçları

2000 yılı enflasyonu düşürme programının genel bir değerlendirmesi yapıldığında istikrar programının teknik gereklerine bu dönemde uyulmuş olduğu söylenebilir. Programın özelleştirme hedefleri, tarım ve bankacılık gibi bazı alanlardaki yapısal nitelikteki düzenlemeleri tam anlamıyla gerçekleştirilememiş olmasına karşın para ve maliye politikaları teknik hedeflerle uyum içerisinde uygulanmıştır. Döviz kuru sepeti yıllık aşınma hedefi içinde tutturulmuş, Merkez Bankası para kurulu gibi çalışarak net iç varlıklar hesabını denetim altına almış, kamu bütçesinde faiz dışı dengede yıl sonu hedefi yakalanmıştır.<sup>111</sup>

Program dahilinde GSMH'nin yüzde 4,5 oranında artması öngörülmüştür. Ancak, faizlerin hızla düşmesi ve Türk Lirasının aşırı değerlenmesine bağlı olarak, hem

<sup>107</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde...*, s. 185-188.

<sup>108</sup> Parasız, *a.g.e.*, s.443.

<sup>109</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde...*, s. 190.

<sup>110</sup> C. Emre Alper, Ziya Öniş, "Emerging Market Crisis and the IMF, Rethinking the Role of the IMF in the Light of Turkey's 2000-2001 Financial Crisis", s. 21, 22. [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID318664\\_code020728670.pdf?abstractid=318664](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID318664_code020728670.pdf?abstractid=318664) (15.06.2003)

<sup>111</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde...*, s.182.

yatırımlar hem de ithalat için uygun ortam oluşturulması GSMH'nın planlanandan hızlı artmasına neden olmuştur.<sup>112</sup>

Programda kur, net iç varlıklar ve bütçe açığı hedefleri tutturulmuş olmasına rağmen, enflasyon hedefi öngörüldüğü gibi gerçekleşmemiştir. TÜFE cinsinden yıllık enflasyon, Şubat 2000'den itibaren düşmeye başlamış fakat bu düşüş beklenenden daha yavaş olmuştur. Program kurda yüzde 20 ve TÜFE'de yüzde 25 artış öngörmüştür. Buna karşın 2000 yılının sonu itibariyle gerçekleşen yıllık enflasyon, programda öngörülen hedef oranın 15 puan üzerinde kalmıştır.

2000 yılında kamu fiyatlarının da bir çıpa olarak kullanılması amacıyla, 1999 yılının sonlarında yüksek kamu zamları yapılmıştır. Kamu kesimi enflasyonunun 2000 yılı başından itibaren yüzde 20 dolayında kalacağı varsayılmış ancak, 2000 yılı Ocak ayında kamu enflasyonunun bazı sektörlerde yüzde 30'u aştığı görülmüştür. Enflasyon beklentisinin yüksekliği yanında, bu tür olayların da katkısıyla, enflasyon 2000 yılı başlarında oldukça yüksek çıkmış ve programın sürdürülebilirliği tartışılmaya başlamıştır.

Kur hedefi, yıl boyunca doların euro'ya karşı değer kazanmasının da etkisiyle, fazlasıyla tutturulmuştur. Ancak 2000 yılı enflasyon oranı, TÜFE cinsinden yüzde 39 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla Türk Lirası 2000 yılı boyunca önemli ölçüde değer kazanmıştır.<sup>113</sup>

Faiz oranlarına bakıldığında, faizlerin oldukça dalgalı bir seyir göstermesine karşın, beklenenden daha hızlı düşmüştür. Üç aylık hazine bonolarının ortalama yıllık bileşik faizi 1999 yılında yüzde 100'ün biraz üzerinde iken, 2000 yılının Ocak-Kasım ayları arasında yüzde 38 olarak gerçekleşmiştir. Faiz oranlarındaki bu düşüş, özellikle yılın son üç çeyreğinde bütçeyi rahatlatmış ve iç borç stokunun daha yavaş artmasında

<sup>112</sup> Parasız, a.g.e., s. 443.

<sup>113</sup> Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis", prepared for a conference on **Financialization of the Global Economy**, PERI, University of Massachusetts, (December 7-9, Amherst, Mass, 2001), s.13.

önemli bir rol oynamıştır. Faiz dışı fazla da program hedefinin üzerinde (GSYİH'nın yüzde 2,2'si yerine yüzde 2,8'i) gerçekleşmiştir.

**Tablo 10. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programının Makroekonomik Hedefleri ve Gerçekleşmeler**

	1999	2000		2001	
		Hedef	Gerçekleşme	Hedef <sup>a</sup>	Gerçekleşme
<b>Reel Sektör</b>					
GSMH Büyüme Hızı	-6,1	(5-5,5)	6,1	-3,0 (5-6)	-9,4
TEFE Enflasyon Oranı <sup>b</sup>	62,9	20,0	32,7	57,6 (10-12)	88,6
TÜFE Enflasyon Oranı <sup>b</sup>	68,8	25,0	39,0	52,5(10,12)	68,5
<b>Ortalama H.B. Faiz Oranı</b>					
Nominal	106,2	---	38,0	81,1	100,4
Reel (Geriye Doğru) <sup>*</sup>	25,2	---	-11,4	23,7	---
Reel (İleriye Doğru) <sup>**</sup>	32,0	---	-6,5	36,4	---
<b>Konsolide Kamu Sektörü<sup>c</sup></b>					
Faiz Dışı Bütçe Dengesi	-2,0	2,2	2,8	5,5 (5,0)	5,5
Net Faiz Ödemeleri	22,1	17,2	21,9	22,6	25,0
KKBG (MB. Kârları Dahil)	24,4	15,0	19,1	17,1	19,5
Bütçe Dengesi	-12,4	-7,4	-6,6	-3,2	---
Net Toplam Borç	61,0	58,0	58,4	78,5 (56 ½)	93,5
Net İç Borç	40,9	---	38,8	44,3	53,9
<b>Ödemeler Dengesi<sup>c</sup></b>					
Cari İşlemler Dengesi	-0,7	-1,5 -- 2	-4,8	-0,6 (-1,5 -- -2)	1,5
Net Dış Borç	34,0	<34,0	37,0	44,3	51,8

**Kaynak:** Akyüz ve Boratav, a.g.e., s. 24.

<sup>a</sup> Parantez içindeki rakamlar, Aralık 1999'da, program başlangıcında tespit edilmiş olan hedeflerdir.

<sup>b</sup> 12 aylık; Dönem sonu itibarıyla.

<sup>\*</sup> Hazine Bonosu (H.B.) ihalesi yapıp nominal faiz oranının belirlendiği tarihten önceki bir yılda gerçekleşen enflasyon oranı planlanmış yıllık bileşik reel faiz.

<sup>\*\*</sup> Hazine Bonosu ihalesi yapıp ortalama nominal faizin belirlendiği tarihten sonraki bir yılda gerçekleşen enflasyon oranı kullanılarak hesaplanmış yıllık bileşik reel faiz.

<sup>c</sup> GSMH'nın yüzdesi olarak.

Özelleştirme hedefindeki gerçekleştirmelere bakılacak olursa, Türk Telekom özelleştirilmesinde problemlerle karşılaşılmasına rağmen, KİT'lerin özelleştirilmesinden GSYİH'nın yüzde 1,5'ini bulan (3.2 milyar dolarlık) bir hasılat elde edilmiştir. Program hedefinin altında kalmasına karşın bu miktar, faiz oranlarındaki hızlı düşüş ve faiz dışı bütçe harcamalarındaki azalmayla birlikte, konsolide bütçe açığının GSYİH'ya oranını önemli ölçüde düşürmeye ve iç borç stokunun GSYİH'ya oranının bir miktar azalmasına yetmiştir.<sup>114</sup>

<sup>114</sup> Akyüz ve Boratav, a.g.e., s. 28.

Programın enflasyonu düşürmek isterken büyümenin yükseleceğini öngörmesi de eleştiri konusu olmuştur. Aslında iç talep-büyüme makul ölçülerde kaldığında bu konuda bir çelişki olmamaktadır. Başka ülkelerde uygulanan programlarda görüldüğü gibi, enflasyon düşerken büyümenin yükselmesi mümkündür. Ancak iç talepte, özellikle dayanıklı tüketim malları talebinde, meydana gelen genişleme ve bu talebin ithalata yönelmesi programda öngörülenin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Talepteki hızlı genişlemenin en önemli nedeni faizin hızlı düşmesidir<sup>115</sup>.

Bu dönemde ertelenmiş tüketim istekleri hızla devreye girmiş, bankaların düşük faizlerle sundukları bireysel kredilerin de etkisiyle tasarruflar tüketime kaymaya başlamıştır. Sonuçta talep canlı kaldığı için enflasyondaki düşüş beklenenden yavaş olmuştur.<sup>116</sup>

Tablo 11’de devlet iç borçlanma senedi (DİBS) bileşik faizi, gerçekleşen enflasyon ve beklenen TEFE enflasyonu yer almaktadır. Tablodan görüldüğü gibi, DİBS bileşik faizi 2000 yılı başından itibaren çok hızlı gerilemiş, hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyonun altına düşmüştür. Tüketiciler için reel faiz beklenen (ex-ante) ve gerçekleşen (ex-post) enflasyona göre eksi değerler almıştır.

**Tablo 11. Ortalama Bileşik Hazine Faizi, 12 Aylık TÜFE ve TEFE Enflasyonu ve Beklenen TEFE Enflasyonu**

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

<sup>115</sup> Uygur, a.g.e., s.10.

<sup>116</sup> Manfi Eğilmez, "On Turkish Crises", [http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose\\_4.htm](http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_4.htm), (18.7.2003).



5	39,4	62,7	59,2	35,3	38,9
6	41,9	58,6	56,8	34,9	39,1
7	34,5	56,2	52,3	33,0	37,8
8	33,2	53,2	48,9	34,0	38,7
9	33,6	49,0	43,9	32,2	37,9
10	38,0	44,4	41,4	30,5	37,2
11	41,0	43,8	39,1	29,9	37,8
12		39,0	32,7	29,9	37,0
2001 1		35,9	28,3	27,1	28,2

**Kaynak:** Hazine Faizi: DPT; TÜFE ve TEFE Enflasyonu: DİE; Beklenen TEFE Enflasyonu: TCMB.  
(\* ) 1999 Aralık ayında ihale yapılmamıştır.

Tablo 11'deki son iki sütunda görüldüğü gibi, 1999 sonu-2000 yılı başında TEFE bazında enflasyon beklentisi yüzde 20 hedefe göre zaten çok yüksektir. Programın ilan edilmesiyle birlikte 2000 sonu için beklenen ortalama TEFE enflasyonu yüzde 50'lerden yüzde 40'ların altına çekilmiş ama daha sonraki aylarda da yüzde 37'nin altına inmemiştir.

Bu arada 2000 yılı Şubat ayında portföy yatırımı amacıyla, özellikle hisse senedine yönelik olarak Türkiye'ye gelen yabancı fonların bir bölümünün Türkiye'den ayrıldığı anlaşılmıştır. Bu olay borsa endeksinde önemli düşüşe neden olmuştur. 18 Ocak 2000'de 18.548 olan borsa endeksi, yüzde 21,6 azalışla 18 Şubat'ta 14.539'a inmiştir. Bu durum program konusunda bazı somut kuşkuşların doğmasına neden olmuştur.

Konsolide bütçe içinde kalındığında, kamu açığının istenen düzeye rahatça ineceği belli olmasına karşın, kamu bankalarını ve KİT sistemini de içine alan kamu kesimi açıklarının hedeflenen düzeye indirilmesi kolay görünmemektedir. Çünkü kamu bankalarının görev zararları artarak sürmekte, KİT sistemi açıkları da, bunların fiyatları çıpa olarak kullanıldığından giderek büyümektedir. Bu durum dikkate alındığında enflasyonun 1999'da yüzde 60'lardan 2000'de yüzde 20'lere inmesi zor görünmektedir.

Yapısal uyum sürecinde belki de en önemli konu, zayıf ve sorunlu olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıdır. Ancak kamu bankaları da dahil olmak üzere, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimleri hep batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından zor durumda olduğu duygusunu

yaratmıştır. Bankacılık kesimini en azından döviz ve vade uyumsuzluklarına karşı denetlemek üzere konulan bazı kuralların da uygulanmadığı anlaşılmıştır.

Para kurulu benzeri bu sistem, bankaların dışarıdan borçlanması, Merkez Bankası'nın net iç varlıklarını sabit tutması ancak, sterilizasyon da yapmaması ve parasal tabanın Merkez Bankası'nın net dış varlıklarına göre belirlenmesi esasına dayanmaktadır. Bu düzende bankaların dış borçlanması şu gelişmeleri beraberinde getirmektedir:

(a) Nominal faiz ve daha hızlı olarak da reel faizlerin düşmesi. Bu konuda DİBS faizi öncülük etmekte, tüketiciyi ilgilendiren mevduat faizi daha da çok inmektedir.

(b) Kredilerin, özellikle tüketici kredilerinin hızla artması. Merkez Bankası verilerine göre, 1999 Aralık ayı sonunda 1004.3 Trilyon TL. olan tüketici kredileri, 2000 Ekim ayı sonunda 4504.5 Trilyon TL.'ye ulaşmış ve reel olarak yüzde 300'ün üzerinde artmıştır.

(c) Döviz kuru artışının enflasyona göre düşük kalmasının (Türk Lirasının reel olarak değerlendirilmesinin) hem fiyat (ikame) hem de gelir etkisi ortaya çıkarması. Bu etkiler yoluyla ithalat talebi hızla yükselmektedir. Bu tür talep artışı ile ithalata dayalı büyüme ortaya çıkmaktadır. İç talep ve ithalat artışları konusunda otomotiv sektörü önemli bir örnek oluşturmaktadır. 2000 yılında yurtiçinde üretilen otomobil satışı yüzde 33,2, ithal edilen otomobil satışı ise yüzde 97,4 artmıştır. Otomobil ithalatındaki artışın büyük bir kısmı Avrupa Birliği ülkelerinden karşılanmıştır.

(d) İç talepte artış ve Türk Lirasının reel değerlendirilmesinin ihracatın duraklamasına neden olması. Euro/Dolar paritesindeki düşme, hem ihracatın bu ülkelere arzını olumsuz etkilemiş, hem de ihracatın dolar değerini düşürmüştür.<sup>117</sup>

Bu gelişmelerle birlikte cari açık hızla yükselmiştir. Programda cari açık, GSMH'nin yüzde 1,5-2'si dolaylarında, 3-4 milyar dolar arasında öngörülmüştür. 1999

<sup>117</sup> Uygur, a.g.e, s.13,14.

yılında -1.3 milyar dolar düzeyinde olan cari işlemler dengesi, 2000 yılının sonunda -9.8 milyar dolar ile çok yüksek düzeyde açık vermiştir. Milli gelire oranla yüzde 4,8 olan cari işlemler açığı krizin en iyi göstergelerinden bir tanesidir. Bu oran 1999 sonunda yüzde 0,7 iken, 2000 yılının sonunda yüzde 5'e yükselmiştir.<sup>118</sup> Cari açığın bu kadar yüksek çıkmasında petrol fiyatındaki artışın da etkisi vardır ama, otomobil örneğinde olduğu gibi, asıl önemli neden dayanıklı tüketim mallarındaki artıştır. Büyük olasılıkla, program için yapılan çalışmalarda ithalatın fiyat ve gelir esnekliğinin oldukça düşük olacağı varsayılmıştır.

Giderek büyüyen cari açığın sürdürülebilmesi için mutlaka dış kaynak girişi gerekmektedir. 2000 yılı enflasyonu düşürme programında uygulanan para politikasında kısa vadeli sermaye hareketleri spekülative hareketlerine bağlanmış ve ulusal mali piyasalarda gerçekleşen faiz oranları, bu akımların denetimsiz hareketlerine teslim edilmiştir. Aşağıdaki tabloda kriz öncesi ve kriz döneminde görülen sermaye hareketleri yer almaktadır.

**Tablo 12. Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri, Milyon Dolar**

	Kriz Öncesi Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi Kasım 2000-Haziran 2001
Net Sermaye Girişi	15179	-10442
Net Sermaye Çıkışı	-5257	-3033
Net Toplam Sermaye Akımı	9922	-13475
Rezerv Değişimleri <sup>a</sup>	-2324	15239
Cari İşlem Dengesi	-7598	-1764

Kaynak: Korkut Boratav, 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Eylül 2001, Yıl:16, Sayı:186, s. 10.

<sup>a</sup> IMF kredileri ve resmi rezervlerdeki değişiklikler dahildir. Eksi işareti artışı ifade eder.

Uygulanan program çerçevesinde Merkez Bankası uluslararası sermaye hareketlerini denetleme yönünde hiçbir müdahalede bulunmayacağını taahhüt etmiş ve bu şekilde ulusal piyasalar, spekülative amaçlı sermaye hareketlerine terkedilmiştir.<sup>119</sup>

<sup>118</sup> Erinc Yeldan, "İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler", *Birikim*, (Kasım 2002), s.3.5.

<sup>119</sup> Erinc Yeldan, "Behind The 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility and Governance, For Whom?", [http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Erinc\\_Paper.pdf](http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Erinc_Paper.pdf), (07.06.2003), s. 6.

Dış kaynak girişi net doğrudan yabancı yatırım şeklinde olsa, bazı olumsuz beklentiler oluşmayabilir. Ancak Türkiye'ye 2000 yılı içinde gelen yabancı yatırım, beklenenin aksine çok sınırlı kalmıştır. Daha kötüsü, giriş yapan kadar çıkış yapan yatırım sermayesinin de olması ve 2000 yılında net doğrudan yabancı yatırımın 112 milyon dolarla kısıtlı kalması olmuştur. Bu durumda dış kaynak girişi sadece dış borçlanma yoluyla olmak zorundadır.

Özetle 2000 Kasım krizi öncesi dönemde;

- (i) cari işlemler açığının GSMH'nin yüzde 5'i düzeylerine ulaştığı,
- (ii) önceden belirlenmiş bir döviz kuru politikasının izlendiği,
- (iii) Türk Lirasının önemli ölçüde değer kazandığı,
- (iv) bankacılık sisteminde özkaynak yetersizliği sorunun devam ettiği ve sektörde önemli ölçüde faiz ve kur riskinin biriktiği,
- (v) yabancı sermaye girişlerinin ağırlıklı olarak kısa vadeli portföy yatırımı şeklinde olduğu görülmektedir.<sup>120</sup>

“Sonuç olarak kriz temel makroekonomik göstergelerin bozulması sonucunda ortaya çıkmış, ancak söz konusu bozulma iç politika hatalarından ya da programın uygulanmasından doğan hatalardan değil, piyasaların miyopik tercihleri ve denetimsiz yapısı altında, bizzat uygulanması sonucunda çıkmıştır” diyebiliriz.<sup>121</sup>

## 2. 2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT KRİZİ

2000 yılı enflasyonu düşürme programının değerlendirilmesi sonucunda, Kasım ayının başlarında ortada krize yol açabilecek bir neden görülmemektedir. Sadece bankalar, yavaş yavaş açık pozisyonlarını kapatmak için uğraşmakta, yabancılar da yıl sonu hesaplarını kapatma çabası içerisinde döviz taleplerini arttırmaktadır. Bu gelişme sonucunda faizler de bir miktar yukarı tırmanmıştır.

<sup>120</sup> Melih İpeker, “TCMB'nin Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, (TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart 2002), <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/tezler/melihipeker.doc> (10.07.2003)

<sup>121</sup> Yeldan, “İstikrar...”, *Birikim*, s. 4.

şekilde likidite ihtiyaçlarının büyümesi ile yükümlülüklerini yerine getiremeyen Demirbank TSMF'na devredilmek zorunda kalmıştır.<sup>123</sup>

Bilindiği gibi bankalar Türkiye'de uzun zamanlardan beridir asli görevleri olan girişimcilere fon arz etme görevlerini terkedip, yüksek faizle devlete finansman sağlayan kurumlar haline gelmişlerdir. Böylece ticari bankaların portföyünün büyük bir kısmı kamu kağıtlarından oluşmuştur. Bankalar bu yolla kolay ve güvenli bir şekilde yüksek faiz elde etmişlerdir. Uygulanan istikrar programının sonucunda, devlet yurtiçi piyasadan daha düşük faizle borçlanabilmiş, bu durum da bankaların kazançlarını önemli ölçüde azaltmıştır. Elinde en çok kamu kağıdı bulunduran bankalardan biri olan Demirbank'ın başına gelenler bu sürecin bir sonucudur.<sup>124</sup>

Merkez Bankası, IMF ile yapılan anlaşma gereği belirlenen net iç varlıklar hedefini öne sürerek 30 Kasımdan itibaren piyasaya likidite süremeyeceğini ilan etmiştir.<sup>125</sup> Merkez Bankası'nın piyasayı fonlamamasının bir nedeni de, paranın dövize yönelmesinden kaynaklanan endişedir.<sup>126</sup> Ancak Merkez Bankası'nın bu şekilde pasif bir politika izleyerek faiz oranları üzerindeki etkisini kaybetmesi, 2000 Kasım krizinin önemli nedenlerinden bir tanesi olmuştur.<sup>127</sup>

Özetle Türkiye ekonomisinde 22 Kasım-5 Aralık 2000 tarihleri arasında yaşanan finansal kriz, piyasanın likidite ihtiyacından doğan atakların yarattığı döviz talebi genişlemesiyle oluşmuştur.<sup>128</sup>

2000 Kasımında yaşanan spekülasyon atak, Merkez Bankası'nın daha sonra net iç varlıklar hedefini bir kenara bırakarak piyasaya ek likidite sürmesi, yüksek faizler, IMF'nin vaat ettiği 7.5 milyar dolarlık ek rezerv olanağı ve döviz piyasasında yapılan

<sup>123</sup> Nazım Ekinci, "Kriz Üzerine Panel", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 16, Sayı 180, (Mart 2001), s. 9.

<sup>124</sup> Demir, *a.g.e.*, s. 61,62.

<sup>125</sup> Mehmet Günel, "Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 16, Sayı 180, (Mart 2001), s. 39.

<sup>126</sup> Nur Keyder, "Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 16, Sayı 183, (Haziran 2001), s. 45.

<sup>127</sup> Selahattin Togay, "Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Üzerine Bir Not", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 16, Sayı 182, (Mayıs 2001), s. 77.

önemli satışlar ile atlatılabilmektedir. Ancak sorunlar bitmemiş, hazinenin daha yüksek faizler ile borçlanır hale gelmesi de programa yeni bir yük getirmiştir.<sup>129</sup>

IMF'den sağlanan ek kolaylıkların da etkisiyle krizin ertesinde faiz oranları düşmüş ve finansal istikrar yeniden sağlanmıştır. Ancak bu geçici bir gelişme olmuş, Türkiye Kasım 2000'de yaşanan uyarı krizi sonrasında Şubat 2001'de yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır.<sup>130</sup>

Kasım 2000 krizi sonrasında interbank gecelik faiz oranları 2001 Ocak ayında yüzde 42'ye düşmüş, İMKB 100 endeksi de 4 Ocak 2001'de 10.198 puan'a yükselmiştir. Ancak bu gelişmeler 19 Şubat 2001'de siyasi bir tartışmayla son bulmuştur. Kasım krizinin yaşattığı hassasiyeti ve kırılabilirliği üzerinden daha atamamış olan piyasalar yeniden altüst olarak, yeni bir krizin patlak vermesine engel olamamıştır. Kasım 2000 krizinde ellerinde Türk Lirası bulunduran bireylerin de dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerinde bulunan baskı artmış, Merkez Bankası krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritme pahasına da olsa piyasaya müdahale etmiş fakat, 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çıpası yürürlükten kaldırılarak dalgalı kura geçilmiştir.

16 Şubat 2001'de 28 milyar dolar olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 tarihi itibarıyla 22.5 milyar dolara inmiştir. Böylece bu tarihler arasında Merkez Bankası'nın döviz rezervi 5.5 milyar dolar civarında azalmıştır. Dalgalı kura geçiş kararından sonra Türk Lirası diğer paralar karşısında neredeyse değerinin yarısını kaybetmiştir. Artan döviz talebinin yüksek faizlerle durdurulmak istenmesi sonucunda, gecelik interbank faiz oranları yüzde 50'den yüzde 6200'e çıkmış, daha sonra Şubat ayının sonunda hızlı bir düşme eğilimine girerek yüzde 103'ler seviyesine inmiştir. 16 Şubat tarihinde 10.169 puan olan borsa endeksi ise, 19 Şubat 2001'de 8.683 puana düşmüştür. Türk Lirasının devalüe edilmesi bankaların açık pozisyonlarını yükselterek finans sektöründe hassasiyetin artmasına ve reel sektöre açılan kredilerde kısıtlamaya gidilmesine yol

<sup>128</sup> Havva Tunç, "Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisi", *İSO Dergisi*, Sayı 421, (Nisan 2001), s.20.

<sup>129</sup> Gökhan Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, (İstanbul: 2002), s.136.

<sup>130</sup> Barry Eichengreen, "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons From Argentina and Turkey?", *World Bank's Global Development Finance*, (2002), s. 5, 6.

açmıştır. Böylece hem reel hem de finansal sektör krizden büyük ölçüde etkilenmiştir.<sup>131</sup>

Bütün bu gelişmelerin sonrasında IMF ile yapılan yeni bir anlaşma çerçevesinde Mayıs 2001 tarihinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konmuştur. Taahhüt edilen 8 milyar dolarlık yardım paketi ile birlikte Aralık 1999 ile Nisan 2000 arasında IMF'den alınan kredi miktarı 19 milyar doları bulmuştur.<sup>132</sup>

### 3. KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİNİN ÖNCÜ GÖSTERGELER ARACILIĞIYLA DEĞERLENDİRİLMESİ

2000 yılının Kasım ayında Türkiye ekonomisi çok ciddi bir finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. Söz konusu dönemde cari işlemler açığı artmış, faiz oranları önemli ölçüde yükselmiş, yurt dışına büyük çapta sermaye çıkışı yaşanmış, Merkez Bankası rezervleri hızla erimiş ve hisse senedi fiyatlarında keskin düşüşler meydana gelmiştir.

Literatürde para krizleri, döviz piyasası baskı endeksindeki anormal davranışlar olarak tanımlanmaktadır. "Finansal Baskı Endeksi" de denilen bu endeks, aylık ortalama döviz kurları, aylık uluslararası rezervlerdeki değişimin negatifi ile yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farkın bir tür ağırlıklı ortalaması alınarak bulunur. Endekste her hangi bir değişkenin diğerlerine göre daha baskın çıkmasını engellemek için bu üç bileşenin varyansları eşitlenerek ağırlıklandırılır. Endeksin değeri eşik değerini aştığında yani yurtiçi para birimi değer kaybettiğinde, uluslararası rezervler azaldığında ve faiz oranları arttığında bu durum, ekonomide krizin varolduğu anlamına gelmektedir.<sup>133</sup>

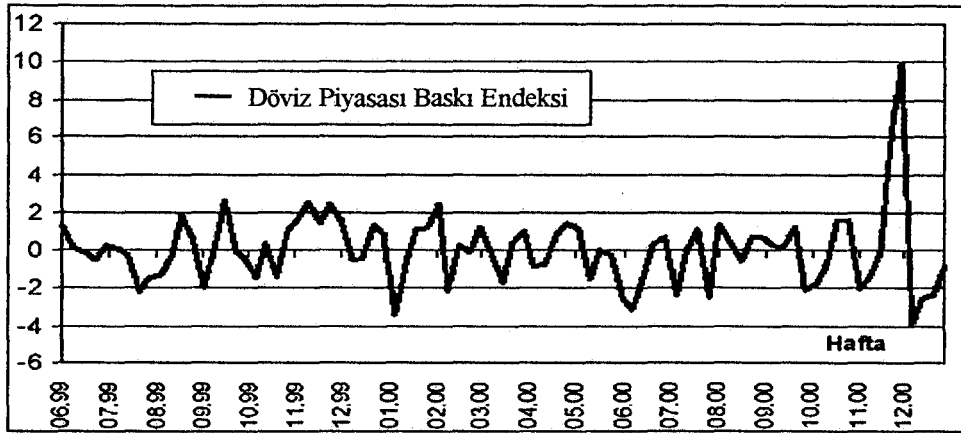
Eşik değeri için endeksin standart sapması kullanılabilir. Bir dönem için endeksin ortalaması  $\mu$ , standart sapması  $\sigma$  ise,  $DBE \geq \mu + 1,5\sigma$  olduğu durumda bir kriz olduğu kabul edilir.

<sup>131</sup> Bülent Güloğlu, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri", *Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı I*, (Eylül, Ekim 2001), s. 7.

<sup>132</sup> Eichengreen, a.g.e., s. 6.

<sup>133</sup> Bengi Kibritçiöğlü, Bülent Köse ve Gamze Uğur, "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey", <http://econwpa.wustl.edu/eps/if/papers/0108/0108001.pdf>, (12.06.2001), s. 20.

Grafik 3. Döviz Piyasası Baskı Endeksi



Kaynak: Uygur, a.g.e.,s. 9.

3 no'lu grafikte de görüldüğü gibi 2000 yılının Kasım ayında döviz kurunda değişme olmamasına rağmen, faizlerdeki artış ile döviz rezervlerindeki erime 1999 Haziran-2000 Aralık döneminde haftalık veriler yardımıyla hesaplanan endeks değerini sıçratmıştır. Döviz piyasası baskı endeksine göre 2000 Kasım ayında tartışmasız bir şekilde finansal kriz yaşanmıştır.<sup>134</sup>

Bu kısımda, birinci bölümde tanıtılan "Öncü Göstergeler Yaklaşımı"nın krizleri öngörmede sinyal olarak kabul ettikleri göstergelerin Türkiye ekonomisi için 1995-2000 yılları arasındaki gelişimi incelenecektir. Bu göstergeler;

1. uluslararası rezervler (USD),
2. ihracat (USD),
3. dış ticaret hadleri,
4. reel döviz kurunun trend değerinden sapması (% değişim),
5. M1 seviyesi,
6. M2 para çarpanı,
7. yurtiçi kredilerin GSMH'ya oranı,
8. mevduatlara uygulanan reel faiz oranı (aylık, %, tüketici fiyatlarıyla deflete edilmiş)
9. M2/brüt uluslararası rezervler,
10. üretim endeksi,

<sup>134</sup> Uygur, a.g.e., s. 8.



11. hisse senedi fiyat endeksi (USD)'dir.

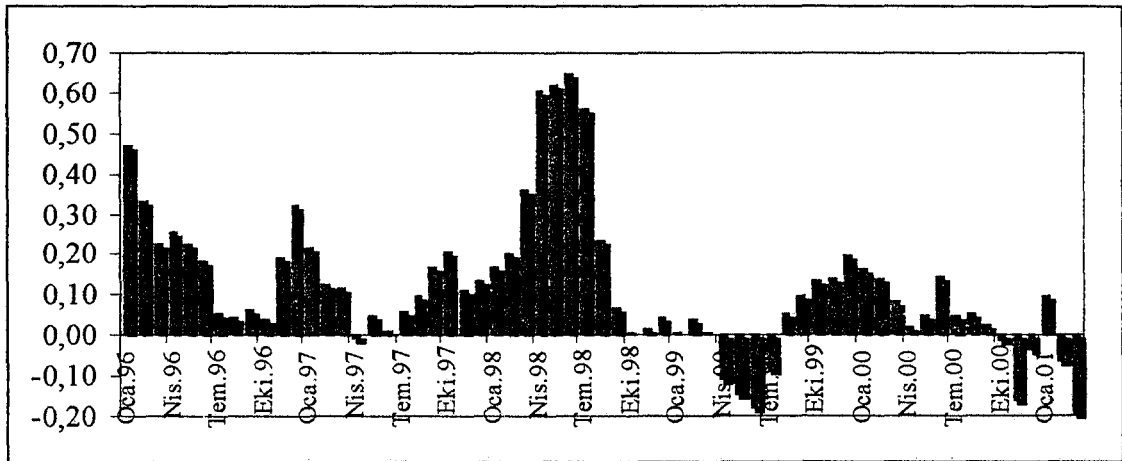
Bütün bu veriler için (reel döviz kurunun trend değerinden sapması, M1 seviyesi ve reel mevduat faiz oranı hariç) verilen aydaki gösterge, bir önceki yılın aynı dönemi ile yüzde değişme olarak tanımlanmıştır. Veriler on iki aylık yüzde değişimler kullanılarak filtrelenme suretiyle, mevsimsel etkenlerden ayrıştırılarak durağan hale getirilir.

### 3.1. Uluslararası Rezervler

Öncü göstergeler yaklaşımına göre, net uluslararası rezervlerdeki azalışlar gelecek yirmi dört ay içerisinde bir para krizinin olabileceğini gösteren bir uyarı "sinyal" olarak yorumlanmaktadır. Öncü göstergeler yaklaşımı, 1975-1990 yılları arasında on beş gelişmekte olan ve beş gelişmiş ülkede görülen yetmiş altı döviz krizi incelemiş ve net uluslararası rezervlerde yüzde 10 oranında bir azalışın sonrasında gelen yirmi dört ay içerisinde bir krizin yaşanabileceğini savunmuştur.

Grafik 4, Türkiye'de 1996-2000 yılları arasında net uluslararası rezervlerdeki aylık (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde değişmeyi göstermektedir.

**Grafik 4. Uluslararası Rezervler (Aylık, Milyon \$)**



Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

Kasım 2000 krizi öncesinde Türkiye için bu göstergenin seyrini inceleyecek olursak, Mart 1999'da pozitif değerler taşıyan net uluslararası rezervler, takip eden üç ay boyunca yüzde 10 ile 20 arasında azalmış ve dolayısıyla da ülkeden döviz çıkışı

olmuştur. 2000 yılının ekim ayında 34.5 milyar dolar olan net uluslararası rezervler Kasım ayında yaşanan kriz nedeniyle 29.5 milyar dolara düşmüş, sadece bir aylık yüzde değişme yüzde -16 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönem itibarıyla 5 milyar dolar olan döviz çıkışı grafik 4'ten de rahatlıkla görülebilmektedir.

Sonuç olarak toplam rezervlerden altın rezervlerinin çıkartılması ile bulunan uluslararası rezervlerdeki gelişmeler, Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 krizini tahmin edebilmiştir diyebiliriz.

Şubat 2001 krizinin sonrasına da bakacak olursak, net uluslararası rezervlerdeki aylık (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde değişme aşağıda yer alan tabloda verilmiştir.

**Tablo 13. Şubat 2001 Krizi Sonrası Net Uluslararası Rezervlerdeki Aylık (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre) Yüzde Değişme**

	Net Uluslararası Rezervler (%)
Mart 2001	-19,6
Nisan 2001	-17,7
Mayıs 2001	-13,5
Haziran 2001	-32,9
Temmuz 2001	-29,9
Ağustos 2001	-22,9
Eylül 2001	-21,7
Ekim 2001	-20,3
Kasım 2001	-0,82
Aralık 2001	-16,0
Ocak 2002	-23,5
Şubat 2002	-0,48

Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

Tablodan da görüldüğü gibi krizden sonra gelen on iki ay boyunca , net uluslararası rezervler sürekli olarak negatif değerler almıştır. Ancak Mart 2000'de yüzde 10 oranında artmış ve sonrasında giderek yükselmeye başlamıştır.

Bütün bunlardan çıkaracağımız sonuç: Net uluslararası rezervler kriz öncesinde sinyal vermektedir fakat krizin daraltıcı etkisi bir sene kadar bu göstereyi etkileyebilmektedir.

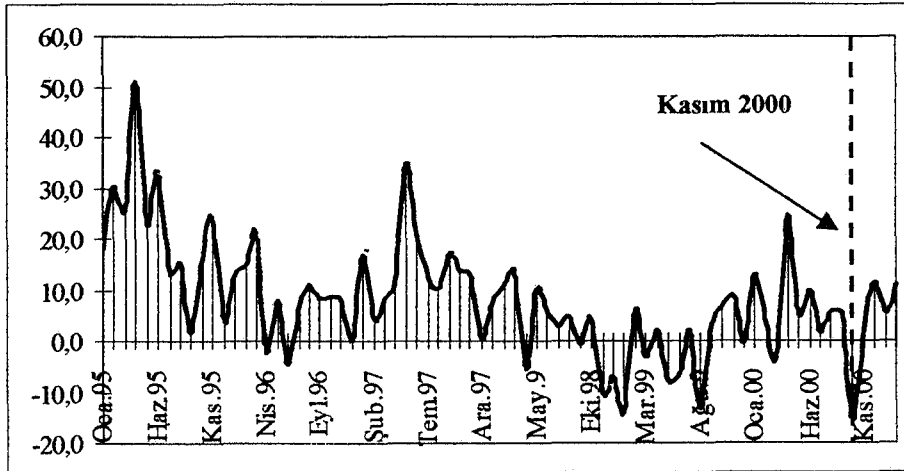
### 3.2. İhracat

Cari işlemler bilançosu içerisinde yer alan mal ihracatı, ülkeye sağlanan döviz kaynağının bir göstergesidir. Dolayısıyla ihracatta meydana gelecek azalışlar, ülkenin döviz rezervlerinde bir azalışa neden olacaktır. Sinyal yaklaşımı da bu göstergenin, öncü gösterge olarak kullanılabileceğini savunmaktadır. Yaklaşımına göre, ihracatta meydana gelebilecek yüzde 10 oranındaki bir azalış, takip eden yirmi dört ay içerisinde bir krizin olabileceğini işaret etmektedir.

Türkiye'nin 1998 yılında yaklaşık 27 milyar dolar olan ihracatı, 1999 yılında yüzde 1,4 oranında azalarak 26.6 milyar dolara gerilemiştir. 2000 yılının ilk yedi aylık döneminde ise önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5 artışla 15.8 milyar dolara ulaşmıştır. DİE'nin dış ticaret endeksine göre 2000 yılı Ocak-Haziran döneminde, altı aylık ortalamalara göre tutar olarak yüzde 6,3 artan ihracat, fiziki olarak yüzde 18 artmış, fiyat olarak yüzde 5,6 oranında gerilemiştir. Buna göre 2000 yılının ilk altı ayında ihracat reel olarak yüzde 12,7 düzeyinde artış göstermiştir.<sup>135</sup>

Grafik 5 bize ihracatta meydana gelen aylık (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde değişimi vermektedir.

**Grafik 5. İhracat (Aylık, Milyon \$)**



Kaynak: EVDS

Grafiği incelediğimizde ihracat göstergesinin bir önceki yılın aynı dönemine göre, Kasım 1998'de yüzde -10,7, Ocak 1999'da yüzde -14,2, Ağustos 1999'da -13,3 ve

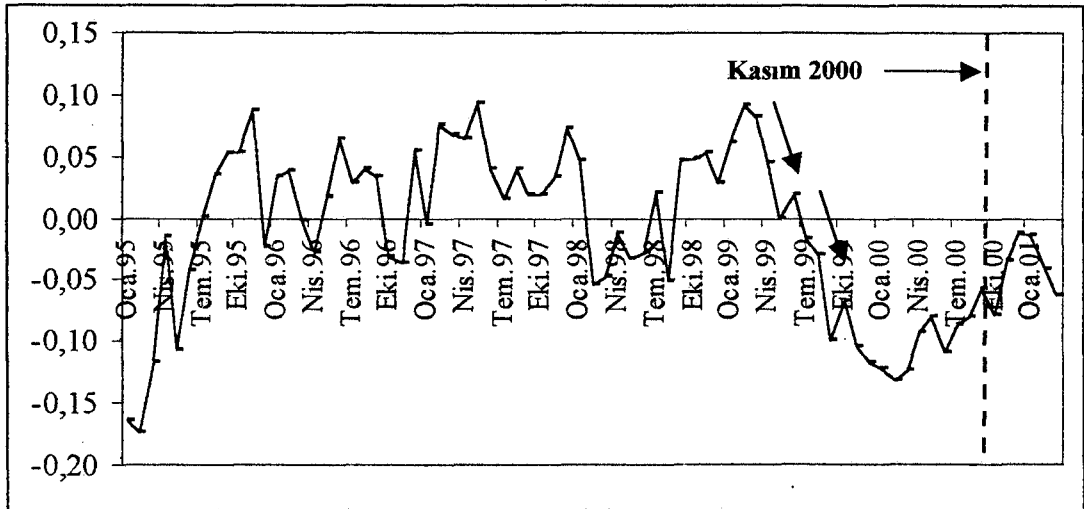
Ekim 2000'de yüzde -15,6 oranında gerçekleştiğini görüyoruz. Kasım 2000 krizinden yirmi dört ay öncesi dönemde (Kasım 1998- Kasım2000) ihracat göstergesi, krize öncülük eden bir sinyal görevi görmüştür diyebiliriz.

### 3.3. Dış Ticaret Haddi

İhraç malları fiyat endeksinin ithal malları fiyat endeksine bölünmesi ile elde edilen dış ticaret haddi de öncü göstergeler yaklaşımının öne sürdüğü sinyal göstergelerden bir tanesidir. Yaklaşımına göre dış ticaret haddindeki yüzde 11 oranında bir azalış gelecek yirmi dört ay içerisinde bir krizin olacağına işaret etmektedir.

Ortaya çıkacak herhangi bir azalış, ülkenin örneğin bir önceki döneme oranla aynı miktarda malı daha düşük fiyatlarla satabilmesi olarak yorumlanmaktadır. Eğer ihraç malları fiyatları sabit kalır ya da düşer, ithal mallarının fiyatları da yükselir (ya da ihraç fiyatlarından daha fazla yükselir) ise, dış ticaret haddi kötüleşmiş demektir. Bu anlamda, negatif bir dış ticaret haddi etkisinden söz edilebilir.<sup>136</sup> Grafik 6, dış ticaret haddinde meydana gelen aylık (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde değişmeyi göstermektedir.

**Grafik 6. Dış Ticaret Haddi**



**Kaynak:** EVDS'den yararlanılarak bulunan ihraç fiyatları endeksi ve ithal fiyatları endeksi (1994=100) yardımıyla hesaplanmıştır.

<sup>135</sup> T.C. Maliye Bakanlığı, 2000 Yıllık Ekonomik Rapor, s. 167.

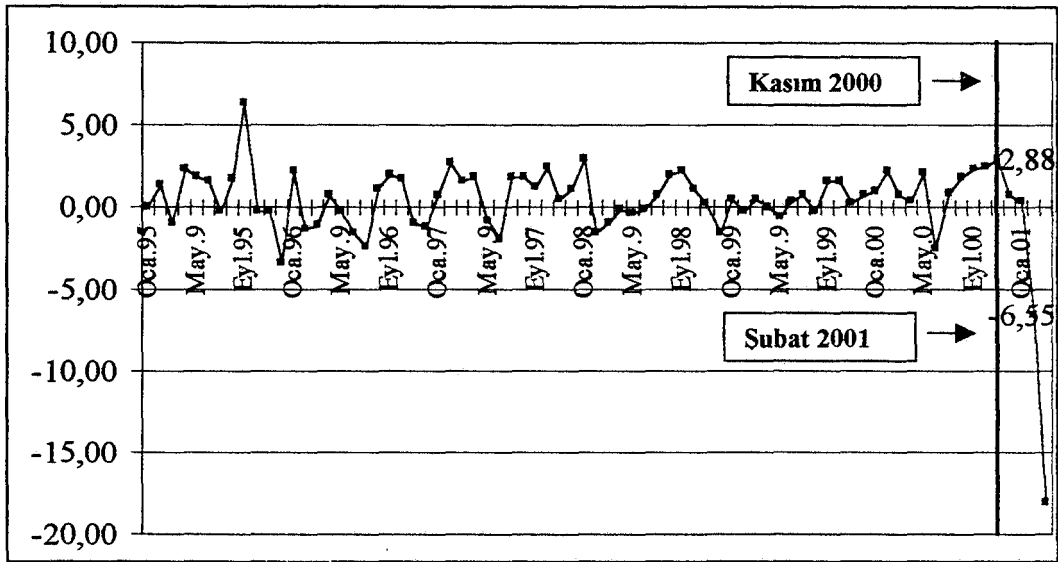
<sup>136</sup> Han, a.g.e., s. 152.

Grafikten, Kasım 2000 krizi öncesindeki yirmi dört ay boyunca Türkiye’de dış ticaret haddinin sürekli dalgalandığı, istikrarsız bir seyir izlediği görülebiliyor. Özellikle de Nisan 1999’da başlayan önemli düzeydeki düşüşler, 2000 yılının Şubat ayında (yüzde -14,2 oranında) dip yapmaktadır. Türkiye’de kriz öncesi dönemde dış ticaret haddinde meydana gelen önemli ölçüdeki düşüşler, öncü göstergeler yaklaşımında da belirtildiği gibi kriz olacağını işaret etmektedir. Son olarak dış ticaret haddinde meydana gelen azalışların, bir sinyal göstergesi olabileceğini söyleyebiliriz.

### 3.4. Reel Döviz Kurunun Trend Değerinden Sapması

Öncü göstergeler yaklaşımı reel kurlarda yaşanan ani artışların, incelenen 72 kriz vakasının yüzde 57’sinde kriz sinyali verdiğini ileri sürmektedir.<sup>137</sup> Reel döviz kurunun trend değerinden sapması incelenirken, TÜFE bazlı reel efektif kur endeksindeki (1995=100) aylık yüzde değişim kullanılmıştır.

**Grafik 7. Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1995=100, Aylık % Değişme)**



Kaynak: EVDS

IMF tanımına göre on dokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi (1995=100) hesaplanırken yurtiçi ve yurtdışı fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları

<sup>137</sup> H. Erkin Işık, **Kriz Öncü Göstergeleri**, (Dışbank Ekonomik Araştırmalar, MakroOdak, Aralık 2000), s.12.

kullanılmıştır. Bu endekste meydana gelen artış, Türk Lirası'nın reel değer kazandığını ifade etmektedir.<sup>138</sup> Bu anlamda ülke parasının yüzde 10 değer kazanması, bir kriz sinyali olarak kabul edilmektedir.

7 no'lu grafiğe göre Türkiye'de reel efektif döviz kuru endeksi, 2000 yılının Kasım ayında bir önceki aya göre 2,88 değer kazanmıştır. Kasım 2000 krizinden önceki yirmi dört aya bakıldığında, endekste kriz sinyali alınabilecek, önemli bir değişikliğin olmadığı görülmektedir. Ancak endeks değeri, Şubat 2001'de bir önceki aya göre 6,55 oranında azalmıştır. 2001 yılı Şubat ve Mart aylarında Türk Lirası reel olarak değer kaybetmiştir. Bunun nedeni, 21 Şubat 2001'de sabit döviz kuru rejiminin terk edilerek, dalgalı kur rejimine geçilmesi ve yüzde 40 oranında devalüasyon yapılmasından kaynaklanmaktadır.<sup>139</sup> Öncü göstergeler yaklaşımında, bankacılık sisteminde yaşanan bir krizin sonrasında incelenen yirmi altı durumun yüzde 37'sinde devalüasyonla sonuçlanan bir para krizine rastlandığı belirtilmektedir.<sup>140</sup>

21 Şubat 2001 tarihinde Merkez Bankasının uyguladığı ABD Doları alış değeri 685 bin TL. iken, yapılan devalüasyon sonucunda 22 Şubat günü ABD Doları alış değeri 957 bin liraya yükseltilmiştir.<sup>141</sup>

Yapılan devalüasyon oranının büyüklüğü,

$$\frac{t \text{ günü kur}}{(t_{-1} \text{ günü kur})} - 1 \text{ şeklinde hesaplanmaktadır.}$$

Bu bağlamda 22 Şubat 2001 tarihinde yapılan devalüasyonun büyüklüğü;

$$\frac{957.000}{685.000} - 1 = 0,40 \text{ 'tır.}$$

Diğer bir hesaplama türü ile 21 Şubat 2001 tarihinde kur;

$$1 \text{ TL} = (1/685,000) = 1,045 \text{ ABD Doları,}$$

<sup>138</sup> TCMB., Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

<sup>139</sup> <http://www.hurriyetim.com.tr/dosya/19subat/06kriz.asp> (05.07.2003).

<sup>140</sup> H. Erkin Işık, *Kriz Öncü Göstergeleri*, (Dışbank Ekonomik Araştırmalar, MakrOdak, Aralık 2000), s.12.

<sup>141</sup> TCMB, EVDS.

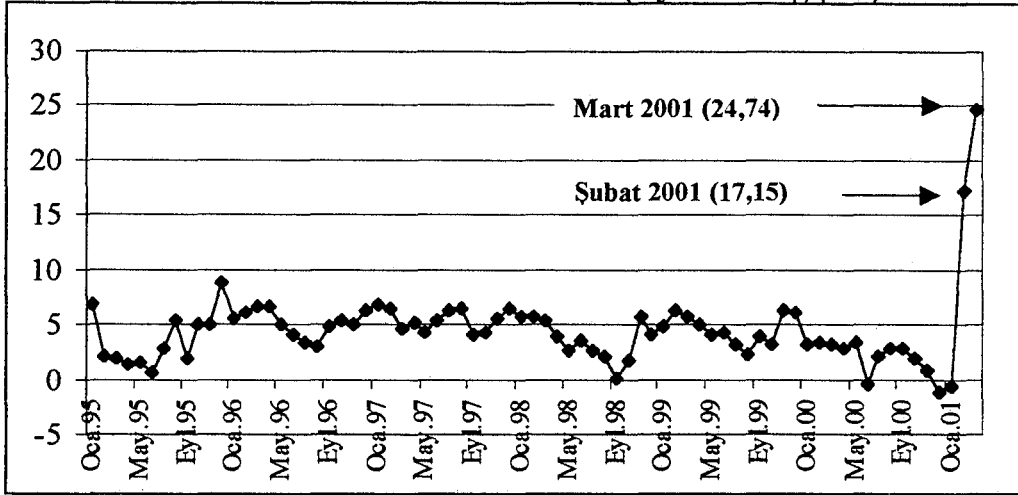
22 Şubat 2001 tarihinde kur;

1 TL = (1/957,000) = 1,46 ABD Doları.

İkisi arasındaki değişim (yani Türk Lirasının değer kaybı) yüzde -40'tır. Yani yüzde 40 oranında devalüasyon yapılmıştır.

Grafik 8'de ortalama aylık dolar kurunun bir önceki aya göre yüzde değişimi verilmektedir.

**Grafik 8. Ortalama ABD Doları (Aylık % Değişme)**



Kaynak: EVDS

Grafikten de görüldüğü gibi Türk Lirası, ABD doları karşısında 2001 yılının Şubat ayında yüzde 17,15 ve Mart ayında 24,74 oranında değer kaybetmiştir. Türk Lirasının toplam değer kaybı yüzde 40 olarak gerçekleşmiştir.

### 3.5. Dar Tanımlı Para Arzı (M1)

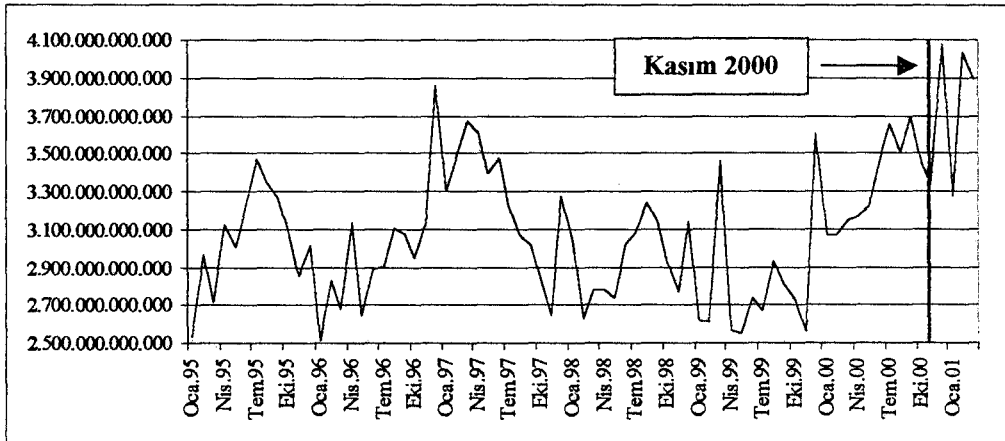
Para hacmi M1, dolaşımdaki nakit para + vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır.<sup>142</sup> Aşırı reel M1 dengesi de öncü göstergeler yaklaşımında ileri sürülen sinyal göstergelerden bir tanesidir. Yaklaşımına göre M1 dengesinde ortaya çıkan yüzde 17 oranındaki bir artış, kriz sinyali teşkil etmektedir. Diğer tüm göstergelerde olduğu gibi bu gösterge için verilen eşik değeri de öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde, 1975-1990 yılları arasında on beş gelişmekte olan ve beş gelişmiş ülkede görülen yetmiş altı

<sup>142</sup> Han, a.g.e., s. 37.

döviz krizi incelenerek bulunmuş genel bir değerdir. Türkiye için bu değeri eşik değeri olarak kabul etmek hatalı sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilir.

Yaklaşımına göre M1, tüketici fiyat endeksi ile deflete edilir. Aşırı reel M1 dengesi , reel anlamda M1 ile M1'e olan tahmin edilmiş talep arasındaki yüzde değişme olarak tanımlanmıştır. İkincisinin reel GSYİH'nın, yurtiçi enflasyon oranının ve zaman trendinin bir fonksiyonu olduğu varsayılmıştır. Burada sadece reel anlamda M1 incelenecektir. <sup>143</sup> Grafik 9'da, 1995-2000 yılları arasında Türkiye'de M1 değerinin gelişimi incelenmiştir. Grafikte M1, işaret edilen yıllar arasında dalgalı bir seyir izlemiştir. Özellikle de 1999 yılının Aralık ayındaki artış eğilimi dikkat çekicidir.

**Grafik 9. M1 Düzeyi (Aylık, Trilyon TL.)**

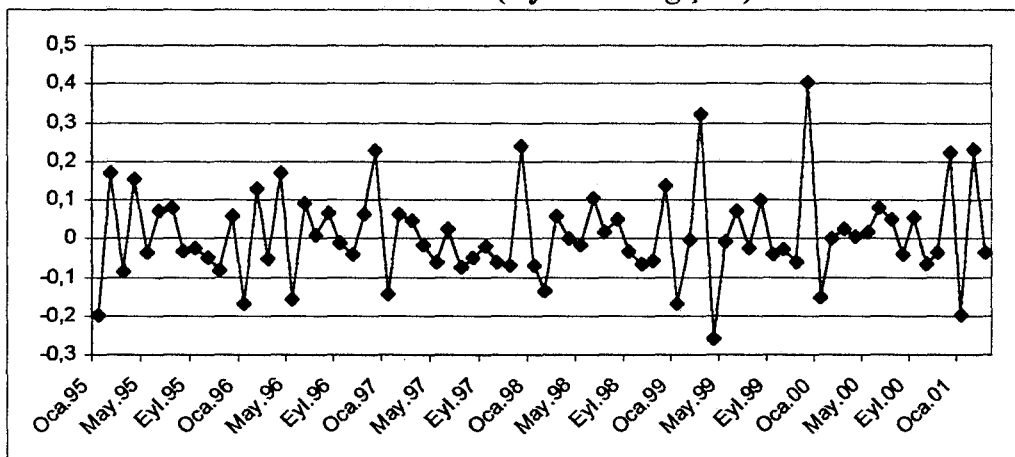


**Kaynak: International Financial Statistic, IMF.**

Karşılaşılan artış trendinin kriz öncesi yirmi dört ay süresince nasıl bir gelişim sergilediğini daha yakından inceleyebilmek adına 10 no'lu grafik hazırlanmıştır. M1, incelenen zaman dilimi çerçevesinde, 1999 yılının Mart ayında yüzde 32, Aralık ayında yüzde 41 oranında, 2000 yılının Aralık ve 2001 yılının Şubat aylarında ise yüzde 23 oranında artış göstermiştir.

<sup>143</sup> Kaminsky, *Currency...*, s. 36.



**Grafik 10. M1 (Aylık % Değişme)**

Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

Bu gösterge için varılacak sonuç, M1'in krizi öngörmeye kullanılabileceği yönündedir. Çünkü M1, ele alınan dönem boyunca sürekli olarak geçici dalgalanmalar göstermiş, ancak bazı aylar itibariyle reel anlamda yüzde 40'lara varan artışlar sergilemiştir.

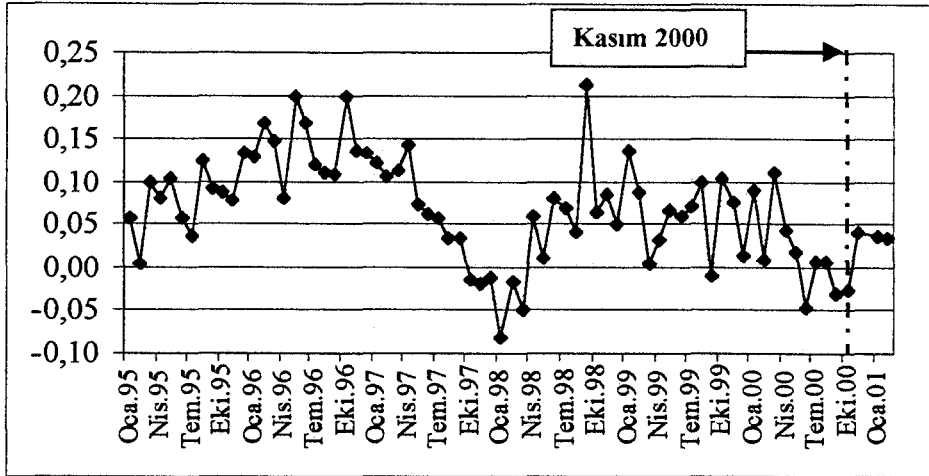
### 3.6. M2 Çarpanı

Öncü göstergeler yaklaşımı, M2 çarpanında meydana gelen yüzde değişmeyi (bir önceki yılın aynı ayına göre) kriz sinyali olarak kabul etmektedir. Yaklaşımına göre, M2 çarpanında yüzde 10 ile 20 arasındaki artışların kriz sinyali olarak kabul edilebileceğini ileri sürülmektedir.

Grafik 11, Türkiye için M2 çarpanının gelişimini vermektedir. M2 çarpanı olarak, rezerv paranın M2 ile ölçülen para yaratma kapasitesinin bir göstergesi olarak rezerv para çarpanı (M2/RP) kullanılmıştır. Rezerv parada meydana gelecek azalışlar M2/RP oranını arttıracaktır.

Yıllardan beri sürdürmekte olduğu artış eğilimini 1999 yılı genelinde de devam ettiren M2 çarpanı, 2000 yılı içinde de emisyonunda meydana gelen değişmelere paralel olarak geçici dalgalanmalar sergilemiştir.<sup>144</sup>

<sup>144</sup> T.C. Maliye Bakanlığı, 2000 Yıllık Ekonomik Rapor, s. 114.

**Grafik 11. M2/RP Para Çarpanı (Yıllık % Değişme)**

**Kaynak:** International Financial Statistic, IMF.

Grafikten de izlenebileceği gibi M2 para çarpanı, krizden önceki yirmi dört ay süresince özellikle de 2000 yılı boyunca keskin dalgalanmalar kaydetmiş, 2000 yılının Ocak ve Mart aylarında yüzde 50'ler civarında, kriz zamanında yani Kasım 2000'de yüzde 25,6, Ocak 2001'de yüzde 23,3 ve Şubat ayında yüzde 19,6 oranında artmıştır. Yıllık yüzde değişime bakılacak olursa, Ocak 1999'da bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 13,6, Ağustos, Ekim 1999 ve Mart 2000'de yüzde 10 oranında yükselme göstermiştir. Bundan çıkarılabilecek sonuç, M2 para çarpanı göstergesinin Kasım 2000 krizini tahmin etmede başarılı olduğu yönündedir.

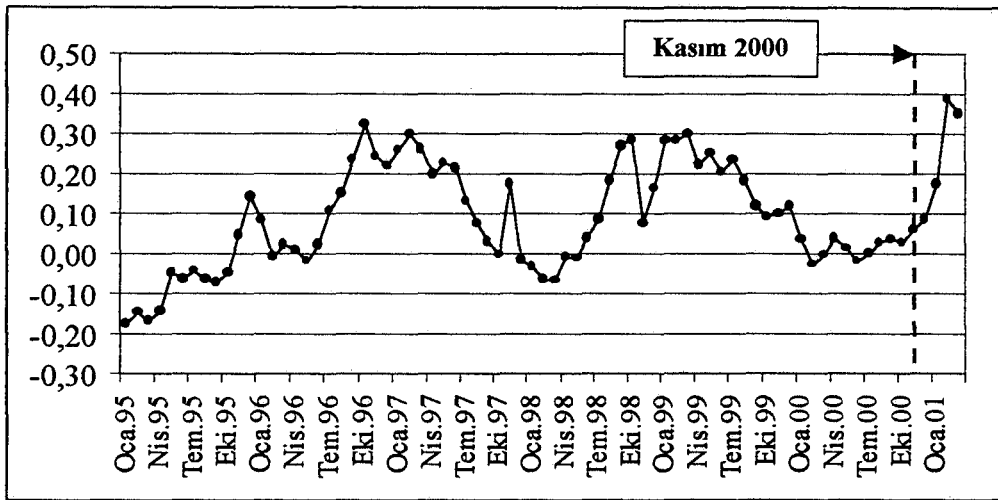
### 3.7. Yurtiçi Kredi/GSYİH

Yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı da sözkonusu kriz göstergeleri arasında yer almaktadır. Yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı elde edilirken yurtiçi krediler, tüketici fiyat endeksi ile deflete edilir. Bu şekilde elde edilen reel yurtiçi kredi, GSYİH'ya oranlanır. Bu oranda ortaya çıkan artışlar, bir kriz sinyali olarak algılanmaktadır.

Hızlı kredi genişlemesi, bankacılık sektöründe kredi riskinin attığını gösteren bir sinyaldir. Türkiye'de kredi genişlemesinin 2000 yılında oldukça yüksek olduğu bilinmektedir.<sup>145</sup> Uygulamaya konulan para politikası 2000 yılındaki kredi gelişmelerinin temel belirleyicisi olmuş ve benzer programların uygulandığı diğer ülke örneklerine paralel olarak kredi hacminde önemli miktarda bir artış gözlenmiştir. 2000

yılında üçüncü çeyrek sonu itibariyle reel sektöre açılan toplam kredilerin GSYİH'ya oranı yüzde 25 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında ise bu oran yüzde 18,2'dir.<sup>146</sup> Grafik, bize gösterenin bir önceki yılın aynı ayına göre değişimini vermektedir. GSYİH, 1987 fiyatlarıyla ve aylık olarak elde edilmiştir.

**Grafik 12. Yurtiçi Kredi/GSYİH (% Değişme)**



**Kaynak: International Financial Statistic, IMF., EVDS (TCMB)**

Krizden önceki yirmi dört aya bakıldığında Yurtiçi kredi/ GSYİH oranı 1998 yılının Aralık ayı ile 1999 yılının Aralık ayı arasında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 10 ile yüzde 30 oranında artış göstermiştir. Şubat 2001 krizi sırasında da yüzde 39 oranında bir artış gerçekleşmiştir. Öncü göstergeler yaklaşımında, bu oranın yüzde 19 artmasının bir kriz göstergesi sayılabileceği belirtilmektedir. Kriz sinyallerini 1999 yılı boyunca vermiştir. Bu bağlamda Yurtiçi Kredi/GSYİH oranının Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini öngördüğü söylenebilir.

### 3.8. Reel Mevduat Faiz Oranı

Öncü göstergeler yaklaşımında, mevduatlara uygulanan reel faiz oranı incelenirken, aylık olarak elde edilen veriler tüketici fiyat endeksi yardımıyla deflete edilerek kullanılırlar. Bu şekilde bulunan faiz oranında gözlenen artışlar kriz sinyali olarak

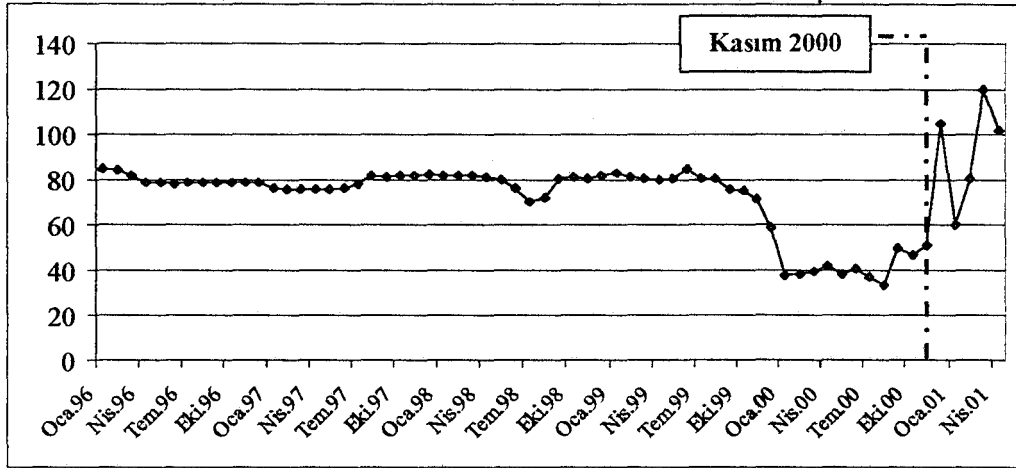
<sup>145</sup> Fatih Özatay, Güven Sak, "The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey", [http://www.brookings.edu/dybdocroot/es/commentary/journals/trade/papers/2000205\\_ozatay.pdf](http://www.brookings.edu/dybdocroot/es/commentary/journals/trade/papers/2000205_ozatay.pdf) Alınma Tarihi: 01.02.2003, s.12.

<sup>146</sup> TCMB, 2000 Yıllık Rapor, s. 81.

algılanır ve takip eden yirmi dört ay içerisinde bir krizin olabileceği şeklinde yorumlanırlar.

Grafik 13'te mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarının tüketici fiyat endeksi ile deflete edilmiş değerleri kullanılmıştır.

**Grafik 13. Reel Mevduat Faiz Oranının Gelişimi**



Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

Faiz oranları IMF programının kabul edilmesinden önce yani 1999 yılının ortalarından sonra düşmeye başlamıştır. Program faiz oranlarının yüzde 90'lar seviyesinden yüzde 40'lara düşeceğini taahhüt etmiştir.<sup>147</sup> Kasım 2000 krizinden önceki yirmi dört ay incelendiğinde, Kasım 1999'dan Ağustos 2000'e kadar faiz oranlarında sürekli bir azalış trendi gözlenmektedir. Ancak, Ağustos ayında yüzde 33 olan mevduat faiz oranı 2000 yılının Eylül ayında birden yüzde 50'ye ulaşmıştır. Bir ay içerisinde faizlerde yaşanan yüzde 50 oranındaki artış tam da kriz arifesinde dikkat çekicidir. Yaşanan krizle birlikte Kasım 2000'de yüzde 50,8 olan oran, Aralık ayında yüzde 105'e, Şubat 2001 krizinde ise yüzde 80,8'den Mart ayında yüzde 120'lere fırlamıştır. Sonuç olarak mevduatlara uygulanan faiz oranının, Kasım ve Şubat krizlerinin öncü göstergesi niteliği sayılmasında kullanılabileceği fakat oranın asıl kriz anında arttığı söylenebilir.

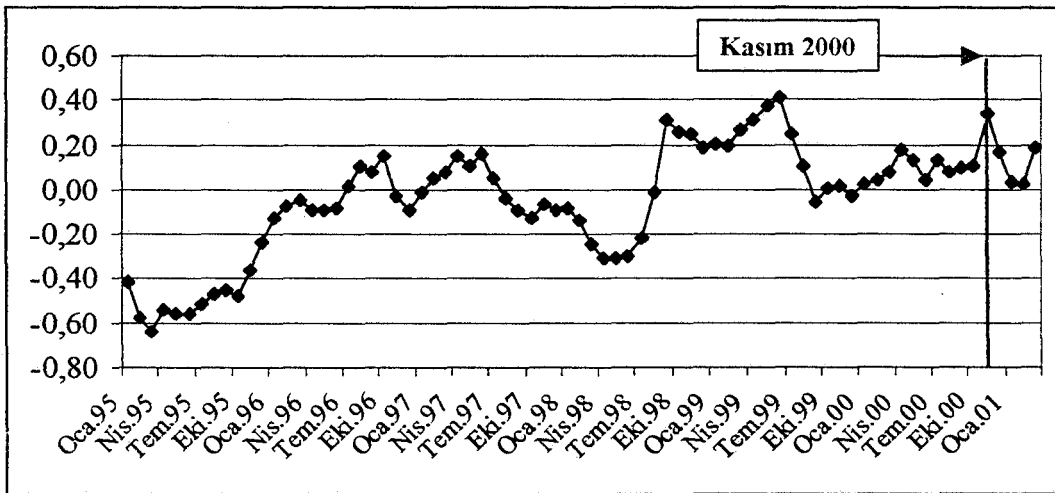
### 3.9. M2/Brüt Uluslararası Rezervler

M2/Brüt Uluslararası Rezervler, Merkez Bankasının likidite yükümlülüklerini karşılayabilme açısından bir önceki yıla göre hangi noktada olduğunu göstermektedir.<sup>148</sup> M2 para hacmi dolaşımdaki nakit para + vadesiz mevduat + vadeli mevduattan oluşmaktadır.<sup>149</sup> Brüt uluslararası rezervler ise toplam rezervlerden altın rezervleri çıkartılarak elde edilir. Öncü göstergeler yaklaşımına göre veride gözlemlenen artışlar bir kriz sinyali olarak yorumlanmaktadır.

Aşağıdaki grafikte 1995'den başlayarak 2001 yılının Şubat ayına kadar M2 para arzının Merkez Bankası brüt uluslararası rezervlerine oranı gösterilmektedir. M2 para arzı Amerikan Doları cinsinden hesaplanmıştır ve grafikte M2/Brüt Uluslararası Rezervlerdeki yıllık (bir önceki yılın aynı ayına göre) yüzde değişime incelenmiştir.

Grafikte de görüldüğü gibi "M2/Brüt Uluslararası Rezerv" oranı, program uygulamaya konduktan sonra, bir önceki yıla göre az da olsa artış eğilimine girmiştir. Bu da 2000 yılında Merkez Bankasının likidite yükümlülüklerini karşılayabilme açısından bir önceki yıla göre biraz daha olumsuz noktada olduğunu göstermektedir.

**Grafik 14. M2/ Brüt Uluslararası Rezervler**



Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

<sup>147</sup> "Turkey 2000-2001", OECD Economic Surveys: Turkey, OECD 2001.

<sup>148</sup> Alper Dayı, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Para Politikalarının ve Kriz Göstergelerinin Merkez Bankası Bilançolarından İzlenmesi; 2000 Yılı Para Politikası", [http://www.ceterisparibus.net/arsiv/a\\_dayi.doc](http://www.ceterisparibus.net/arsiv/a_dayi.doc) (01.06.2003) s.22.

<sup>149</sup> Han, a.g.e., s. 37.

2000 yılında uygulanacak para programını açıklanırken, Merkez Bankasının para yaratmasının ancak net uluslararası rezervlerdeki artış sonucu olacağını, net iç varlıklara getirilen sınırlar ile ilan edilmiştir. Bu nedenle para arzının döviz rezervlerine oranının dramatik biçimde artması söz konusu olmayacaktı.<sup>150</sup> Ancak 2000 yılının Nisan, Mayıs, Temmuz ve Ekim aylarında M2/ Brüt uluslararası rezerv oranı, bir önceki yıla göre yüzde 10'u aşan değerler almıştır. Ve nihayet krizin patlak vermesi ile yüzde 34 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran kriz anında Merkez Bankasının likidite yükümlülüklerini nedenli karşılayabildiğini göstermesi açısından önemlidir.

### 3.10. Üretim Endeksi

Öncü göstergeler yaklaşımında, üretim endeksinde yaşanacak yüzde 10 oranındaki azalışın, gelecek yirmi dört ay içerisinde bir krize yol açabileceği belirtilmiştir.

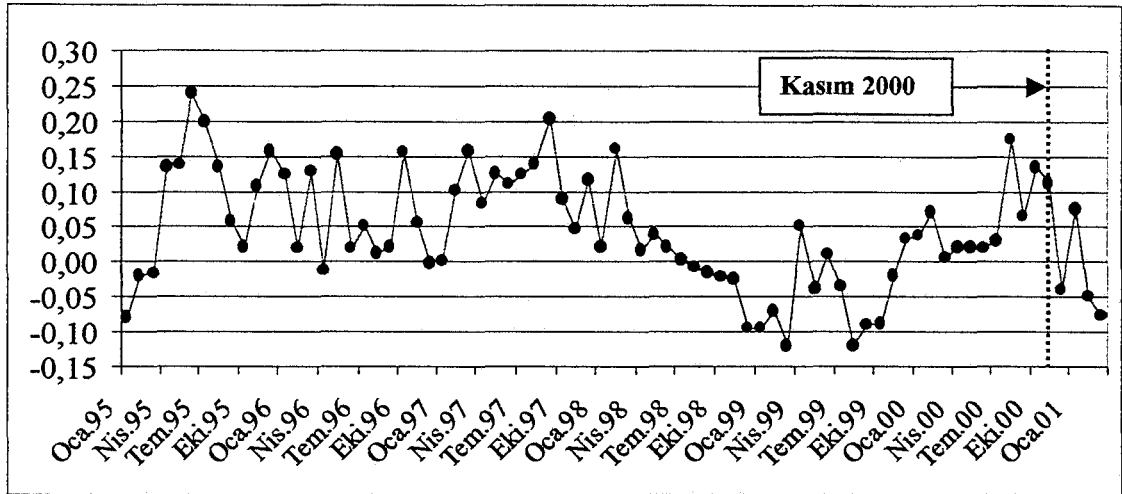
1998 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomide başlayan yavaşlama 1999 yılının ilk üç aylık döneminde de derinleşerek daralmaya dönüşmüştür. Bu daralma yılın ikinci çeyreğinde belirgin bir şekilde yavaşlamışsa da yaşanan deprem felaketinin etkisiyle yılın ikinci yarısında yeniden hızlanmıştır.<sup>151</sup>

Aşağıdaki grafikte endeksin bir önceki yılın aynı ayına göre sergilediği yüzde değişim yer almaktadır. Üretim endeksinin ölçülmesinde sanayi üretim endeksi kullanılmıştır.

<sup>150</sup> Dayı, a.g.e., s. 23

<sup>151</sup> T.C. Maliye Bakanlığı, 2000 Yıllık Ekonomik Rapor, s. 15.

Grafik 15. Üretim İndeksi

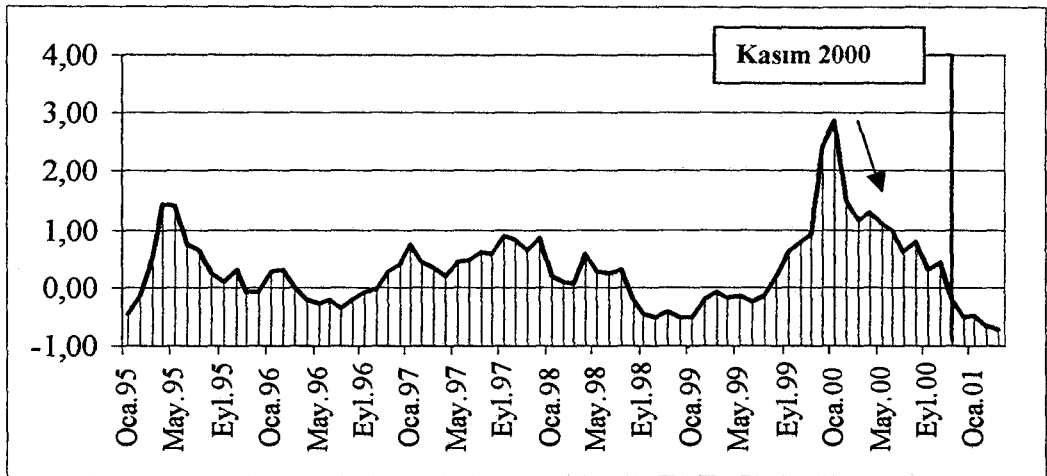


Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

Sanayi üretim endeksi 1999 yılının Mart ve Ağustos aylarında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 12 oranında azalmıştır, Bu anlamda öncü göstergeler yaklaşımının ileri sürdüğü üretim endeksi göstergesinin Kasım ve Şubat krizlerini öngörmeye başarılı olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

### 3.11. Hisse Senedi Fiyat Endeksi

Öncü göstergeler yaklaşımında hisse senedi fiyat endeksinin değer kaybetmesi bir kriz göstergesidir. Türkiye’de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde göstergenin etkinliği araştırılırken ulusal 100 endekslerinin (ABD Doları bazında, 1986=100) kapanış değerleri incelenecektir. Bu endekste meydana gelecek yüzde (bir önceki yılın aynı ayına göre) 10-20 arasındaki (öncü göstergeler yaklaşımında yüzde 14 oranında) değişme bir kriz sinyali olarak algılanmaktadır. Grafik 16, Ulusal 100 endeksinin zaman içerisinde gösterdiği gelişimi vermektedir.

**Grafik 16. Hisse Senedi Fiyat Endeksi**

Kaynak: İMKB

2000 yılında patlak veren Kasım krizinden önceki yirmi dört ay incelendiğinde, hisse senedi piyasasında 1999 yılında yaşanan düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. 1999 yılının Kasım ayında başlayan hızlı düşüş aynı yılın Temmuz ayına kadar devam etmiş, daha sonraları her ne kadar artış eğilimine geçse de Kasım krizinin yaşanmasına engel olunamamıştır. 2000 Kasımında 1999 yılına göre yüzde 22 oranında değer kaybeden hisse senedi fiyat endeksi, Şubat ayında yaşanan ikinci krizin de etkisiyle yüzde 66 oranında düşmüştür.

#### 4. KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİNE İLİŞKİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİN ANLAMLIĞI

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri için yukarıda ayrıntısı ile ele alınan krizlerin öncü göstergeleri, Kasım 2000 krizinin bir uyarı (sinyal) krizi olduğunu göstermektedir. Türkiye göstergelerinin Kasım krizini sırasında sergilediği hareketliliğin üç ay sonrasında yeni bir ekonomik sarsıntı yaşanmıştır. 2001 yılının Şubat ayında yaşanan kriz de oldukça maliyetli olmuş, piyasalar uzun süre kendine gelememiştir.

Türkiye'de 2000-2001 yıllarında yaşanan krizlere öncülük edebileceği iddia edilen göstergeler yukarıda ayrı ayrı incelendikten sonra, söz konusu hangi göstergelerin öncü gösterge olarak karşımıza çıktığını, bu göstergelerin ne derecede anlamlı bulunduğunu



incelemek faydalı olacaktır. Bunun için ele alınan on bir gösterge toplulaştırılmış olarak bir tabloda incelenmiştir.

**Tablo 14. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerine İlişkin Öncü Göstergelerin Anlamlılığı**

Gösterge	Kriz Öncesi	Değerlendirme
Net Uluslararası Rezervler	Net Uluslararası Rezervlerde azalış	Kriz öncesi dalgalı bir seyir izlemesine rağmen kriz anında ve sonrasındaki bir yıl boyunca sürekli azalış göstermiştir.
İhracat	İhracat hacminde düşüş.	Türk lirasının aşırı değerlenmesi sonucunda ihracatta gerileme.
Dış Ticaret Haddi	İthalat lehine gelişme.	Cari işlemler dengesinin olumsuz gelişimine katkısının devam edeceğinin göstergesi
Reel Döviz Kuru	Kriz anında Türk Lirasının reel değerlenmesi	İç talebi artırıcı ve dolayısıyla cari işlemler dengesini bozucu etkisi
M1	Aşırı reel M1 dengesi	Gevşek para politikası uygulamalarının ödemeler dengesi krizlerini beslemesi.
M2 Çarpanı	M2 çarpanında yükselme	Parasal tabanın genişlemesi suretiyle para arzının artması
Yurtiçi Kredi/GSYİH	Yurtiçi kredilerde genişleme	Düşük kredi faiz oranları, özellikle özel tüketimi arttırmış, GSYİH'daki azalışla birlikte, Yurtiçi Kredi/GSYİH oranı büyümüştür.
Reel Mevduat Faiz Oranı	Kriz öncesinde azalış trendi görülmesine karşın kriz anında olağanüstü artış	Likidite problemleri ve bankacılık sektörü kırılğanlığının hebercisi
M2/ Brüt Uluslararası Rezervler	M2'de artış ve rezervlerde azalış	Merkez Bankası likidite yükümlülüklerini karşılayabilme açısından sorunlu
Üretim Endeksi	Düşük Büyüme	Ekonomide yaşanan durgunluk.
Hisse Senedi Fiyat Endeksi	Aktif fiyatlarında dalgalanma	Piyasalarda geleceğe yönelik belirsizlik ve güvensizlik oluşması

Krizlerin öncü göstergeleri olarak bilinen bazı değişkenlerin Türkiye şartları dikkate alınarak yapılan değerlendirmesi sonucunda, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin aniden ortaya çıkmadığı ve öncesinde çeşitli öncü göstergelerin varolduğu görülmüştür. Bu anlamda bütün göstergeler güvenilir sinyaller vermesine rağmen, ihracat, dış ticaret haddi, M1 düzeyi, M2 çarpanı, Yurtiçi Kredi/GSYİH ve hisse senedi fiyat endeksinde çok güçlü sinyaller gözlenmiştir.

## Üçüncü Bölüm

### GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI'NIN (2001-2003) ÖNCÜ GÖSTERGELER ARACILIĞIYLA DEĞERLENDİRİLMESİ

#### 1. GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMININ (2001-2003) AMAÇ VE HEDEFLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan finansal krizlerin ardından "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" adı altında yine IMF destekli, makro düzeyde yeni bir program hazırlanmış ve 3 Mayıs 2001'de kamu oyuna sunulmuştur. Yeni program, 2000 yılı enflasyonu düşürme programının bir devamı niteliğindedir. Programda enflasyonla mücadele öncelikli hedef olmaktan çıkmış, mali istikrarın sağlanması daha öncelikli hale getirilmiştir.<sup>152</sup>

##### 1.1. Programın Gerekçeleri

Türkiye ekonomisi 1989 yılında dış sermaye hareketlerini tümüyle serbestleştirmiştir. Dış finansal serbestlik, bir yandan sermaye hareketlerinin serbest kalmasına, diğer yandan da yurtiçinde bulunan kişi ve kurumlar arasındaki iktisadi işlemlerin yabancı paralar cinsinden yapılmasına olanak vermiştir. 1989 yılından sonra geçilen dış finansal serbestlik uygulaması ile daha önceki yıllarda dış finansal serbestliğe geçmiş olan bir çok gelişmekte olana ülke gibi Türkiye'ye doğru da yoğun bir sermaye girişi yaşanmıştır<sup>153</sup>. Türkiye, geçen bu dönem boyunca kronik yüksek enflasyon ve istikrarsız bir büyüme trendi yaşamak zorunda kalmıştır. Ekonomik istikrarın sağlanması için pek çok kez istikrar programı uygulamaya konmuş, buna rağmen ne kalıcı bir mali başarıya ulaşılmış ne de sağlıklı bir büyüme trendi yakalanabilmiştir.<sup>154</sup>

<sup>152</sup> Rıza Kandiller, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi", *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:22, (Temmuz 2001), <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2001/ekonomi.htm> (26.07.2003).

<sup>153</sup> Yakup Kepenek, *Türkiye Ekonomisi*, (Remzi Kitabevi, 11. bs., Kasım 2000), s. 211.

<sup>154</sup> "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda Temel Yapısal Reform Konuları, Genel Değerlendirme", [http://www.hazine.gov.tr/genel\\_degerlendirme.htm](http://www.hazine.gov.tr/genel_degerlendirme.htm), (26.07.2003).

2000 yılının başında yüksek enflasyon oranını düşürmek ve ekonomide büyüme ortamını yeniden sağlamak amacıyla kapsamlı bir ekonomi programı oluşturulmuştur.<sup>155</sup> Bu program ile Türkiye ilk defa döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulamıştır.<sup>156</sup> Ancak geçen zaman içerisinde enflasyonun programda öngörüldüğü hızla düşmemesi sonucunda Türk Lirasının beklenenin üzerinde reel değer kazanması, iç talepte görülen hızlı çanlanma, enerji fiyatlarındaki artışlar ve Euro/Dolar paritesindeki gelişmeler sonucunda 2000 yılında cari işlemler açığı öngörülen düzeyin önemli ölçüde üzerine çıkmıştır. Bu gelişme iç ve dış piyasalarda mevcut kur sisteminin sürdürülebilirliği ve cari işlemler açığının finansmanı konusundaki endişeleri artırmıştır. Ayrıca özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmelerin de sonucunda, Kasım ayının ikinci yarısında likidite krizine dönüşen bir bankacılık krizi patlak vermiştir.<sup>157</sup>

Kasım 2000 krizi sırasında, mevcut kur rejiminin sürdürülmesine çalışılmış ve Merkez Bankası tarafından 6 milyar dolar civarında net döviz satışı yapılmıştır. Bu işlemler sonucu, piyasadandan çekilen Türk Lirası likiditenin yeniden piyasaya döndürülebilmesi amacıyla, 22-30 Kasım 2001 tarihleri arasında, açık piyasa işlemi yoluyla piyasaya 3.9 katrilyon Liralık likidite sağlanmıştır. Aralık ayında IMF'den sağlanan "Ek Rezerv Kolaylığı" ve Hükümetçe açıklanan tedbirler, Kasım 2000 krizinin atlatılmasını kolaylaştırmıştır.<sup>158</sup>

Kasım krizi sonrası iki temel sorun boy göstermiştir. Birincisi, krizle birlikte yükselen faiz oranları, IMF ile varılan anlaşma sonrasında düşmesine karşın, döviz kurundaki artış hedefinin çok üzerinde seyretmeye başlamıştır. Başka bir ifadeyle, faiz oranları ve kur artış hızı hedefi arasında önemli bir uyumsuzluk oluşmuştur. İkincisi, krizin başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında oluşturduğu hasar, sistemin kırılabilirliğini artırmıştır.

<sup>155</sup> "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", <http://www.hazine.gov.tr/programson140401.pdf>, (24.01.2003), s.9.

<sup>156</sup> "TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html>, (02.12.2001).

<sup>157</sup> "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", <http://www.hazine.gov.tr/programson140401.pdf>, (24.01.2003), s.9.; "TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html>, (02.12.2001).

<sup>158</sup> "TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html>, (02.12.2001).

Bu uyumsuzluk ve artan kırılganlık, Şubat 2001 sonlarındaki Hazine ihalesi öncesinde meydana gelen siyasi gerginlik ile birleşince, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı oluşmuş, sisteme olan güven tamamen kaybolmuş ve 19 Şubat 2001 tarihinde Türk Lirası yeniden ciddi bir atakla karşı karşıya kalmıştır. Bu tarihte gerçekleşen 7.6 milyar dolarlık döviz talebi, döviz kuruna önemli bir baskı oluşturmuştur. Bu baskının kalkması için, Merkez Bankası 20 Şubat günü vadesi gelen repolarını yenilememiş ve bir gün evvel sattığı dövizlerin 6,1 milyar dolarlık kısmını alış ya da iptal işlemleri sonucu geri almıştır. Ancak, aradaki fark kadar dövizin satılması nedeniyle azalan Türk Lirası likiditesi, günlük aşırı likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankalarının sorunlarının daha da ağırlaşmasına yol açmıştır. Böylelikle, Ülkenin ödemeler sistemi kilitlenmiş, öte yandan, mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin ciddi güven sorunu daha da derinleşmiştir. Nitekim, döviz kuru rejiminin sürdürülmesine imkan kalmamış ve döviz kurları 22 Şubat tarihinde dalgalanmaya bırakılmıştır.<sup>159</sup>

## 1.2. Programın Amaç ve Hedefleri

Kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ile istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve böylesine bir duruma **bir daha geri dönülmeyecek şekilde** kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı yaratmak, güçlü ekonomiye geçiş programının temel amacını oluşturmaktadır.

Program:

- i. Öngörülen hedeflere ulaşılması ve ekonominin yeniden yapılandırılması konusunda kesin bir siyasi taahhüdü ve desteği içermektedir.
- ii. Kamuda kaynak tahsisi sürecinde şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması, rasyonel olmayan müdahalelerin bir daha geri dönüşü olmayacak şekilde önlenmesi, iyi yönetişimin ve yolsuzlukla mücadelenin güçlendirilmesini hedeflemektedir.
- iii. Katlanılan fedakarlıkların boşa gitmesinin önlenmesi ve piyasalarda güven ortamının yeniden sağlanmasını amaçlamaktadır.

<sup>159</sup> "TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html>, (02.12.2001).

Yeni programın sunduğu bu temel ilkeler çerçevesinde oluşturulan alt hedefler;

- i. dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadeleyi kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürmek,
- ii. bankacılık sektöründe kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırılmayı sağlamak, böylece bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişki kurmak,
- iii. kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak biçimde güçlendirmek,
- iv. toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakarlığın tüm kesimlerce adil bir biçimde paylaşılmasını öngören ve enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikası sürdürmek,
- v. bütün bunları etkinlik, esneklik ve şeffaflık ile sağlayacak yapısal unsurların yasal altyapısını oluşturmaktır.

Programın nihai amacı, **ekonomide sürdürülebilir bir gelişme** ortamı sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasa koşullarında rekabet gücünü geliştirmek ve böylece ekonomide büyümeyi, yatırım ve istihdamı artırarak halkın refah düzeyini kalıcı bir biçimde yükseltmektir.<sup>160</sup>

2002 ve 2003 yılları için makroekonomik hedefleri yeniden tanımlayan güçlü ekonomiye geçiş programı, bankacılık sektörü reformu, mali saydamlık, mali sektörün yeniden yapılandırılması, kamu finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması ve sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi gibi yapısal alanlar üzerinde yoğunlaşmıştır.<sup>161</sup>

GEGP'nin 2001-2003 yılları için öngördüğü temel makroekonomik hedefleri tablo 15'te yer almaktadır.

<sup>160</sup>:"Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", <http://www.hazine.gov.tr/programson140401.pdf>, (24.01.2003), s.12,13.

<sup>161</sup> Aynı, s.13.

Tablo 15. Temel Makroekonomik Hedefler

	1999	2000	2001 <sup>T</sup>	2002 <sup>T</sup>	2003 <sup>T</sup>
<b>Büyüme</b>	-6,1	6,1	-3,0	5,0	6,0
<b>GSMH Deflatörü</b>	55,8	51,6	49,4	28,3	16,5
<b>Tefe Yıl Sonu (%)</b>	62,9	32,7	57,6	16,6	12,4
<b>Tüfe Yıl Sonu (%)</b>	68,8	39,0	52,5	20,0	15,0
<b>Konsolide Bütçe (GSMH'ya Oran)</b>					
<b>Faiz Dışı Denge*</b>	1,5	4,6	5,1	5,6	5,6
<b>Net Faiz Ödemeleri</b>	13,1	15,8	20,1	19,1	16,1
<b>Bütçe Dengesi</b>	-11,6	-11,2	-15,0	-13,6	-10,5
<b>Operasyonel Denge</b>	-4,0	-2,0	-0,6	-4,8	-2,5
<b>Toplam Kamu Kesimi Faiz Dışı Fazlası/GSMH</b>	-2,0	2,8	5,5	6,5	6,5
<b>Kamu Kesimi Faiz Dışı Dengesi (GSMH'ya Oran)</b>	22,1	21,9	22,6	16,2	13,5
<b>Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (TCMB karı dahil) (GSMH'ya Oran)</b>	24,2	19,1	17,1	9,7	6,9
<b>Kamu Kesimi Net Borç Stoku (GSMH'ya Oran)</b>	61,0	58,4	78,5	70,4	64,9
<b>Net Dış Borç</b>	20,1	19,7	34,2	28,3	23,5
<b>Net İç Borç</b>	40,9	38,8	44,3	42,1	41,5
<b>Brüt Dış Borç Stoku</b>	55,0	56,6	66,2	59,6	56,8
<b>Ödemeler Dengesi</b>					
<b>Cari İşlemler Dengesi(GSMH'ya Oran)</b>	-0,7	-4,8	-0,6	-0,9	-0,6
<b>Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)</b>	-1,4	-9,8	-1,0	-1,7	-1,2
<b>İhracat</b>	29,3	31,2	34,1	36,5	39,3
<b>İthalat</b>	-39,8	-53,6	-47,0	-49,9	-53,6
<b>Turizm Gelirleri</b>	5,2	7,6	8,3	8,6	9,1
<b>GSMH (Trilyon TL.)</b>	78.283	125.971	182.436	245.814	303.626

**Kaynak:** Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s. 43.

\* TCMB karı, faiz gelirleri ve özelleştirme gelirleri hariç.

<sup>T</sup> Tahmin: Programın tam olarak uygulandığı varsayıldığında, büyüme hızı 2002 ve 2003 yılında yüzde 7'ye ulaşabilmektedir.

2000 yılı enflasyonu düşürme programında 2001 yılı için saptanmış hedeflere kıyasla yeni programda, ekonomik büyüme ve cari işlemler açığı hedefleri büyük ölçüde düşürülmüş, enflasyon oranı ve bütçe açığı hedefleri ise önemli ölçüde arttırılmıştır.

Yeni programın 2001 yılı için geliştirdiği hedefler, yılın ikinci yarısında ekonominin toparlanması, enflasyon oranının düşme trendine girmesi, büyümenin yeniden başlaması ve ihracat gelirlerinde önemli artışlar olması varsayımlarına dayandırılmıştır. Bütün bunlar kamu kesiminde istihdamın, cari harcamaların ve kamu yatırımlarının azaltılacağı düşüncesiyle tahmin edilmiştir. Para politikası ise Merkez Bankasının net iç varlıklarının tanımladığı bir tavanla ve uluslararası rezervlerin tanımladığı bir tabanla sınırlandırılacak parasal büyüklüklerin kontrolü bazında odaklanmıştır.<sup>162</sup> Program dahilinde 2001 yılı içerisinde GSMH'nin yüzde 3 civarında gerilemesi beklenmektedir. GEGP'nin 2000 ve 2001 yılları için çeyrekler itibarıyla tahmin ettiği büyüme oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 16. Çeyrekler İtibariyle Yıllık Büyüme Oranları  
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre % Değişme)**

	2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Tarım</b>	1,8	2,3	1,9	12,2	4,9	2,5	2,3	-3,3
<b>Sanayi</b>	2,8	4,0	9,8	5,5	0,0	-8,5	-3,5	-1,5
<b>Hizmetler</b>	7,4	8,3	9,7	8,9	0,0	-6,3	-3,6	-4,4
<b>GSYİH</b>	5,6	6,4	7,8	8,3	0,2	-6,3	-2,2	-3,5
<b>GSMH</b>	4,2	4,9	7,2	7,6	-0,9	-6,2	-2,0	-3,0

**Kaynak:** Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s. 100.

Mevsimsel olarak düzeltilmiş, bir önceki döneme göre yüzde değişme olarak çeyrekler itibariyle büyüme oranları ise tablo 17'de verilmiştir. Tabloya göre, mevsimsel etkilerden arındırılmış bazda incelendiğinde ise üçer aylık dönemler itibarıyla sanayide 2000 yılının ikinci yarısından itibaren canlanmanın yaşanacağı tahmin edilmektedir.<sup>163</sup>

<sup>162</sup> Yılmaz Akyüz, Korkut Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis", United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers, No 152, (Nisan 2001), s.21, 22.

<sup>163</sup> Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, (Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Mayıs 2001), s. 45.



**Tablo 17. Çeyrekler İtibariyle Büyüme Oranları (Mevsimsel Olarak Düzeltilmiş, Bir Önceki Döneme Göre % Değişme)**

	2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Tarım	1,7	-4,4	3,1	11,4	-4,4	-6,7	2,9	5,4
Sanayi	2,3	6,9	-1,8	-1,6	-3,2	-2,2	3,6	0,4
Hizmetler	4,2	4,1	-0,9	1,3	-4,3	-2,5	2,0	0,4
GSYİH	3,3	3,7	-0,6	1,8	-4,0	-3,0	2,6	1,1
GSMH	3,8	2,8	-0,6	1,6	-3,9	-2,9	2,7	1,2

Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s. 100.

2001 yılının bütününde tarım sektörünün yüzde 1,2 büyümesi, sanayi ve hizmetler sektörünün de sırasıyla yüzde 3,5 ve 3,7 oranlarında küçülmesi beklenmektedir.

**Tablo 18. Yıllık Büyüme Oranları**

	1999	2000	2001	2002	2003
GSMH Büyüme (%)	-6,1	6,1	-3,0	5,0	6,0
GSYİH Büyüme (%)	-4,7	7,2	-3,0	4,7	5,9
GSMH (Katrilyon TL)	78,3	126,0	182,4	245,8	303,6
GSMH (Milyar \$)	187,4	201,9	170,7	188,5	203,3
<b>Sektörel Büyüme Oranları</b>					
Tarım	-5,0	4,1	1,2	5,3	1,2
Sanayi	-5,0	5,6	-3,5	5,1	6,6
Hizmetler	-4,5	8,7	-3,7	4,3	6,6

Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s. 99.

Enflasyon öngörülerine bakıldığında ise Türk Lirasının dalgalanmaya bırakılması ile ani değer kaybına bağlı olarak 2001 yılında enflasyon oranının yükseleceği tahmin edilmektedir. 2001 yılı sonu itibariyle TEFE'deki artışın yüzde 57,6, TÜFE'deki artışın ise yüzde 52,5 olması beklenmektedir. 2002 ve 2003 yılları için ise TEFE'de sırayla yüzde 16,6 ve 12,4, TÜFE'de ise yine sırayla yüzde 20,0 ve 15,0 oranında artış öngörülmektedir. <sup>164</sup>

<sup>164</sup> Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, (Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Mayıs 2001), s. 46.

2000 yılında GSMH'nin yüzde 3'üne yakın gerçekleşen toplam kamu kesimi faiz dışı fazlasının (özelleştirme geliri, faiz geliri ve Merkez Bankası kârları hariç), 2001 yılında yüzde 5,5'e ve 2002 yılında yüzde 6,5'e yükseltilmesi hedeflenmektedir. Buna göre 2001 yılı sonunda faiz dışı fazlanın en az 9.3 katrilyon TL.'ye ulaşması beklenmektedir. Özelleştirme geliri, faiz geliri ve Merkez Bankası kârları hariç bütçe faiz dışı fazlasının GSMH'a oranının 2000 yılındaki yüzde 4,6'lık seviyesinden, 2001 yılında yüzde 5,1 ve 2002 yılında da yüzde 5,6 seviyesine yükseltilmesi amaçlanmaktadır.<sup>165</sup>

2000 yılı sonu itibariyle yüzde 58,4 olan kamu kesimi net borç stokunun GSMH'ya oranının 2001 yılı sonunda yüzde 78,5'e çıkması, ancak alınan tedbirlerle 2002 yılından itibaren hızla azalmaya başlayarak 2003 sonunda yüzde 64,9'a düşmesi beklenmektedir.<sup>166</sup>

**Tablo 19. Kamu Kesimi Net Borç Stoku (GSMH'ya Oran Olarak)**

	1999	2000	2001	2002
<b>Kamu Kesimi Net Borç Stoku</b>	61,0	58,4	78,5	70,4
-Net Dış Borç Stoku	20,1	19,7	34,2	28,3
- Net İç Borç Stoku	40,9	38,8	44,3	42,1

Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s.58.

Toplam borç stokunun GSMH'ya oranında 2001 yılında beklenen 20 puanlık artışın 14.5 puanının net dış borç stokundaki artıştan kaynaklanacağı tahmin edilmektedir. 2001 yılında borç stokunun GSMH'ya oranının hızlı artışına ve yüksek reel faize karşın, 2002 yılında yüzde 8 civarında düşmesi öngörülmektedir.<sup>167</sup>

Güçlendirilmiş bankacılık sistemi ve dalgalı kur rejimi Merkez Bankası'nın aktif bir para politikası uygulamasına ortam sağlamaktadır. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın öncelikli amacı Türk Lirası'nın değer kaybının enflasyon üzerindeki etkisini sınırlandırmak ve takip eden aylarda enflasyonu düşürmektir. Program

<sup>165</sup> Aynı, s. 47- 49.

<sup>166</sup> Aynı, s. 57.

<sup>167</sup> Aynı, s. 58.

çerçevesinde Merkez Bankası'nın bağımsızlığını artırmaya yönelik Merkez Bankası Kanunu yasalaşmıştır. Enflasyon hedeflemesi politikasına geçmek için uygun bir ortam yaratacak bu yasa ile fiyat istikrarını sağlamak üzere Merkez Bankası'na araç bağımsızlığı verilmiştir. Merkez Bankası 2001 yılında, enflasyon hedeflemesi politikasına tam anlamıyla geçiş sağlanana kadar bu ara dönemde, para politikasının tespit edilmesi ve yürütülmesinde parasal büyüklüklerin kontrolüne odaklanacak, bununla birlikte, finansal sistemin istikrarını sağlama gereğini de dikkate alacaktır.

Parasal taban için dönemler itibariyle gösterge niteliğinde belirli üst sınırlar (tavan değerleri) konulmuştur. Bu tavan değerleri tablo 20'de yer almaktadır. Merkez Bankası konulan gösterge niteliğindeki tavanlarla uyumlu olacak şekilde, parasal tabanın büyüme oranını kontrol edecektir. 2001 yılında para tabanının enflasyon ve büyüme öngörülleri ile tutarlı olacak biçimde yüzde 47 oranında artması öngörülmektedir.

**Tablo 20. 2001 Yılı Dönemler İtibariyle Gösterge Niteliğindeki Parasal Taban Hedefleri (Tavan Değer, Trilyon TL)**

30 Nisan İtibariyle Gerçekleşme	5.850
31 Mayıs 2001	5.900
30 Haziran 2001	6.050
31 Ağustos 2001	6.300
31 Ekim 2001	6.800
31 Aralık 2001	7.300

Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s.80.

Programda net iç varlıkların tavan ve net uluslararası rezervlerin taban değerlerinin belirlendiği düzeyler, Merkez Bankası'na ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditenin sağlanması için döviz rezervlerini kullanabilme imkanı tanımaktadır.<sup>168</sup>

Merkez Bankası, resmi dış finansmana aracılık faaliyeti ile ilişkili olarak Hazine'ye açılan herhangi bir kredi hariç olmak üzere, net iç varlıkların büyüme oranını

<sup>168</sup> Aynı, s. 79,80.

kontrol edecektir. Parasal tabandan ay sonu kuru ile Türk Lirasına çevrilen net dış varlıkların çıkarılmasıyla hesaplanan net iç varlıklar için dönemler itibariyle belirlenen hedefler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 21. 2001 Yılı Dönemler İtibariyle Merkez Bankası Net İç Varlıklar Hedefi (Tavan değer, trilyon TL)**

30 Nisan İtibariyle Gerçekleşme	7.780
31 Mayıs 2001	9.750
30 Haziran 2001	13.250
31 Ağustos 2001	15.850
31 Ekim 2001	19.500
31 Aralık 2001	21.000

**Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s.81.**

Merkez Bankası, döviz kurunun uzun vadeli serbest piyasa değerini etkileyecek sistematik müdahalelerde bulunmayacak, döviz piyasalarına sadece geçici dalgalanmaları hafifletmek üzere müdahale edecektir. Bununla birlikte, piyasalarda bazı beklenmedik ve ciddi dalgalanmalar olduğu takdirde Merkez Bankası para ve döviz piyasalarını dengelemek için, program çerçevesinde kullanılacak dış finansman imkanından yararlanabilecektir.<sup>169</sup>

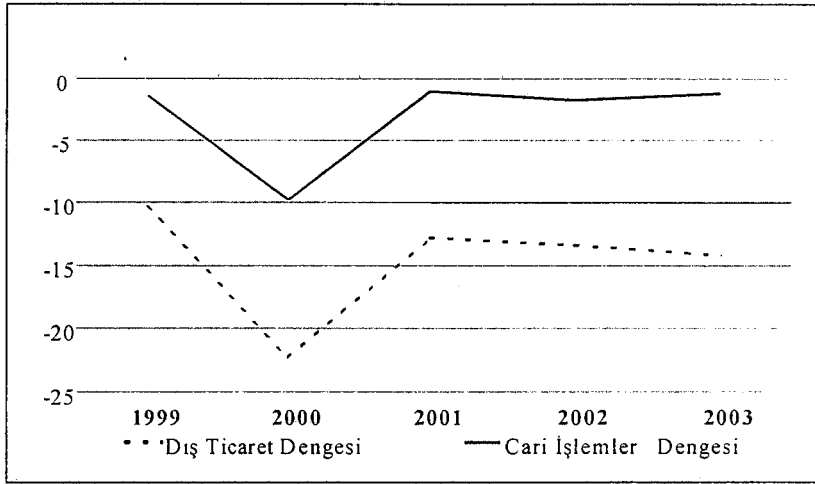
Döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ile birlikte dövizin değer kazanması genel olarak döviz gelirleri üzerinde olumlu etki yaratacaktır. Kur etkisi yanında, 2001 yılında iç talepte yaşanan daralma ve büyüme hızındaki düşüş ithalat talebini azalacaktır. Ancak kurun artışı dış borç faiz ödemelerinin bütçeye yükünü artıracaktır.

Yıl genelinde cari işlemler açığının 2000 yılındaki 9.8 milyar dolarlık seviyesinden 1 milyar dolara gerilemesi beklenmektedir. İhracatın en az 34 milyar dolar, ithalatın ise 47 milyar dolar civarında beklendiği 2001 yılında, dış ticaret dengesi önemli ölçüde iyileşme gösterecektir.<sup>170</sup>

<sup>169</sup> Aynı, s. 81.

<sup>170</sup> Aynı, s. 82.

**Grafik 17. Cari İşlemler ve Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD \$)**



**Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar,** Mayıs 2001, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlık Matbaası, Ankara, s.83.

### 1.3. Programın Amaç ve Hedeflerinin Öncü Göstergelerle Değerlendirilmesi

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının (GEGP) neleri hedeflediği ve bu hedeflere ulaşmak için hangi araçları kullandığından bahsettikten sonra, programın ne ölçüde tutarlı olduğunu ve Türkiye ekonomisini, programın adından da anlaşılacağı üzere, ne derecede güçlendireceğini tartışmak yararlı olacaktır. Bu bağlamda öncü göstergeler olarak adlandırılan değişkenlerden bazılarının program amaç ve hedefleri doğrultusunda gerçekleşebilirliği de tartışılacaktır. Bu göstergelerin bir kısmı GEGP metninde yer almadığı için bu kısımda bahsedilmeyecektir.

GEGP'nin adı verilen yeni programın amaçları dikkatle incelendiğinde programın, ülkemizin kalkınma sorununa yönelik herhangi bir çözüm önerilmediği gözlenmektedir. Hiç bir sanayileşme hedefi olmayan program, Türkiye'de 1980'li yıllardan bu yana sürdürülmekte olan ihracat yapısını dönüştürecek, ulusal sanayinin rekabet gücünü geliştirecek bir strateji sunamamaktadır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, mevcut program öncelikle parasal sermayenin krizden çıkış programı niteliğindedir.<sup>171</sup>

<sup>171</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001), s. 5.

Programda birkaç kez istikrarlı ve sürdürülebilir büyümenin amaçlandığı belirtilmektedir. Ancak metinde bu büyümenin gerektirdiği tasarruf ve yatırım hedeflerinden bahsedilmemektedir.<sup>172</sup> Programda fiyatlardaki artış eğiliminin frenlenmesinin, faiz hadlerinin düşmesinin ve döviz kurlarının dengeye ulaşmasının kısa vadede istikrarı, bunun ardından da sürdürülebilir büyümeyi getireceği düşünülmektedir. Ancak bu ekonomik ortam sağlansa bile, beraberinde büyümeyi otomatik olarak getirip getirmeyeceği tartışılmaktadır. Bu anlamda programda IMF'nin olağan kriz yönetimi yaklaşımını sürdürerek kısa vadede istikrarı sağlamaya yönelik tedbirler alması ve bunun otomatik olarak büyümeyi getireceğini beklemesi programın en eksik yönlerinden bir tanesidir.<sup>173</sup>

Ayrıca, GEGP Türkiye'de vergi tabanının yetersizliğine ve vergi adaletsizliğine değinmekte ama bu olumsuzluklara çare olacak ciddi ve kapsamlı bir vergi reformu önermemektedir. Kamu borcunun ödenmesi için bulunan çözüm yolu, özelleştirme ve kamunun yaptığı cari ve yatırım harcamalarına, kısıntılarla fon sağlamaktır.

Programın öngördüğü çeşitli hedeflerin gerçekçiliğini sorgulamak gerekirse, program dahilinde net iç borçların milli gelir içindeki payının 2001 yılında yüzde 44,3, 2002 ve 2003 yıllarında ise sırasıyla yüzde 42,1 ve 41,5 olacağı hesaplanmaktadır. Net iç borç stokunun milli gelire oranının enflasyonu düşürme programının uygulamaya konulduğu 1999 yılında yüzde 40,9 olduğu düşünülürse, Türkiye ekonomisinin mevcut "istikrar" programının sonunda gelinecek noktada, iç borç stoku IMF programının ilk uygulanmaya başlandığı yıldaki noktadan farklı olmayacaktır. Dolayısıyla, GEGP'nin net iç borç hedefi aslında 1999 yılından bu yana uygulamanın yol açtığı bozulmayı düzeltme çabasından öteye gitmemektedir.<sup>174</sup>

Programda öngörülen hedeflerin tutturulduğu varsayılsa bile, borç yükünün artacağı anlaşılmaktadır. Türkiye'nin iç ve dış borçları toplamı 2000 yılında 153.5 milyar dolar iken, 2001'de 147.6 milyar dolar, 2002 yılında ise 153.9 milyar dolara çıkacaktır.

<sup>172</sup> Aynı, s.42-43.

<sup>173</sup> Baran Tuncer, "Kriz: Nereden Nereye?", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 17, Sayı 19, (Mayıs 2002), s. 30.

<sup>174</sup> Erinc Yeldan, "Bir Takas İşleminin Ardından", *Birikim*, (Temmuz 2001), s. 2.

Ekonominin 2003 yılında yüzde 6 büyümesi halinde borç stoku 181.4 milyar doları bulacaktır. Bu, 2000 yılında milli gelirin yüzde 75,8 büyüklüğünde olan iç ve dış borç stokunun 2001 yılında yüzde 88,5'e çıkması, takip eden iki yıl boyunca da ancak yüzde 77,7'ye inmesi anlamına gelmektedir.<sup>175</sup>

Sermaye hareketlerine serbestlik getirilmesiyle beraber sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde Türk Lirası değer kazanmakta ve bu durum, ithal mallarını ucuzlatarak ve ihraç mallarını yabancı tüketiciler için pahalandırarak ticarete konu olan malları üreten sektörler zarar vermektedir. Bunun sonucunda giderek büyüyen bir cari açık sorunu ortaya çıkmaktadır. GEGP'de ithalat denetimsizliği sorununa değinilmemektedir. Eğer sermaye hareketleri serbestisinin (sermaye işlemleri konvertibilitesinin) korunmasında ısrar ediliyor ise, bunun cari işlemler dengesi, ithalat hacim ve bileşimi üzerindeki etkilerinin kontrol edilmesi ve yabancı sermaye girişlerinin olabildiğince kalkınma ihtiyaçları doğrultusunda kullanılması gerekmektedir.

Program dış ödemeler dengesine ilişkin olarak, cari işlemler açığının 2000'deki 9.8 milyar dolardan 2001 yılında 1 milyar dolara ve 2002 yılında 1.7 milyar dolara düşeceğini öngörmektedir. Bu öngörü, iç talep daralmasının ithalatı azaltıcı etkisine ve devalüasyonun ihracatı artırıcı etkisine dayanmaktadır. Programda, 2001 yılında iç talebin daralması ve büyüme hızındaki düşüşün ithalat talebini azaltacağına dair bir beklenti ifade edilmektedir. İthalatın gümrük vergisi ya da gümrük dışı engellerle kontrol edilemediği, kurun da denetimsiz sermaye hareketlerine terk edildiği şartlarda ithalatı azaltmanın tek yolu, milli geliri azaltmak, başka bir deyişle ekonominin büyümesini durdurmaktır. Ulusal geliri azaltmak, işsizliğin artması ve toplumun refahını olumsuz etkileyecek biçimde iktisadi büyümenin duraklaması anlamına gelmektedir.

GEGP, 2001 yılı için ihracat artış oranını yüzde 9,3, 2001 yılı için ise yüzde 7,0 olarak öngörmektedir. Program hedeflerine göre 2000 yılında 31.2 milyar dolar olan mal ihracatı gelirleri, 2003 yılında 39 milyar dolara ulaşacaktır. Üç sene içinde

<sup>175</sup> Mustafa Sönmez, "Hem Daha Yoksul, Hem Daha Borçlu", *Forum*, (Haziran 2001), s. 15.

ihracatımızın reel hiçbir özendirme olmadan yüzde 30 oranında arttırılmasının hedeflenmesi oldukça iyimser bir öngörüdür. Kaldı ki, günümüz koşullarında başta ABD ve Almanya olmak üzere OECD ülkelerinde büyüme hızı yavaşlamakta ve bu durum, ciddi bir iktisadi daralma tehlikesi oluşturmaktadır. 2000 yılında OECD ülkelerinde reel yurtiçi talep artış oranı yüzde 4,2 olmuştur. OECD sekreteryası bu rakamın 2001 yılında yüzde 1,9, 2002 yılında ise yüzde 2,7 olacağını tahmin etmektedir. OECD ülkelerinin cari işlemler açığının gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı 2000 yılında yüzde 1,3 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamın 2001 yılında aynı seviyede kalacağı ve 2002 yılında yüzde 1,2'ye düşeceği tahmin edilmektedir. OECD bu tahminleri yaparken, daha kötü gerçekleştirmelerin olasılığına da işaret etmektedir.<sup>176</sup>

GEGP'de dünyadaki bu gelişmelere değinilmemekte, fakat ihracat artma beklentisi "rekabet gücü"nin artmış olmasına dayandırılmaktadır. Burada anlatılmak istenen, artan kurun sağladığı fiyatın rekabet gücüdür. Kısa vadede kurun artmasının ihracat üzerinde olumlu etkisi görülebilir. Fakat uzun vadede Türkiye'nin cari işlemler dengesinin sağlıklı bir yapıya kavuşması, ihracat yapısının değişmesini bu da, sabit sermaye yatırımlarının arttırılmasını ve teknoloji üretmeye yönelik tedbirler alınmasını gerektirmektedir. Nitekim günümüz koşullarında dünya mal ve hizmet ticareti kur farklılıklarından çok, stratejik pazarlama, teknolojik yatırımların dağılımı ve uluslararası sermaye akımlarının yönü gibi unsurlar tarafından yönlendirilmektedir.

Program, 1980-1989 yıllarında uygulanan nispi fiyat ayarlamaları (reel döviz kuru, reel ücret ayarlaması) yoluyla ihracatı arttırma politikasının kısmen geri dönüşünü anımsatmaktadır. Ne var ki GEGP, 2002 yılında yüzde 3, 2003 yılında ise yüzde 6 oranında büyümenin gerektirdiği ithalatın nasıl karşılanacağı ve ileride ödemeler bilançosunun nasıl bir yapı sergileyeceği konusuna değinmemektedir. Program ayrıca, 2003 yılında dış borç stokunun sıfırlanması öngörülmediğine göre bunu izleyen yıllardaki borç servisi için gerekli olan kaynak hakkında bir tasarı sunmamaktadır. Dış borç ödemeleri ve ithalat artışının yurt içi tasarruflarla ve ihracat artışı ile karşılanması ile 1990'larda olduğu gibi kısa vadeli sermaye girişleri yardımıyla finanse edilmesi

<sup>176</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001) s. 16.



izlenebilecek iki yoldur. Bu iki stratejinin gerektirdiği kur politikası farklı olduğundan, borç dinamiğini kırmak açısından GEGP'nin bu konuya değinmemesi büyük bir boşluk olarak görülmektedir. Ayrıca Türkiye'nin ihracat yapısını ve uluslararası işbölümündeki konumunu değiştirmeksizin salt bir ihracatı artırma stratejisine yönelmesi, bunun için de reel döviz kurunu ve reel ücret maliyetlerini düşük tutan politikalar izlemesi, ihracat gelirlerini görünürde arttırsa bile, bunun ülke dışına reel kaynak transferi aktarmak anlamına geldiği bilinmektedir.<sup>177</sup>

GEGP, 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin başlıca nedenlerinin sürdürülemez iç borç dinamiği ve mali sistemdeki sağlıksız yapılanma olduğunu vurgulamaktadır. Programın makroekonomik hedefleri arasında iç borç dinamiğine ilişkin olarak, 2000 yılında yüzde 4,6 olan konsolide bütçe faiz dışı fazlasının ulusal gelire oranının, 2001 yılında yüzde 5,1 düzeyine yükseltilmesi yer almaktadır. Bunun için de faiz dışı harcamalardaki nominal artışın, ulusal gelirin nominal artışının altında tutulması gerektiğine işaret edilmektedir. Ancak, bu hedeflere ulaşmak için servet vergisi ya da net aktif vergisi türünden yeni hiçbir düzenlemeye gidilmeyerek, hedeflenen faiz dışı bütçe fazlalarının öncelikle kamu harcamalarındaki daralmayla karşılanması planlanmaktadır. Oysa, 2000 yılı itibariyle kamu harcanabilir gelirinin neredeyse tamamına ulaşan iç borç faiz ödemeleri yükünün, faiz dışındaki harcamalardaki kısıntılarla azaltılamayacağı 2000 yılı bütçe uygulaması sonucunda anlaşılmıştır.

Sürdürülemez iç borç dinamiği ve mali sistemdeki sağlıksız yapı aslında 80'li yıllarda izlenen IMF-Dünya Bankası patentli "arz yönlü iktisat" politikalarının bir sonucudur. Bu anlayışa göre vergi oranlarının düşürülerek vergi gelirlerinin arttırılacağı ileri sürülmektedir. Bu politikalar Türkiye'de uygulandığı biçimiyle, vergi gelirlerini arttırmadığı gibi, kamu dengelerinin bozulmasının temel nedenlerinden birini oluşturmuştur. Vergi yerine borçlanma tercihinin dayalı bir kamu harcama modeli benimsenmiştir. Bu tercihin sonucunda, 1980'lerin sonundan itibaren yaşanan krizlerin temel nedeni olarak gösterilen sürdürülemez kamu açıkları ortaya çıkmıştır. Aslında, krizin ya da istikrarsızlığın nedeni görünürdeki kamu açıkları değil, bu açıklara neden

<sup>177</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001), s. 17.

olan ve sermaye kesimine kaynak aktaran kamu finansman politikalarıdır. Kamu açıklarının finansmanının önemli ölçüde bankacılık kesimince yapılması ise, 1980 sonrasında egemen olan parasalcı yaklaşımın sonucudur. Bu yaklaşımın sonucunda merkezi hükümet, öncelikle kamusal hizmetleri planlayarak finansman kaynaklarını normal vergi gelirleri ile sağlamak yerine, harcama politikasını bankacılık kesiminin spekülative finansman kararlarına terketmiştir.

Bankacılık kesimi tarafından hiç bir denetim ya da yönlendirmeye tabi olmadan yürütülen kısa vadeli dış borçlanma, bir yandan kamu harcamalarını iç borçlanma senetleri aracılığıyla finanse ederken diğer taraftan da bankacılık kesimine spekülative arbitraj olanakları yaratmıştır. Bu süreçte bankaların açık pozisyon diye adlandırılan karşılıksız döviz yükümlülükleri hızla artmış, bu durum ise bankaların uluslararası finans piyasalarındaki kırılganlığını derinleştirmiştir. Sonuçta bankacılık sistemi fonlanabilir kaynaklarını reel sektörden kamu iç borç senetlerine kaydırarak asli fonksiyonlarından giderek uzaklaşmıştır. Aynı zamanda kamu maliyesi, giderek bankacılık sisteminin yurt dışından getirdiği sıcak para akımlarıyla finanse edilmiş ve Merkez Bankası para piyasaları üzerindeki denetimini yitirerek edilgen bir konuma sürüklenmiştir. Başka bir ifadeyle, maliye politikası para politikalarını ikame eder hale gelmiştir. Böylece, yukarıda daha ayrıntılı tartışıldığı üzere, bu mekanizma bankacılık sisteminin Hazine ve Merkez Bankası karşısındaki pazarlık gücünü arttırmıştır.

GEGP'de bankaların yurt dışından borçlanmaları sonucunda oluşan yükümlülüklerine yönelik garanti uygulamalarının devam edeceği vurgulanmaktadır. Bu güvencenin varlığı bankacılık kesiminin sıcak para girişleri aracılığıyla denetimsiz dış borçlanmasının en önemli unsurlarından birisini oluşturmakta ve finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Böylece bankacılık kesiminde ahlaki tehlikeye (moral hazard) yol açan uygulamalar sürdürülmektedir.<sup>178</sup>

GEGP kamu maliyesine ilişkin hedeflerine ulaşmak açısından en önemli unsurun dış kaynak girişleri olduğunu birçok kez yinelemektedir. IMF ve Dünya Bankası'ndan

<sup>178</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001), s. 19.

2001 yılı Mayıs-Aralık dönemi boyunca elde edilecek dış kaynağın toplamı 15.7 milyar dolar olarak duyurulmuştur. Programa göre bu kaynağın 9.6 milyar dolarlık bölümü Hazine'nin iç borçlanmasını karşılamakta kullanılacaktır. Nitekim elde edilen bu dış kaynak, "kamu ve fon bankaları operasyonunun başarısı ve iç borç stokunun sürdürülebilirliğini devam ettirebilmek" amacıyla kullanılacaktır. Dolayısıyla, GEGP sağlanacak dış kaynağı, bir stratejik tercih olarak, doğrudan doğruya bankacılık sistemine aktarmayı amaçlamaktadır.<sup>179</sup>

Yine bu bağlamda, TMSF'na devredilmiş özel bankalara 2001 yılı içinde 8 milyar dolar artı 4.3 katrilyon TL. düzeyinde devlet iç borçlanma senedi (DİBS) verilmesi planlanmaktadır. Görev zararları taşıyan kamu bankalarına ise açıklarını kapatmak amacıyla verilecek DİBS tutarı 25.8 katrilyon TL'dir. Dolayısıyla, programda kamu ve fon bankalarına toplam 40 katrilyon TL civarında bir kaynak aktarımının gerçekleştirilmesi öngörülmüştür. Bu rakamın Türkiye'nin toplam gayri safi milli hasılasının neredeyse dörtte birine ulaştığı görülmektedir.<sup>180</sup>

Bütün bu değerlendirmeler, 2001 yılı boyunca kamunun borç geri ödeme takviminin son derece kırılğan bir yapıda olduğuna işaret etmektedir. GEGP orijinal metnine göre Türk kamu kesimi, yıl boyunca 72.9 katrilyon TL iç borç, 13 milyar dolar dış borç olmak üzere toplam 85 milyar dolar (milli gelirin yarısı) düzeyinde bir borç geri ödemesine hazırlanmaktadır. Öte yandan, yıl boyunca yapılacak olan yeni iç borçlanmanın 56.4 katrilyon TL olacağı planlanmaktadır. Söz konusu borçlanmanın 2001 yılı ortalama faiz oranının yüzde 81,1 olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır.

GEGP'nin ilan tarihine kadar yapılmış olan iç borçlanma ortalama faiz oranının yüzde 128 olduğu varsayımı altında, 2001 yılı ortalama faiz oranı hedefinin en iyimser tahminler altında yüzde 81'den ancak yüzde 75 düzeyine indirilebileceğini göstermektedir. Bu da 2001 yılı boyunca Türkiye'nin uluslararası finans piyasalarına

<sup>179</sup> Yeldan, "Bir Takas İşleminin Ardından", s. 2.

<sup>180</sup> Aynı, s. 3.

oldukça yüksek düzeyde bir spekülâtif arbitraj olanağı sunmaya devam edeceğinin işaretidir.<sup>181</sup>

Programda öngörülen hedeflerin ne derecede tutarlı ve gerçekçi olduğunu incelendikten sonra, GEGP sonrasında IMF'ye sunulan niyet mektuplarının revizyonlarına değinmek faydalı olacaktır. Çünkü bu revizyonlar, programda aksayan bir takım hedeflerin işaretlerini vermektedir.

GEGP sonrasında IMF'ye düzenli olarak gözden geçirmeye ilişkin niyet mektupları sunulmuştur. Bu anlamda niyet mektupları yoluyla yapılan revizyonlara değinilecek olursa, dokuzuncu gözden geçirmeye ilişkin 31.07.2001 tarihli niyet mektubunun belirlediği makroekonomik çerçevede, 2001 yılı için makroekonomik projeksiyonların revize edilmiş olduğunu görülmektedir. Orijinal program tahminlerine göre, 2001 yılının tamamı için yüzde 3 olarak hedeflenen reel GSMH'daki küçülmenin, yüzde 5,5; TÜFE artış oranının ise yine tüm yıl için yüzde 52,5 yerine yüzde 58 düzeyinde olması öngörülmüştür. Cari işlemler hesabında ise olumlu yönde bir gelişme beklentisi ile 5 milyar dolarlık (GSMH'nın yüzde 3'ü) bir fazla düşünülmektedir. Bu fazlanın nedeni ise turizm sektöründe güçlü performans artışına, ihracatın artması ve ithalatın azalmasına bağlanmıştır.<sup>182</sup>

Onuncu gözden geçirmeye ilişkin 20.11.2001 tarihli niyet mektubunda ise kötüleşen dış koşulların ekonomik toparlanmayı geciktirmesinden, enflasyonla mücadele çabalarını güçleştirmesinden ve dış cari hesabı zayıflatmasından bahsedilmektedir. Yılın ikinci üç aylık döneminde beklenenden hızlı bir küçülme görülmesi sonucunda, daha önce yüzde -5.5 olarak tahmin edilen 2001 yılı reel GSMH büyümesi aşağıya doğru revize edilmiştir. 11 Eylül şokunun ekonomik toparlanmayı daha da geciktirmiş olması sonucunda 2001 yılı reel GSMH büyümesi yüzde -8.5 olarak tahmin edilmektedir. 2002 yılında bir toparlanma beklenmeye devam edilmekle beraber, reel büyüme tahmini bir puan düşürülerek yüzde 4'e çekilmiştir. Türk Lirası'nın daha da değer kaybetmesi, yıl

<sup>181</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001), s. 19-21.

<sup>182</sup> **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Politika Metinleri (Niyet Mektupları ve Ekonomik Kararlara İlişkin Mevzuat**, Cilt I, (TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Eylül 2001), s.79.

sonu TÜFE enflasyonu tahmininin yüzde 58'den yüzde 65'e çıkarılmasına neden olmuştur. 2002 yılı için ise, Para Politikası Kurulu'nun tavsiyesi üzerine, enflasyon hedefi, Hükümet ve Merkez Bankası tarafından yüzde 35 olarak belirlenmiştir. Son olarak, ekonomik yavaşlama ve Türk Lirası'nın değer kaybetmesi, 2001 yılında dış cari hesapta önemli bir iyileşme yaratmıştır. Yılın son çeyreğinde turizm ve ihracat gelirlerinde beklenen kayba karşın, cari işlemler hesabının tüm yılda 2.25 milyar ABD doları fazla vermesi beklenmekte, 2002 yılı cari açığının ise yaklaşık 2 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Mevcut koşullar altında bu beklentilerin ciddi belirsizlikler içerdiği ve makroekonomik değişkenlerin revize edilmesi gerektiğinde, politikaların bu değişikliklere göre ayarlanmak suretiyle hazır bulundurulduğu da belirtilmiştir.<sup>183</sup>

18.01.2002 tarihli niyet mektubunda 2002-2004 yıllarında uygulanacak ekonomi programı anlatılmış ve programın desteklenmesini sağlamak için yeni bir stand-by düzenlenmesi talep edilmiştir. Niyet mektubunda ayrıca 2002 yılı için reel GSMH artışının yüzde 3 seviyesinde gerçekleşmesi hedeflenmiştir. (Orijinal program reel GSMH artışın yüzde 5 olarak hedeflemişti). Ancak, potansiyel GSMH artışının daha yüksek olarak gerçekleşme ihtimali olduğu düşünülmüştür. Cari işlemler hesabına ilişkin olarak ise, 11 Eylül şokunun, ekonomik toparlanmanın ve reel döviz kurunda hafif miktarda değerlenmenin, 2001 yılında tahmini 2 milyar ABD doları civarında bir fazlanın ardından, 2002 yılında aynı seviyede bir açık vermesine sebep olması beklenmektedir. Diğer taraftan niyet mektubunda, enflasyonun 2002 yılında yüzde 35, 2003 yılında yüzde 20 ve 2004 yılında yüzde 12 seviyesi ile sınırlı kalması planlanmaktadır.<sup>184</sup>

18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubunda somutlanan makroekonomik hedefler, GEGP'de öngörülen yaklaşımı esas olarak benimsemektedir. Ancak, Niyet Mektubu'nda esas alınan kamu kesimi faiz dışı fazla hedefleri aynen korunmasına

<sup>183</sup> "Onuncu Gözden Geçirmeye İlişkin 20.11.2001 Tarihli IMF Niyet Mektubu", [http://www.hazine.gov.tr/Standby/mektup/mektup10/tr/niyet\\_mektubu10\\_tr.htm](http://www.hazine.gov.tr/Standby/mektup/mektup10/tr/niyet_mektubu10_tr.htm), (15.12.2002).

<sup>184</sup> "18.01.2002 Tarihli Niyet Mektubu", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/nm0402/nmektubtr.htm>, s.2-4.

karşın, makroekonomik genel denge artık daha yüksek enflasyon, daha yüksek reel faizler ve daha düşük büyüme oranları ile sağlanabilmektedir.

**Tablo 22. GEGP (Mayıs 2001) ve Niyet Mektubu (Ocak 2002) Makroekonomik Hedefler**

	2001		2002		2003		2004	
	2000	GEGP	N.M.	GEGP	N.M.	GEGP	N.M.	
GSMH (Milyar \$)	201.3		150.3		165.6		183.0	201.3
GSMH Büyüme	6.3	-3.0	-8.5	5.0*	3.0	6.0*	5.0	5.0
TEFE	32.7	57.6	86.0	16.6	31.0	12.4	16.2	12.0
TÜFE	39.0	52.5	68.0	20.0	35.0	15.0	20.0	12.0
Hazine Bonosu Ort. Reel Faiz	38.0		99.7		69.6		46.0	32.4
<i>GSMH'ye Oran Olarak</i>								
<b>Konsolide Bütçe</b>								
Faiz Dışı Denge <sup>1</sup>	4.2	5.1	5.0	5.6	5.4	5.6	5.6	5.6
Net Faiz Ödemeleri <sup>2</sup>	15.8	20.1	23.2	19.1	20.5	16.1	16.2	13.5
Bütçe Dengesi	-11.6	-15.0	-18.2	-13.6	-15.2	-10.5	-10.6	-7,8
<b>Konsolide Kamu Sektörü</b>								
Faiz Dışı Denge	2.3	5.5	5.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Net Faiz Ödemeleri <sup>3</sup>	21.9	22.6	24.7	16.2	18.4	13.5	15.8	13.3
KKBG (TCMB Kârı Dahil)	19.6	17.1	19.0	9.7	11.9	6.9	9.3	6.8
<b>Kamu Sektörü Net Borcu</b>								
Net Dış Borç	18.3	34.2	38.0	28.3	35.1	23.5	30.6	28.5
Net İç Borç	39.1	44.3	54.2	42.1	46.2	41.5	42.7	40.9
<b>Dış Sektör</b>								
Cari İşlemler Dengesi	-4.9	-0.6	1.3	-0.9	-1.2	-0.6	-1.2	-1.2
Brüt Dış Borç Stoku	56.6	66.2	75.4	59.6	71.7	56.8	66.7	63.3
Net Dış Borç Stoku	37.0		51.6		48.1		44.4	40.8

**Kaynak:**Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, *Niyet Mektubu ve 2002 Başında Türkiye Ekonomisi*, 5 Mart 2002, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar\\_BSB/BSBSubat2002\\_tr.html](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_BSB/BSBSubat2002_tr.html) (Alınış Tarihi: 10.06.2002)

\* "Programın tam olarak uygulanacağını varsayarsak, büyüme hızı 2002 ve 2003 yıllarında yüzde 7'yi de bulabilir". (GEGP metni s. 43.)

1 TCMB kar transferleri, faiz gelirleri ve özelleştirme gelirleri hariç.

2 Faiz Ödemeleri – Faiz Gelirleri + TCMB Kâr Transferleri

3 Faiz Ödemeleri– Faiz Gelirleri + Bütçeye Aktarılmadan Önceki Merkez Bankası Kârı

Yukarıdaki tablo'da 3 Mayıs 2001 tarihli Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın makroekonomik hedefleri, 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu'nda öngörülen hedefler ile karşılaştırılmaktadır.

GEGP gayri safi milli gelir artış hızını 2001 yılı için yüzde -3.0 olarak öngörmüş fakat, niyet mektubunda yüzde -8,5 oranında bir daralmanın beklendiği ifade edilmiştir. 2002 yılı için yüzde 5, 2003 yılı için ise yüzde 6 oranında bir büyüme yolu tasarlamıştır. Ancak GEGP programın tam olarak uygulandığı varsayıldığında, büyüme hızının 2002 ve 2003 yıllarında yüzde 7'yi bulabileceği ifade edilerek bu öngörüye bir de “uyarı” eklemiştir. Fakat bu sırada uygulamaya konulan yapısal dönüşümlerin ve kamu kesiminde sağlanan faiz dışı fazla hedeflerinin tutturulmasına rağmen sözü edilen büyüme hedefleri yakalanamamıştır. GEGP uygulayıcıları 2001 yılı boyunca gözlenen daralmayı 11 Eylül olaylarının getirdiği konjoktüre bağlamalarına karşın, ekonomideki çöküntünün daha Eylül 2001 öncesinden derinleştiği ve “yapısal” nitelikler kazandığı görülmektedir. Nitekim, GEGP'nin 2001 yılının ikinci çeyreğinde yüzde -2,9 düzeyinde öngördüğü GSMH yıllık değişimi, yüzde -11,8 düzeyinde gerçekleşmiş, yıl ortalaması ise yüzde -8,5'e varmıştır. Dolayısıyla, GEGP'nin amaçladığı stratejik yapısal dönüşümlerin yerine getirilmesine ve kamu kesiminde planlanan daralma hedeflerine karşın, geri kalan makroekonomik hedeflerin hiçbiri tutturulamamıştır.<sup>185</sup>

Niyet mektuplarında büyüme hedefleri 2002 yılı için yüzde 5 yerine yüzde 3, 2003 yılı için ise yüzde 6 yerine yüzde 5 olarak revize edilmiştir. Bunun yanında bir de milyar dolar cinsinden milli gelir büyüklüğü vardır. 2004 yılı için 201.3 milyar dolar milli gelir hedefi belirlenmiştir. Yani bütün bu uygulamalar gerçekleşirse, milyar dolar hedefi 2004 yılında ancak 1998 düzeyini bulacaktır.<sup>186</sup>

GEGP'de yüzde 59,6 olarak belirlenmiş olan 2002 yılındaki brüt dış borcunun gayri safi milli hasılaya oranı, niyet mektubunda yüzde 71,7 olarak planlanmıştır. Niyet mektubu, dış borçlanma temposunu değiştirmeden korumakta ve programın nihai yılı olan 2004 yılında dış borçun GSMH'ya oranını yüzde 63,3 ile ancak 2001 yılı düzeyine geri getirmeyi hedefleyebilmektedir. Benzer şekilde kamu sektörü net dış borcunun GSMH'ye oranı 2002'de yüzde 35 olarak planlanmakta ve 2004'de yüzde 28'e indirileceği öngörülmektedir. Oysa aynı oran GEGP metninde 2002 için yüzde 28'dir.

<sup>185</sup> Independent Social Scientists Economics Group, “On The Letter Of Intent And The Turkish Economy At The Beginning Of 2002”, 5 March 2002, s.6, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar\\_BSB/BSBSubat2002\\_ing.doc](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_BSB/BSBSubat2002_ing.doc) (08.02.2003).

<sup>186</sup> Yeldan, “Kriz: Nereden Nereye?”, s. 73.

Dolayısıyla niyet mektubu, GEGP'nin kamu kesimi net dış borçlanması 2002 hedefini ancak 2004 yılında gerçekleştirmeyi taahhüt edebilmektedir.

Sonuç olarak, niyet mektubunun makroekonomik dengeleri sağlamak için sadece 2002 yılı sonrasında milli gelire oran olarak yüzde 6,5 düzeyinde tutturmayı planladığı kamu kesimi faiz dışı fazlası hedefine somutlandığı görülmektedir. Ancak, niyet mektubunda öngörülen makroekonomik hedefler, bu politikanın GEGP'ye görece daha yüksek enflasyon, daha yüksek reel faizler, daha düşük reel büyüme ve daha yüksek dış borçlanma sayesinde sürdürülmeye çalışılacağını belgelemektedir.<sup>187</sup>

IMF'ye son olarak beşinci gözden geçirme kapsamında 25 Temmuz 2003 tarihinde bir niyet mektubu sunulmuştur. Bu bağlamda, cari işlemler açığı tahminini GSMH'nın yüzde 1.9'u olan orijinal seviyesinden, yüzde 3 seviyesine yükseltmiştir.<sup>188</sup> Ekonomi yönetimi, cari işlemler açığını 6.1 milyar dolardan 7.4 milyar dolara çıkarınca, ihracat hedefi 2.9 milyar dolar, ithalat hedefi ise 6.1 milyar dolar yükselmiştir.<sup>189</sup>

GEGP'nin uygulanmakta olduğu zaman dilimi boyunca makroekonomik hedeflere ilişkin bir çok kez revizyon yapıldığı görülmektedir. Bu revizyonlar ekonomik ortamda ters giden bazı şeylerin ipuçlarını vermektedir. Ancak genel olarak bakıldığında, Türkiye ekonomisinin krizden çıkmış olduğu ve canlanmaya başladığı görülebilmektedir. Bir sonraki bölümde program uygulamasının vermeye başladığı sonuçlar incelenecektir.

## 2. PROGRAM UYGULAMASININ ÖNCÜ GÖSTERGELERLE DEĞERLENDİRİLMESİ

GEGP'nin makroekonomik hedefleri bir çok kez revize edilmesine karşın, program iki seneyi aşkın süredir uygulanmaktadır. Bu kısımda iki sene boyunca görülen gelişmelerin, öncü göstergelerin performansını nasıl etkilediği, göstergelerin olumlu yönde mi seyrettiği, yoksa bu süreçten sonra Türkiye'yi yeni bir krizin mi beklediği

<sup>187</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, "Niyet Mektubu ve 2002 Başında Türkiye Ekonomisi, 5 Mart 2002", [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar\\_BSB/BSBSubat2002\\_tr.html](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_BSB/BSBSubat2002_tr.html) (10.06.2002).

<sup>188</sup> "5 Gözden Geçirmeye İlişkin 25. 07.2003 tarihli Niyet Mektubu", <http://www.hazine.gov.tr/Standby/5GGNM/LOI%20tercume.pdf>, (09.08.2003) s.3.

<sup>189</sup> Milliyet Gazetesi, 23 Temmuz 2003, s. 7.

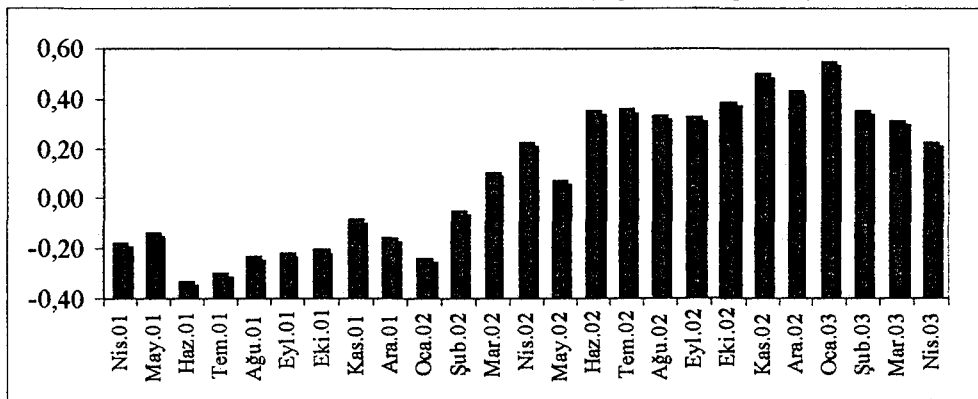


sorularına öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde cevap aranacaktır. Bu amaçla öncü göstergeler yaklaşımının öne sürdüğü on bir gösterge 2001 yılının Mayıs ayından 2003 yılının Nisan ayına kadar yeniden incelenecektir.

## 2.1. Uluslararası Rezervler

Krizin etkisiyle beraber, krizden sonra bir yıl boyunca azalma trendine giren uluslararası rezervler, 2002 yılının Şubat ayından itibaren artış göstermeye başlamıştır. Aşağıdaki grafik, net uluslararası rezervlerin krizden sonraki iki yıl boyunca aylık (bir önceki yılın aynı ayına göre) yüzde değişimini vermektedir.

**Grafik 18. Uluslararası Rezervler (Aylık, Milyon \$)**



**Kaynak:** International Financial Statistic, IMF.

2003 Yılı Ocak ayında, 2002 yılının Ocak ayına göre yüzde 54 oranında artış gösteren net uluslararası rezervler takip eden üç ay boyunca sırasıyla yüzde 35, 31 ve 22 oranında azalmıştır. Öncü göstergeler yaklaşımında net uluslararası rezervlerde yaşanan yüzde 10 oranındaki bir azalışın kriz sinyali oluşturabileceği öne sürülmektedir. Bu bağlamda yaklaşıldığında, göstergenin krizden sonraki bir yıl içerisinde azalma trendini sürdürdüğü gözlemlenmiştir. Sonrasında ise 2002 yılı boyunca artış eğilimine girmiş ancak, kullanılan veriler doğrultusunda son üç ay içerisinde yeniden azalış göstermiştir. Ancak, bu azalışın bir kriz sinyali olarak kabul edilebileceği söylenemez.

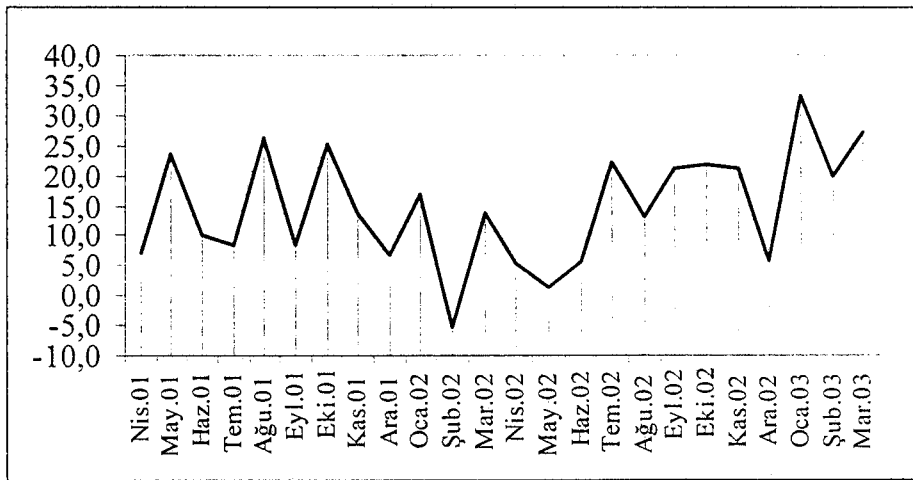
Aslında krizden sonra bu tür göstergelerin hemen normal seyrine dönmemesi doğaldır. Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin göstergeler üzerindeki olumsuz yansımaları 2001 yılı boyunca atlatamamıştır.

## 2.2. İhracat

2000 yılında yüzde 12,4 olan dünya ticaret hacmindeki artışın 2001 yılında yüzde 1'e düşmesine karşın, Türkiye'nin ihracat artışı 2001 yılında da devam etmiştir. Mal ve hizmet ihracatındaki artışta, dalgalı döviz kuru politikası ile birlikte ihracat ürünlerinin göreceli olarak ucuzlaması nedeniyle uluslararası piyasalarda rekabet gücünde artma, turizm sektöründe canlanma ve yurtdışı talepte ortaya çıkan azalmanın dış pazara yönelmesinin etkisi büyüktür.<sup>190</sup> 2000 yılında 27.8 milyar dolar olan ihracat 2001 yılında yüzde 12,8 artışla 31.3 milyar dolara yükselmiştir.<sup>191</sup>

19 no'lu grafikte, ihracatta meydana gelen aylık (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde değişme yer almaktadır.

**Grafik 19. İhracat (Aylık, Milyon \$)**



Kaynak: TCMB. EVDS.

2002 yılında ihracatta dolar bazında yüzde 12 oranında bir artış gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ihracatın miktar olarak artışı ise yüzde 15,5'tir. Bütün bu gelişmeler sonucunda ihracat büyüklüğü ilk kez 35.1 milyar dolar seviyesini bulmuştur.<sup>192</sup> 2003 yılının ilk dört ayında ihracatta yüzde 34,7 oranında artış sağlanmıştır. Bu durum ihracatta 2002 yılında görülen performansın 2003 yılında da devam edeceğini gösterir.<sup>193</sup>

<sup>190</sup> TCMB., 2001 Yıllık Rapor, s. 27.

<sup>191</sup> T.C. Maliye Bakanlığı, 2002 Yıllık Ekonomik Rapor, s.157.

<sup>192</sup> Türkiye Ekonomisi 2003, (İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayınları, No: 2003/4, Mayıs 2003), s.11.

<sup>193</sup> Aynı, s.13.

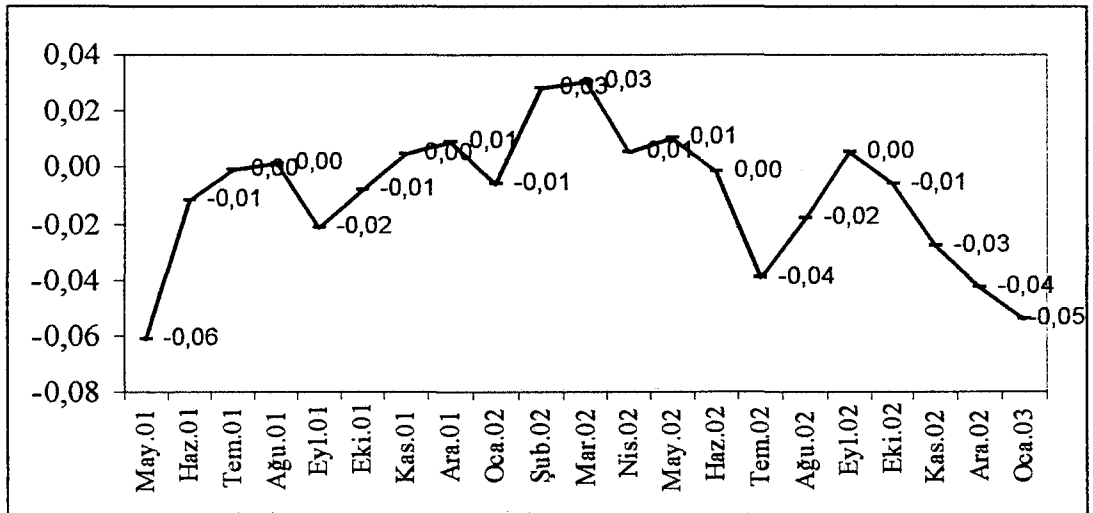
### 2.3. Dış Ticaret Haddi

Dış ticaret haddinde 2000 yılında görülen bozulma 2001 yılında da devam etmiştir. Bu dönemde ithal fiyatları ortalama sadece yüzde 0,3 oranında azalırken ihracat fiyatları yüzde 2,6 oranında gerilemiştir. Böylece, ihracatın bahsedilen dönemde miktar olarak yüzde 22,2 oranında artmasına karşın, fiyatlardaki gerileme ihracatı sınırlayıcı bir faktör olmuştur.<sup>194</sup>

2001 yılında kötüleşen dış ticaret hadleri, 2002 yılının Ocak-Kasım döneminde de bozulmaya devam etmiştir. Bu dönemde ihracat fiyatları 2001 yılı sonuna göre yüzde 6,2 oranında yükselirken, ithalat fiyatları yüzde 9,1 oranında artış göstermiştir.<sup>195</sup>

Grafik 20, dış ticaret haddinde meydana gelen aylık (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde değişimi göstermektedir.

**Grafik 20. Dış Ticaret Haddi**



**Kaynak:** TCMB. EVDS.

Öncü göstergeler yaklaşımına göre, dış ticaret haddinde bir önceki yıla göre yüzde 11 oranında bir azalma olması durumunda gösterge sinyal vermiş demektir. Yukarıdaki grafikte bulunan veriler ışığında Türkiye'nin dış ticaret haddinde bozulma olduğu görülmektedir. Ancak bu durum, göstergenin sinyal verdiği anlamına gelmemektedir.

<sup>194</sup> TCMB., 2001 Yıllık Rapor, s. 56.

<sup>195</sup> TCMB., 2002 Yıllık Rapor, s. 52.

2000 Kasım krizi öncesinde dış ticaret haddindeki değişimin bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde 13'lere düştüğü göz önüne alınırsa, yaşanan bu bozulmanın çok önemli olmadığı rahatça anlaşılacaktır.

#### 2.4. Reel Döviz Kurunun Trend Değerinden Sapması

Dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ile birlikte Merkez Bankası, döviz kurunu piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirleyeceğini, ani ve aşırı dalgalanmaların haricinde kura müdahale etmeyeceğini açıklamıştır.<sup>196</sup> Dalgalı kur rejimine geçiş sonrası dönemde, kurlarda hızlı artışlar ve yüksek derecede dalgalanma gözlenmiştir. Türk Lirası 2001 yılı boyunca ABD doları ve Euro'ya karşı sırasıyla yüzde 115,3 ve yüzde 107,1 oranında değer kaybetmiştir.<sup>197</sup> Reel döviz kurunun trend değerinden sapması incelenirken, TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksindeki (1995=100) aylık yüzde değişim kullanılmaktadır.

Merkez Bankası, dolar fiyatının gerçekçi olup olmadığını "reel efektif döviz kuru endeksi" yardımıyla izler. Bu hesaplamada 1995 yılında Dolar-Türk Lirası eşitliği "gerçekçi kur" kabul edilir. 1996 yılının Ocak ayından itibaren her ay, Türkiye'de toptan eşya fiyatları ile tüketici fiyatlarındaki artış oranlarından, Türkiye'nin dış ticaretinde ağırlığı olan ülkelerdeki fiyat artış oranları düşülür. Ortaya çıkan net fiyat artış oranına göre, doların ve diğer yabancı paraların değerinin ne kadar olması gerektiği belirlenir.

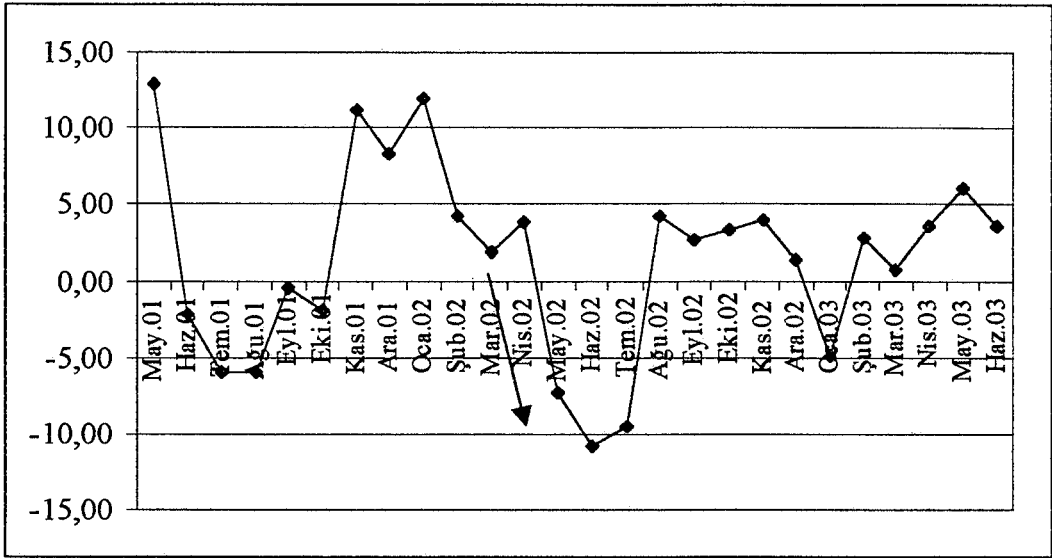
Endeks 100.0 ise dolar kuru dengededir. 100'den düşük endeks doların aşırı değerlendiğini, 100'den yüksek endeks Türk Lirası'nın değerlendiğini, dolar fiyatının düşük kaldığını gösterir.<sup>198</sup>

Aşağıdaki grafikte Merkez Bankası'nın "reel efektif döviz kuru endeksi"nin 2001-2003 yıllarındaki gelişimi incelenmektedir.

<sup>196</sup> TCMB., 2001 Yıllık Rapor, s. 76.

<sup>197</sup> Aynı, s. 16.

<sup>198</sup> Milliyet Gazetesi, 15.11.2002, s.7.

**Grafik 21. Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1995=100, Aylık % Değişme)**

**Kaynak:** TCMB. EVDS.

Tüketici fiyatlarına göre düzenlenen endeks, 2001 yılı başında 118.1'e ulaşmıştır. Bu bağlamda, Türk lirası dolara göre değerlendirilmiştir. Çeşitli düzeltmeler yardımıyla Ağustos ayında Türk lirasının değeri düşürülmüştür. Bu durum, Doların değer kazanmasına yol açmıştır.

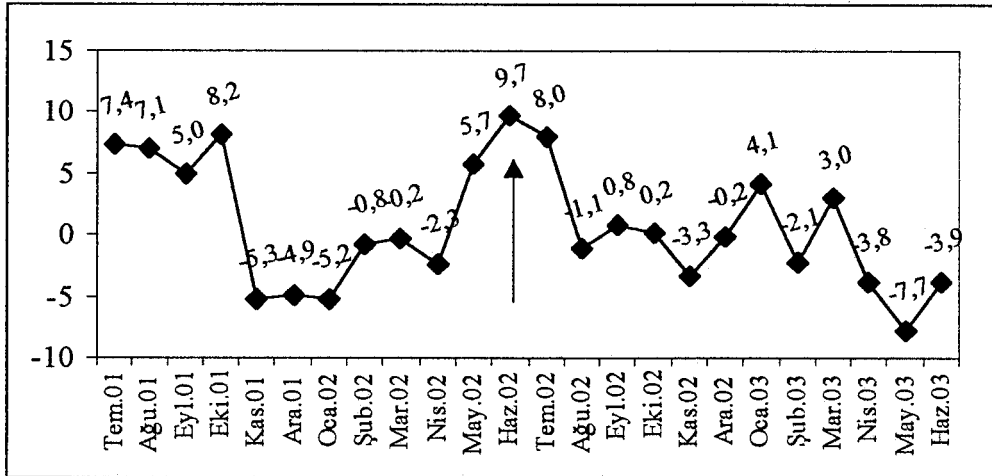
2002 yılına bakıldığında Ocak ayında endeks 118.7, Nisan ayında ise 133.1 gibi tehlikeli bir gelişme içerisine girmiştir. Mayıs ayından itibaren ise siyasi belirsizliklerin artması sonucu nominal döviz kurunun yükselmesi, ancak fiyatlardaki artışın aynı düzeyde olmaması sonucunda Türk Lirası reel olarak değer kaybetmeye başlamıştır. Seçim kararının açıklanmasından sonra belirsizliklerdeki azalmaya bağlı olarak Ağustos ayından itibaren Türk Lirası yeniden reel olarak güçlenmeye başlamıştır. 2002 yılı sonu itibarıyla Türk Lirası, yurt içi ve yurt dışı TEFE enflasyonu kullanılarak hesaplanan reel kur endeksine göre yüzde 10,3; TÜFE enflasyonu kullanılarak hesaplanan reel kur endeksine göre ise yüzde 8,3 oranında güçlenmiştir.<sup>199</sup>

2003 yılında ise, Mayıs ayında 135.7 olan TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru, Haziran ayında 140.5'e çıkmıştır. Aynı dönemde, TEFE bazlı reel efektif döviz kuru 127.6'dan 129.9'a yükselmiştir. Ocak 2003 tarihinde 119.2 olan TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru yaklaşık yüzde 17.9 artarak Haziran ayında 140.5'e, TEFE bazında ise yüzde

<sup>199</sup> TCMB., 2002 Yıllık Rapor, s. 52.

14,3 yükselerek 113.6'dan 129.9'a ulaşmıştır. Bir başka ifadeyle, Ocak ayından bu yana Türk Lirası reel olarak TÜFE bazında yüzde 17,9, TEFE bazında ise yüzde 14,3 değer kazanmıştır.<sup>200</sup>

**Grafik 22. Ortalama ABD Doları (Aylık % Değişme)**



Kaynak: TCMB. EVDS.

Grafik 22'de ortalama ABD Dolarının aylık (bir önceki yılın aynı ayına göre) yüzde değişimi yer almaktadır. Grafiğe göre Türk Lirası 2002 yılının Haziran ayında neredeyse yüzde 10 oranında değer kazanmıştır. Bütün bu göstergelerden çıkarılacak sonuç, reel döviz kurunun bu dalgalı gidişatının kriz sinyali sayılabileceğidir. Özellikle 2002 yılının Haziran ayında açıkça kriz sinyali alınmıştır.

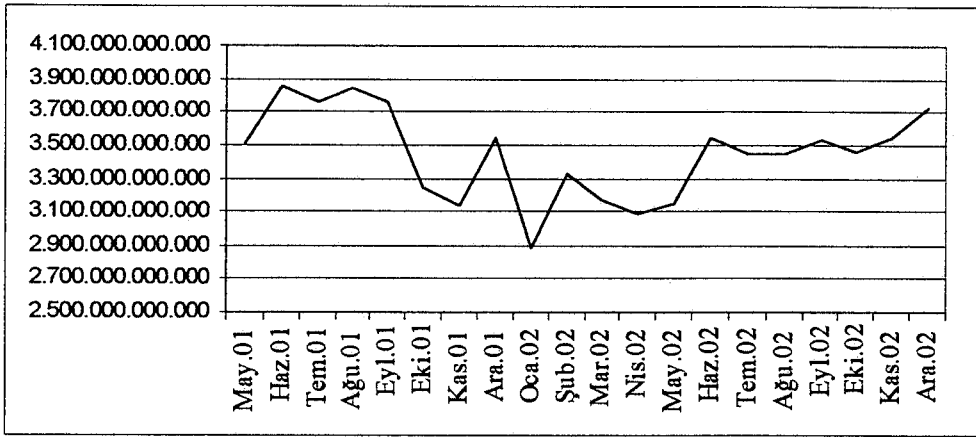
### 2.5. Dar Tanımlı Para Arzı (M1)

2001 yılında dar tanımlı para arzı M1, nominal olarak bir önceki yıla göre yüzde 34,9 oranında artarken reel bazda yüzde 20 oranında gerilemiştir.<sup>201</sup> M1, 2002 yılında ise nominal olarak yıl sonu tüketici fiyatları enflasyonu oranında artmıştır. M1 para arzındaki artışı, dolaşımdaki paranın yüzde 50 oranında yükselmesi belirlemiştir. M1 para arzının diğer alt kalemi olan vadesiz mevduatlar ise nominal olarak yüzde 12 oranında artmıştır.<sup>202</sup>

<sup>200</sup> [http://www.nethaber.com.tr/haber/arsiv/haberler/0,1106,91236\\_4\\_9625,00.html](http://www.nethaber.com.tr/haber/arsiv/haberler/0,1106,91236_4_9625,00.html) (19.08.2003).

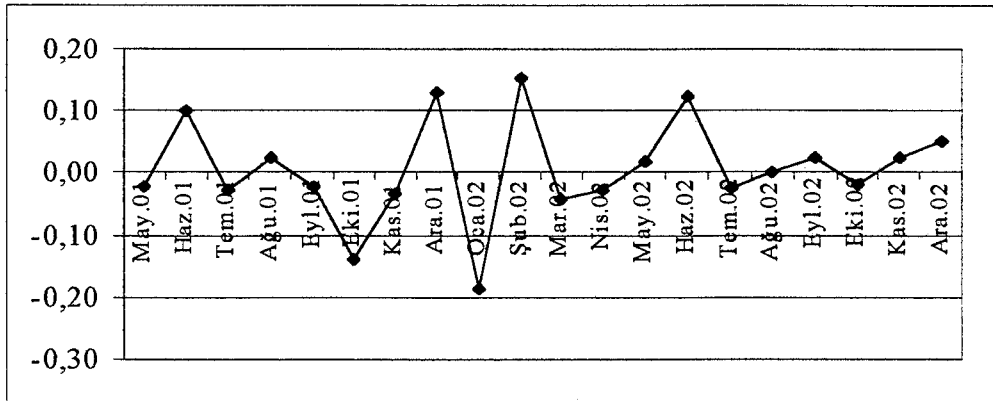
<sup>201</sup> TCMB., 2001 Yıllık Rapor, s. 84.

<sup>202</sup> TCMB., 2002 Yıllık Rapor, s. 17.

**Grafik 23. Reel M1 Düzeyi (Aylık, Milyar TL.)**

Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

M1 göstergesinin bir krize öncülük etmesi için öncü göstergeler yaklaşımına göre yüzde 17 oranında artmış göstermesi gerekir. Aşağıdaki grafikte yer alan veriler ışığında, Türkiye’de M1 para arzının kimi zaman yüzde 10 ile 15 arasında arttığı görülmektedir. Örneğin 2002 yılının Şubat ayında M1, reel olarak yüzde 15 oranında artmıştır. Ancak yaşanan bu artışların olası bir kriz için kritik değerler taşımadığı da bir gerçektir.

**Grafik 24.M1 (Aylık % Değişme)**

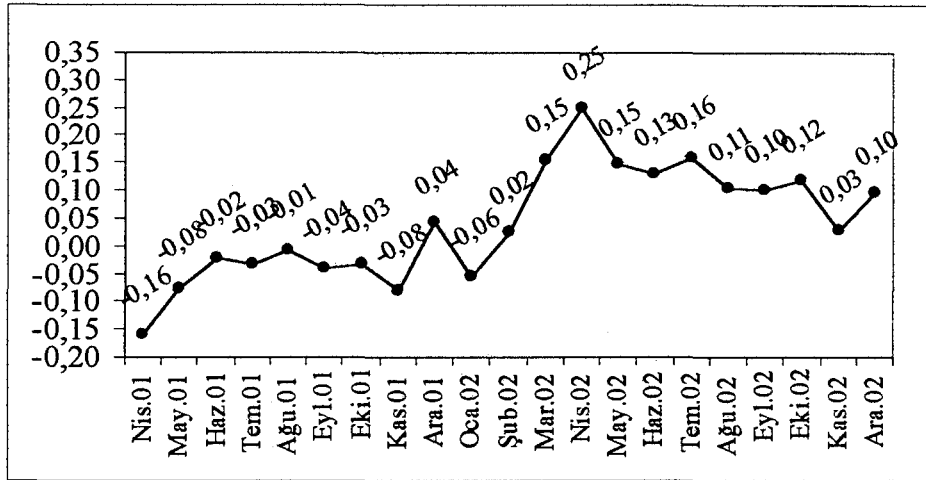
Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

## 2.6. M2 Çarpanı

Geniş tanımlı para arzının rezerv paraya oranı biçiminde tanımlanan rezerv para çarpanı (M2/RP), 2002 yılının Mart ayından itibaren yüksek seviyelerde gerçekleşmiş, Nisan ayında bir önceki yıla göre yüzde 25 oranında artarak maksimum düzeye

ulaşmıştır. Grafik 25, Türkiye için rezerv para çarpanının (M2/RP) gelişimini vermektedir.

**Grafik 25. M2/RP Para Çarpanı (Yıllık % Değişme)**



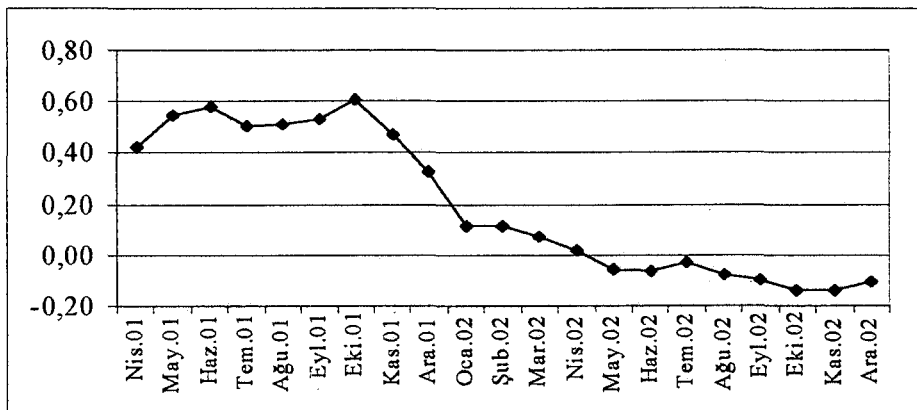
Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

Öncü göstergeler yaklaşımına göre M2 çarpanında yüzde 10-20 arasında artış gözlemlendiğinde, bu durum olası bir kriz sinyali olarak algılanır. 2002 yılında para çarpanındaki bu kırılgan yapı bir kriz sinyali olarak yorumlanabilir.

## 2.7. Yurtiçi Kredi/GSYİH

2000 yılında hızlı artış eğilimi gösteren yurtiçi kredi hacmi, 2001 yılında reel olarak önemli ölçüde gerilemiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programından sonra kredi hacminin daha durağan bir seyir izlediği görülmektedir. Grafik 26, göstergenin bir önceki yılın aynı ayına göre sergilediği değişimi vermektedir.

**Grafik 26. Yurtiçi Kredi/GSYİH (% Değişme)**



Kaynak: International Financial Statistic, IMF.



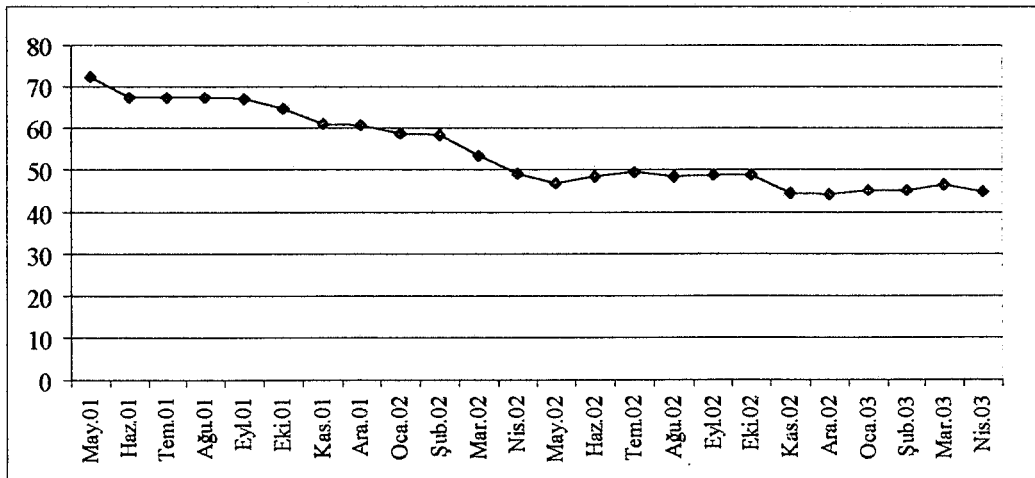
Grafığe göre 2001 yılında yüksek seviyelerde gerçekleşen yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı, 2002 yılı boyunca gerileyerek azalış trendine girmiştir. Ancak 2001 yılında görülen bu artış, öncü göstergeler yaklaşımına göre kritiktir. Bu durum, sözkonusu göstergenin bir kriz sinyali verdiğini göstermektedir.

## 2.8. Reel Mevduat Faiz Oranı

Öncü göstergeler yaklaşımına göre, mevduatlara uygulanan reel faiz oranı tüketici fiyat endeksi yardımıyla deflete edilerek kullanılırlar. Bu şekilde bulunan faiz oranında meydana gelen artışlar kriz sinyali olarak algılanır ve takip eden yirmi dört ay içerisinde bir krizin olabileceği şeklinde yorumlanırlar.

27 no'lu grafikte mevduatlara uygulanan reel faiz oranının GEGP'nin uygulanmaya başlanmasından itibaren 2003 yılının Nisan ayına kadar gösterdiği gelişim incelenmektedir.

**Grafik 27. Reel Mevduat Faiz Oranı**



**Kaynak:** International Financial Statistic, IMF.

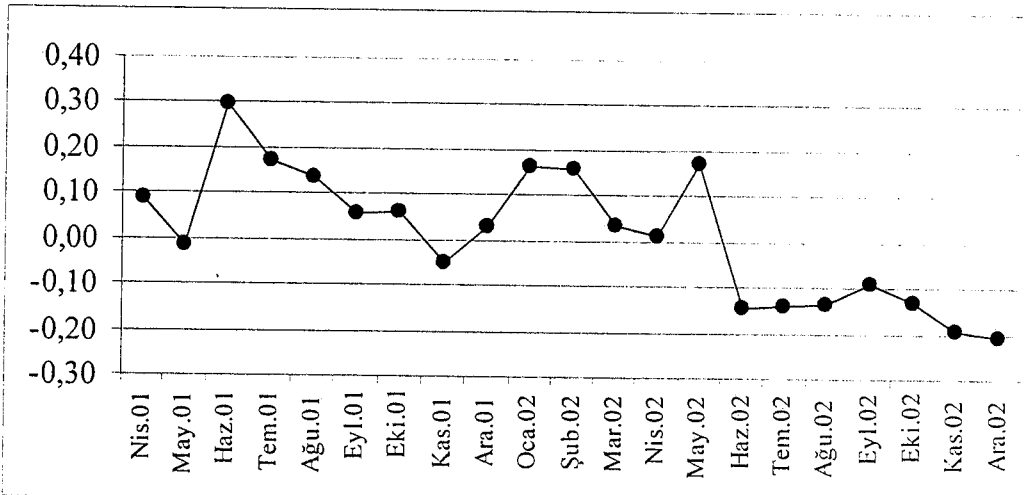
2001 yılının Şubat ve Mart aylarında mevduatlara uygulanan faiz oranları önemi ölçüde artmış olmasına karşın Nisan ayında yeni programın açıklanmasıyla beraber azalma eğilimine girmiştir. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi 2002 yılı boyunca da

bu düşüş trendi devam etmiştir.<sup>203</sup> Bu durum, faiz oranlarının olası bir krize dair sinyal vermediği şeklinde yorumlanabilir.

## 2.9. M2/ Brüt Uluslararası Rezervler

Aşağıdaki grafikte 2001 yılının Nisan ayından başlayarak 2002 yılının Aralık ayına kadar M2 para arzının Merkez Bankası brüt uluslararası rezervlerine oranı gösterilmektedir. M2 para arzı Amerikan Doları cinsinden hesaplanmıştır ve grafikte M2/Brüt uluslararası rezervlerdeki yıllık (bir önceki yılın aynı ayına göre) yüzde değişme incelenmiştir.

**Grafik 28. M2/ Brüt Uluslararası Rezervler**



Kaynak: International Financial Statistic, IMF.

2001 yılı boyunca dalgalı bir seyir izleyen oran, 2002 yılının Nisan ayından itibaren giderek azalmaya başlamıştır. Ancak, 2001 yılının Haziran ayında yüzde 30'a ulaşmıştır. 2002 yılının Ocak, Şubat ve Mayıs aylarında sırasıyla yüzde 16, 15 ve 17 oranında artmıştır. Öncü göstergeler yaklaşımına göre yüzde 10 ile 20 arasında bir artış, kriz sinyali olarak algılanmaktadır. Aslında kriz sonrası dönemde göstergelerin hemen düzelemeyeceğini kabul etmek gerekse de M2/brüt uluslararası rezervler bu bağlamda 2001 ve 2002 yıllarının belirtilen aylarında kriz sinyali vermiştir diyebiliriz.

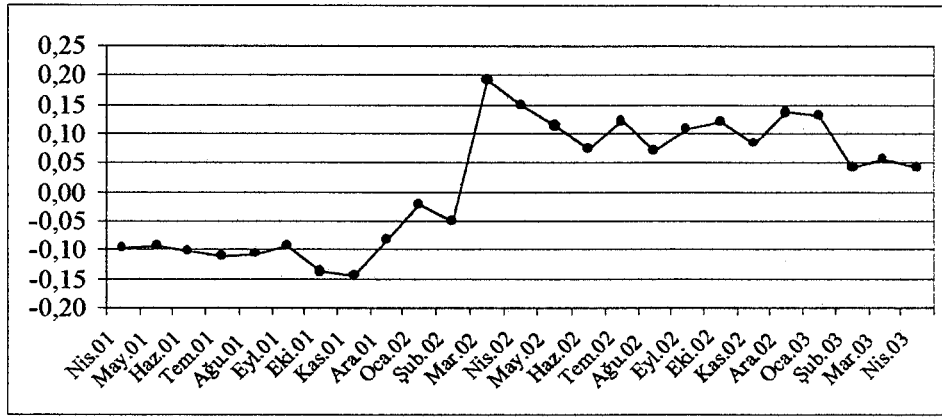
<sup>203</sup> T.C. Maliye Bakanlığı, 2002 Yıllık Ekonomik Rapor, s.128.

## 2.10. Üretim Endeksi

Öncü göstergeler yaklaşımında, üretim endeksinde yaşanacak yüzde 10 oranındaki azalışın, gelecek yirmi dört ay içerisinde bir krize yol açabileceği belirtilmiştir.

Aşağıdaki grafikte üretim endeksinin bir önceki yılın aynı ayına göre sergilediği yüzde değişim yer almaktadır. Üretim endeksinin ölçülmesinde sanayi üretim endeksi kullanılmıştır.

**Grafik 29. Üretim İndeksi**



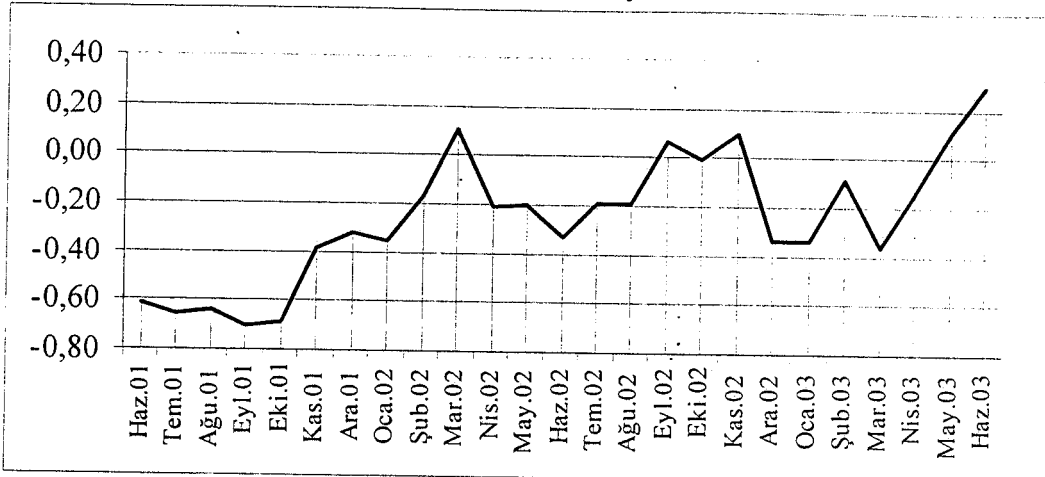
**Kaynak: International Financial Statistic, IMF.**

Endeksin 2001 yılında düşük seyreden artış oranı, 2002 yılı ile beraber artmaya başlamıştır. Krizin yıkıcı etkisi üretim endeksinde de krizden sonraki bir yıl boyunca sarsmıştır. 2002 yılının Mart ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 20 artış gösteren endeks, bu gidişatını geri kalan aylarda da devam ettirmiştir.

## 2.11. Hisse Senedi Fiyat Endeksi

Öncü göstergeler yaklaşımında hisse senedi fiyat endeksinin değer kaybetmesi bir kriz göstergesidir. Bu Endekste meydana gelecek yüzde (bir önceki yılın aynı ayına göre) 10 ile 20 arasındaki değişime bir kriz sinyali olarak algılanmaktadır. Grafik 30, ulusal 100 endekslerinin (ABD Doları bazında, 1986=100) kapanış değerlerini vermektedir.

Grafik 30. Hisse Senedi Fiyat Endeksi



Kaynak: İMKB

Hisse senedi fiyat endeksi, krizden sonraki dönemde azalış eğilimine devam etmiştir. Grafikten de görüleceği gibi ele alınan dönemde sürekli dalgalanmalar göstermiş, sadece birkaç ayda pozitif değerler almıştır. Bununla birlikte, 2002 yılının Nisan ayında istikrarlı bir artış trendi yakalamıştır. Hisse senedi piyasasının gösterdiği bu kırılgan yapı öncü göstergeler yaklaşımına göre olası bir krizi işaret etmektedir.

W

## SONUÇ

90'lı yıllarda, piyasa ekonomisine dayalı gelişmekte olan ülkelerde, başka bir deyişle yükselen piyasalarda, ekonomik ve sosyal çöküntülerle sonuçlanan çok sayıda finansal kriz yaşanmıştır. Bu durum, krizlerin öngörülebilmesine yönelik tartışmaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Krizlerin neden ve sonuçlarının daha iyi kavranabilmesi amacıyla pek çok kuramsal ve ampirik kriz modeli geliştirilmiştir. Kuramsal kriz modelleri; birinci nesil modeller, ikinci nesil modeller ve üçüncü nesil modellerdir. Kuramsal ve ampirik kriz modelleri, krizlerin çıkış nedenleri hakkında farklı yorumlar getirirler de, krizlerin zayıf göstergelerden kaynaklanması ve bu göstergelerin yardımıyla krizlerin öngörülebileceği konusunda hemfikirlerdir. Bu amaçla bir çok "erken uyarı sistemi modelleri" geliştirilmiştir.

Ampirik çalışmaların en geniş ve ayrıntılı olanı Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın (KLR) öncü göstergeler yaklaşımıdır. Çalışmamızda da bu yaklaşım kullanılmıştır.

Sinyal yaklaşımı da denilen yaklaşım, kriz öncesi dönemde olağandışı gelişme eğilimi gösteren birkaç göstergenin bu gelişmelerini yansıtmayı amaçlar. Bu göstergelerden biri eşik değeri olarak da bilinen normal değerinden yüzde 10 ile 20 arasında ayrıldığında, yirmi dört ay içerisinde bir krizin olabileceği ile ilgili erken uyarı olarak algılanır.

KLR, 1975-1990 yılları arasında 15 gelişmekte olan ve 5 gelişmiş ülkede görülen 76 döviz krizini inceleyerek, hangi göstergelerin kriz öncesi dönemde sinyal verdiğini araştırmıştır. Yapılan araştırma sonucunda onbir göstergenin güvenilir sonuçlar verdiği görülmüştür. Bu göstergeler; uluslararası rezervler, ihracat, dış ticaret hadleri, reel döviz kuru, M1 para arzı, M2 para çarpanı, yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranı, mevduatlara uygulanan reel faiz oranı, M2/brüt uluslararası rezervler, üretim endeksi ve hisse senedi fiyat endeksidir. Bütün bu veriler için (reel döviz kurunun trend değerinden sapması, M1 para arzı ve reel mevduat faiz oranına hariç) aylık olarak belirlenen göstergeler, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişme olarak

tanımlanmıştır (veriler, oniki aylık yüzde değişme olarak filtrelenmek suretiyle, mevsimsel etkenlerden ayrıştırılarak durağan hale getirilir).

Türkiye ekonomisi de 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte giderek sıklaşan aralıklarla kriz sürecine girmiştir. Son on yılda yaşanan ve kronik hale gelen bir takım olumsuzluklar, ekonomide kamu finansman dengesinin bozulmasına, reel faizlerin sürdürülemez düzeylere yükselmesine, iç borç stokunun hızla artmasına, fiyat artışlarının hızlanma eğilimine girmesine ve ekonomik faaliyetlerde önemli bir daralma yaşanmasına neden olmuştur. Bu sürdürülemez yapının düzeltilebilmesi için 2000 yılının başında üç yıllık bir zaman dilimini kapsaması planlanan “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı” uygulanmaya başlamıştır. Programla birlikte Türkiye ilk defa döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulamıştır.

Program uygulanmaya başladıktan bir yıl sonra, 2000 yılının Kasım ayında, Türkiye ekonomisi çok ciddi bir krizle karşı karşıya kalmıştır. 22 Kasım tarihinde patlak veren finansal kriz, piyasanın likidite ihtiyacından doğan atakların yarattığı döviz talebi genişlemesiyle oluşmuştur. Bu spekülasyon atak, Merkez Bankası'nın net iç varlıklar hedefini bir kenara bırakarak piyasaya ek likidite sürmesi, yüksek faizler, IMF'nin vaat ettiği 7.5 milyar dolarlık ek rezerv olanağı ve döviz piyasasında yapılan önemli satışlar ile atlatılabilmektedir.

Ancak bu gelişmeler, piyasalara geçici bir rahatlık sağlamış, Türkiye Kasım 2000'de yaşanan uyarı krizinin üç ay sonrasında yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır. 2001 yılının Şubat ayında yaşanan ikinci kriz, Kasım 2000 krizinin yaşattığı hassasiyeti ve kırılganlığı üzerinden atamamış olan piyasaları yeniden altüst etmiştir. Söz konusu dönemde cari işlemler açığı artmış, faiz oranları önemli ölçüde yükselmiş, yurtdışına büyük çapta sermaye çıkışları yaşanmış, Merkez Bankası rezervleri hızla erimiş ve hisse senedi fiyatlarında keskin düşüşler meydana gelmiştir. Bu tür olumsuz gelişmelerin sonucunda, 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çıpası terk edilerek dalgalı kura geçilmiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan finansal krizlerin ardından 2001 yılının Mayıs ayında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adı altında yine IMF destekli yeni bir program hazırlanmıştır. Yeni program, 2000 yılı enflasyonu düşürme programının bir devamı niteliğindedir. Programda enflasyonla mücadele öncelikli hedef olmaktan çıkmış, mali istikrarın sağlanması daha öncelikli hale getirilmiştir.

Yapılan çalışmanın birinci bölümünde öncü göstergeler yaklaşımına, ikinci bölümünde Türkiye Ekonomisinin 2000 ve 2001 yıllarında yaşadığı finansal sarsıntılara değinilmiştir. Yine ikinci bölümde, öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde 2000-2001 yıllarında yaşanan krizlere öncülük edebileceği iddia edilen göstergeler ayrı ayrı incelenmiştir. Bu incelemenin sonucunda Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin aniden ortaya çıkmadığı ve öncesinde çeşitli öncü göstergelerin varolduğu görülmüştür. Bu anlamda bütün göstergeler güvenilir sinyaller vermesine rağmen, ihracat, dış ticaret haddi, M1 düzeyi, M2 çarpanı, Yurtiçi Kredi/GSYİH ve hisse senedi fiyat endeksinde çok güçlü sinyaller gözlenmiştir.

Yapılan çalışmanın üçüncü bölümünde, GEGP’nin amaç ve hedefleri ile program uygulaması da öncü göstergelerle değerlendirilmiştir. Bu bağlamda, program amaç ve hedefleri değerlendirilirken programın uygulanma aşamasında IMF’ye sunulan niyet mektuplarının revizyonlarına da değinilmiştir. Çünkü bu revizyonlar, programda aksayan kimi hedefleri ortaya koymaktadır. Ancak, gerek GEGP metninden gerekse IMF’ye sunulan niyet mektuplarından, çalışmanın birinci bölümünde bahsedilen öncü göstergelerden kimileri elde edilememiştir. Bu nedenle de çalışmanın bu bölümünde sözkonusu göstergelere değinilmemiştir.

Program uygulamasının değerlendirilmesi sırasında ise programın başlangıç tarihi olan 2001 Mayıs ayından 2003 Nisan ayına kadar öncü göstergeler yeniden ayrı ayrı incelenmiştir. Bazı değişken değerlerinin bu süre sonu itibarıyla elde edilememiş olmasından dolayı, daha kısıtlı bir veri seti ile çalışmak zorunda kalınmıştır. Son kısımda, ele alınan zaman dilimi içerisinde görülen gelişmelerin öncü göstergelerin performansını nasıl etkilediği, göstergelerin olumlu yönde mi seyrettiği, yoksa bu süreçten sonra Türkiye’yi yeni bir krizin mi beklediği sorularına öncü göstergeler

yaklaşımı çerçevesinde cevap aranmıştır. Bu bağlamda ortaya çıkan sonuçlar ilgi çekicidir: Aşağıda verilen kimi göstergelerin krizden sonraki bir yıl içerisinde azalma/artma eğilimini sürdürdüğü gözlemlenmiştir. Aslında krizden sonra bu tür göstergelerin hemen normal seyrine dönememesi doğaldır. Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin göstergeler üzerindeki olumsuz yansımaları, 2001 yılı boyunca atlatamamıştır. 2001 yılı içinde kriz sinyali veren göstergeler; uluslararası rezervler, reel döviz kurunun trend değerinden sapması, yurtiçi kredi/GSYİH, M2/brüt uluslararası rezervler, üretim endeksi ve hisse senedi fiyat endeksidir. 2002 yılı içinde kriz sinyali veren göstergeler ise; reel döviz kurunun trend değerinden sapması, M2 çarpanı, M2/brüt uluslararası rezervler ve yine hisse senedi fiyat endeksidir. 2003 yılında ise göstergeler iyileşmiş, ekonomide krizin etkileri tamamen atlatılmıştır. Bu anlamda hiçbir öncü gösterge sinyale konu olmamıştır.



## KAYNAKÇA

- Akdış, Muhammet, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Birinci basım. İstanbul: Beta Yayınevi., 2000.
- Akyüz, Yılmaz, ve Korkut Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis", prepared for a conference on **Financialization of the Global Economy**, PERI, University of Massachusetts, (December 7-9, Amherst, Mass, 2001).
- Akyüz, Yılmaz, ve Korkut Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis", **United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers**, No 152, (Nisan 2001).
- Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, (Ankara: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Kardelen Matbaası, Haziran 2001).
- Berg, Andrew ve Catherine Pattillo, "Are Currency Crises Predictable? A Test", **IMF Staff Papers**, (Vol. 46, No:2, June 1999).
- Bussiere, Matthieu, ve Marcel Fratzscher, "Towards a New Early Warning System of Financial Crises", **European Central Bank Working Paper Series**, (No:145, May 2002).
- Çolak, Ömer Faruk, "İstikrar Programı ve Kriz", **İşveren Dergisi**, Cilt 39, Sayı 5 (Şubat 2001).
- Demir, Gülten, **Asya Krizi ve IMF**, Birinci basım. İstanbul: Der Yayınevi, 1999.
- Demir, Osman, "2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:16, Sayı: 184, (Temmuz 2001).
- Derviş, Kemal, "Kriz: Nereden Nereye?", **İktisat İşletme ve Finans**, (Yıl:17, Sayı: 194, Mayıs 2002).
- Edison, Hali J., "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System", **International Finance Discussion Papers**, (No: 675, July 2000).

Eichengreen, Barry, "Crisis Prevention and Mnagement: Any New Lessons From Argentina and Turkey?", **World Bank's Global Development Finance**, (2002).

Ekinci, Nazım, "Kriz Üzerine Panel", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 16, Sayı 180, (Mart 2001).

Erçel, Gazi, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", **TCMB**,(Ankara: 9 Aralık 1999).

Gazioğlu, Şaziye, "Capital Flows to an Emerging Financial Market: Turkish Case Study", **Erc/Metu, VI. International Conference in Economics**, (Ankara: September 11-14, 2002).

Gökbudak, Nuray, "Money Multiplier and Money Control", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9505**, (October 1995).

Güloğlu, Bülent, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri", **Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı I**, (Eylül, Ekim 2001).

Günel, Mehmet, "Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 16, Sayı 180, (Mart 2001).

Han, Ergül, **İktisada Giriş 2**, (Ankara: Mas Matbaası, 5.bs., 2002).

Işık, Erkin, **Kriz Öncü Göstergeleri**, (Dışbank, MakrOdak, Aralık 2000).

İpeker, Melih, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, (Ankara: TCMB, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Mart 2002).

Kaminsky, Graciela L. "Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress", **IMF Working Paper**, (WP/99/178, December 1999).

Kaminsky, Graciela ve Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, (Volume: 88. Issue:2).

Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo ve Carmen M. Reinhart. "Leading Indicators of Currency Crises", **IMF Working Paper**, No:79, July 1997, Washington DC.

Karabulut, Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Birinci basım. İstanbul:Der Yayınları, 2002.

Kepenek, Yakup, **Türkiye Ekonomisi**, (Remzi Kitabevi, 11. bs., Kasım 2000).

Keyder, Nur, "Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 16, Sayı 183, (Haziran 2001).

Mishkin, F. "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", **NBER Working Paper Series**, No: 5600, May 1996.

Mishkin, F. "Anatomy Of A Financial Crisis", **NBER Working Paper Series**, No: 3934, December 1991.

Mishkin, F. **Money, The Economics Of Money, Banking And Financial Markets**, 4.basım. New York: HarperCollins College, 1995.

Özer, Mustafa, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları Ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Birinci basım. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi yayınları ; No. 1096. İktisat Fakültesi yayınları ; No. 02, 1999.

Parasız, İlker, **Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi, Mart 2001, 1. basım.

Parasız, İlker, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa: 6. bs. Ezgi Kitabevi, Ekim 1997.

Sharma, Sunil, "Leading Indictors of Currency and Banking Crises", **Finans and Development**, (IMF, June 1999).

Sönmez, Mustafa, "Hem Daha Yoksul, Hem Daha Borçlu", **Forum**, (Haziran 2001).

Togay, Selahattin, "Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Üzerine Bir Not", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 16, Sayı 182, (Mayıs 2001).

Tuncer, Baran, "Kriz: Nereden Nereye?", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl 17, Sayı 19, Mayıs 2002

- Tunç, Havva, "Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisi", **İSO Dergisi**, Sayı 421, (Nisan 2001).
- Uygur, Ercan, **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No: 2001/1, Nisan 2001.
- Üçer, Murat, Caroline Van Rijckeghem ve Reha Yolalan, "Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey", **Yapı Kredi Economic Review**, Volume:9, No: 2, December 1998.
- Yay, Gülsün Gürkan, "Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:16, Sayı: 184, (Temmuz 2001).
- Yay, Turan, Gülsün Yay ve Ersan Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, Birinci basım. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001.
- Yeldan, Erinç, "İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler", **Birikim**, (Kasım 2002)
- \_\_\_\_\_, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, (İletişim Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2001).
- \_\_\_\_\_, "Bir Takas İşleminin Ardından", **Birikim**, (Temmuz 2001).
- Yıldırım, Kemal ve Doğan Karaman, **Makroekonomi**, (Eskişehir: Eğitim Sağlık Ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayın No:145, 1999).
- Yıldırım, Oğuz, **Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990-2000 Türkiye Örneği**, (Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1442, 2003).

### **İnternet Kaynakları**

"18.01.2002 Tarihli Niyet Mektubu", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/nm0402/nmektubtr.htm>.

“2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı”, <http://www.hazine.gov.tr/yayin/emppm1/gaziercel.htm> (15.06.2001).

“5 Gözden Geçirmeye İlişkin 25. 07.2003 tarihli Niyet Mektubu”,  
<http://www.hazine.gov.tr/Standby/5GGNM/LOI%20tercume.pdf>,  
(09.08.2003).

Alper, C. Emre ve Ziya Öniş, “Emerging Market Crisis and the IMF, Rethinking the Role of the IMF in the Light of Turkey’s 2000-2001 Financial Crisis”,  
[http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID318664\\_code020728670.pdf?abstractid=318664](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID318664_code020728670.pdf?abstractid=318664) (15.06.2003).

Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, “Niyet Mektubu ve 2002 Başında Türkiye Ekonomisi, 5 Mart 2002”, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar\\_BSB/BSBSubat2002\\_tr.html](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_BSB/BSBSubat2002_tr.html) (10.06.2002).

Başoğlu, Ufuk, “Sinyal Yaklaşımı”, [iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm](http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm)  
(02.03.2002)

Dayı, Alper, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Para Politikalarının ve Kriz Göstergelerinin Merkez Bankası Bilançolarından İzlenmesi; 2000 Yılı Para Politikası”, [http://www.ceterisparibus.net/arsiv/a\\_dayi.doc](http://www.ceterisparibus.net/arsiv/a_dayi.doc)  
(01.06.2003).

Eğilmez, Mahfi, “On Turkish Crises”, [http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose\\_4.htm](http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_4.htm),  
(18.7.2003).

“Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nda Temel Yapısal Reform Konuları, Genel Değerlendirme”, [http://www.hazine.gov.tr/genel\\_degerlendirme.htm](http://www.hazine.gov.tr/genel_degerlendirme.htm),  
(26.07.2003).

<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/10-kutlu/kutlu.htm> (17 Şubat 2003).

<http://www.die.gov.tr/sozluk/21dttt.htm> (01.07.2003).

<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil/para.htm> (23.05.2003).

<http://www.hurriyetim.com.tr/dosya/19subat/06kriz.asp> (05.07.2003).

[http://www.nethaber.com.tr/haber/arsiv/haberler/0,1106,91236\\_4\\_9625,00.html](http://www.nethaber.com.tr/haber/arsiv/haberler/0,1106,91236_4_9625,00.html)  
(19.08.2003).

- Independent Social Scientists Economics Group, "On The Letter Of Intent And The Turkish Economy At The Beginning Of 2002", 5 March 2002, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar\\_BSB/BSBSubat2002\\_ing.doc](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_BSB/BSBSubat2002_ing.doc) (08.02.2003).
- İpeker, Melih, "TCMB'nin Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, (TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart 2002), <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/tezler/melihipeker.doc> (10.07.2003).
- Kandiller, Rıza, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi", *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:22, (Temmuz 2001), <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2001/ekonomi.htm> (26.07.2003).
- Kibritçioğlu, Bengi, Bülent Köse ve Gamze Uğur. "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises", <http://econwpa.wustl.edu/eps/if/papers/0108/0108001.pdf>, (12.06.2001).
- Krugman, Paul, "Currency Crises", <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, (17.02.2003).
- Olgun, Hasan, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı", <http://faculte.homepage.com/imf.html> (07.09.2001).
- "Onuncu Gözden Geçirmeye İlişkin 20.11.2001 Tarihli IMF Niyet Mektubu", [http://www.hazine.gov.tr/Standby/mektup/mektup10/tr/niyet\\_mektubu10\\_tr.htm](http://www.hazine.gov.tr/Standby/mektup/mektup10/tr/niyet_mektubu10_tr.htm), (15.12.2002).
- Özatay, Fatih, "The 1994 Currency Crisis in Turkey", <http://dialup.ankara.edu.tr/~ozatay/fineri94.pdf> (02.07.2002).
- Özatay, Fatih, ve Güven Sak, The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey, [http://www.brookings.edu/dybdocroot/es/commentary/journals/trade/papers/2000205\\_ozatay.pdf](http://www.brookings.edu/dybdocroot/es/commentary/journals/trade/papers/2000205_ozatay.pdf) (01.02.2003).
- Özkan, F. Gülçin, "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?", [http://www.york.ac.uk/depts/econ/res/indiv/ozkang\\_paper12.pdf](http://www.york.ac.uk/depts/econ/res/indiv/ozkang_paper12.pdf), (01.07.2003).

“TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu”, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html>, (02.12.2001).

“The Money Multiplier”, <http://students.uta.edu/lh/lhd5649/SI/TextDocs/04%20Money%20Multiplier%20LHD.doc> (07.07.2003)

“Türkiye Ekonomisi Değerlendirme Raporu”, <http://www.basakekonomi.com.tr/turkiye-ekonomisi.htm>, (07.08.2002).

“Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, <http://www.hazine.gov.tr/programson140401.pdf>, (24.01.2003).

Yeldan, Erinç, “Behind The 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility and Governance, For Whom?”, [http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Erinc\\_Paper.pdf](http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Erinc_Paper.pdf), (07.06.2003).

\_\_\_\_\_, “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Krizin Yapısal Dayanakları”, <http://www.bianet.org/diger/tartisma1961.htm> (26.04.2001).

#### *Kurum Yazarlı ve Yazarı Belli Olmayanlar*

**Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Politika Metinleri (Niyet Mektupları ve Ekonomik Kararlara İlişkin Mevzuat, Cilt I.** (TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Eylül 2001).

IMF, “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”. **World Economic Outlook 1998.**

IMF, “Turkey Letter of Intent”, (December 1999)  
<http://www.imf.org/external/np/loi/1999/120999.htm> (15.08.2001).

IMF, **İnternational Financial Statistic.**

**Milliyet Gazetesi, 15.11.2002.**

**Milliyet Gazetesi, 23 Temmuz 2003.**

**T.C. Maliye Bakanlığı, 2000 Yıllık Ekonomik Rapor.**

**TCMB., 2001 Yıllık Rapor.**