
TÜRKİYE EKONOMİSİNDE SERMAYE AKIMLARINDAKİ GERİ DÖNÜŞLER VE ANİ DURMALAR

REVERSALS AND SUDDEN STOPS OF CAPITAL FLOWS IN THE TURKISH ECONOMY

Araş. Gör. Dr. Cemil VARLIK, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, İktisat Bölümü, cvarlik@gazi.edu.tr

ÖZET

Türkiye ekonomisi dış finansal serbestlik ortamında üç kez (1994, 1998 ve 2001) sermaye akımlarında keskin geri dönüş (ani durma) yaşamıştır. Adı geçen ani durmaların ikisi (1994 ve 2001), ekonomide oldukça benzer etkiler yaratmıştır. Söz konusu ani durmalar sırasında tüketimde, yatırımda ve milli gelirden çöküşler olmuş, banka kredilerinde daralmalar yaşanmış ve İMKB endeksi yüksek oranlı düşüşler sergilemiştir. Her iki ani durma da para ve bankacılık krizlerine eşlik etmiş, cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler ortaya çıkmıştır. Ayrıca her iki ani durma sırasında Türk Lirası değer kaybederken, ithalat azalmış ve ihracat artmıştır. Bununla birlikte 1998 yılında görülen sermaye akımlarındaki ani durma, yukarıda sözü edilen özelliklerin bir kısmını sergilememiştir. Bu dönemde Türk Lirasının reel değer kaybı sınırlı kalmış, cari işlemler geri dönüşü sırasında ihracat artmamış, tersine azalmıştır. Ayrıca 1998 ani durması, bir para ve/veya bankacılık krizine eşlik etmemiştir.

Anahtar Kelimeler: Ani Durmalar; Cari işlemler; Para krizleri; Bankacılık krizleri

ABSTRACT

During the external financial liberalization period, the Turkish economy experienced three sharp reversals (sudden stops) in capital inflows (1994, 1998, and 2001), two of which (1994 and 2001) created quite similar effects. During these two sudden stops, there were collapses in consumption, investment, and national income, contractions in bank credits, and drops in the Istanbul Stock Exchange Index. Both sudden stops were accompanied by currency crises, banking crises, and current account reversals. During both events, the Turkish Lira depreciated sharply, and import decreased while export increased. However, some of these effects did not appear during the 1998 sudden stop.

Real depreciation of the Turkish Lira remained limited, and export exhibited decreases instead of increases during this event. Furthermore, the 1998 sudden stop was accompanied by neither a currency nor a banking crisis.

Keywords: Sudden stops; Current account; Currency crises; Banking crises

1. GİRİŞ

Gelişen piyasa ekonomileri, son yıllarda önemli miktarlara ulaşan sermaye girişleri elde etmektedirler. Aynı anda uluslararası yatırımcıların ekonomi hakkındaki değerlendirmelerinin ve uluslararası sermaye piyasasında yaşanan dalgalanmaların olumsuz etkilerine de maruz kalmaktadırlar. Eğer uluslararası yatırımcılar, söz konusu ekonomiye ilişkin değerlendirmelerine ya da uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak fonlarını geri çekmek isterlerse, önceden görülen sermaye girişleri aniden sermaye çıkışına dönüşebilmekte, bir başka deyişle sermaye akımlarında bir geri dönüş (reversal) yaşanabilmektedir. Üstelik bu geri dönüşler, genellikle bir para ve/veya bir bankacılık krizine eşlik ederken, çıktıda büyük düşüşlere yol açmaktadır. Genel olarak uluslararası sermaye akımlarındaki keskin bir düşüş, ani durma (sudden stop) olarak adlandırılmaktadır (Calvo 1998).¹ Bununla birlikte konuyla ilgili teorik ve ampirik literatürde değişik ani durma tanımlarına rastlamak mümkündür. Calvo vd. (2004)'ne göre ani durma, çıktıda bir daralmaya eşlik eden geniş sermaye geri dönüşünün olduğu durumdur. Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre ani durmalar, cari işlemler geri dönüşü ile birlikte sermaye girişlerinde ve milli gelirden daralmaların olduğu dönemlerde yaşanır. Guidotti vd. (2004) sermaye hesabındaki ortalamaların bir standart sapma aşağı seviyesinden daha geniş olan daralmaları, gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) %5'inden büyük olmak koşuluyla, ani durma olarak tanımlamaktadır. Edwards (2005)'a göre sermaye girişleri, çok kısa bir zaman dilimi içerisinde büyük miktarda düştüğü zaman ani durma gerçekleşmiş demektir. Hutchison ve Noy (2006) ise ani durmayı, sermaye akımlarında bir geri dönüş ile bir para krizinin eşanlı olarak ortaya çıkması biçiminde tanımlamaktadır.

Calvo vd. (2004) ve Guidotti vd. (2004)'nin tanımlarına uygun olarak yapılan hesaplamalara göre, Türkiye ekonomisi 1989 ve 2005 yıllarının Ocak ayları arasında kalan dönem boyunca üç kez sermaye akımlarında ani durma deneyimi yaşamıştır. Bu deneyimler 1994'ün Ağustos ayı ile 1995'in Mart ayı, 1998'in Eylül ayı ile 1999'un Temmuz ayı ve 2001'in Mayıs ayı ile 2002'nin Nisan ayı arasında kalan dönemleri kapsamaktadır.

Adı geçen ani durmaların ikisi (1994 ve 2001) ekonomide oldukça benzer etkiler yaratmıştır. Söz konusu ani durmalar sırasında tüketimde, yatırımda ve milli gelirden çöküşler olmuş, banka kredilerinde daralmalar yaşanmış ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) endeksi büyük düşüşler sergilemiştir. Bunların yanı sıra cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler ortaya çıkmış, bu geri dönüşlere ithalattaki daralmalar ve ihracattaki artışlar katkıda bulunmuştur. Her

iki ani durma da bir para krizine eşlik etmiş, uluslararası rezervler azalmış, reel faiz oranları yükselmiş ve Türk Lirası reel olarak değer kaybetmiştir. Ani durmalar ve para krizleri ile birlikte bankacılık krizleri de yaşanmış, bankaların kredilerinde ve dış yükümlülüklerinde büyük daralmalar olmuştur.

Oysa 1998 yılında görülen ani durma, yukarıda sözü edilen özelliklerin bir kısmını sergilememiştir. Bu dönemde Türk Lirasının reel değer kaybı görece sınırlı kalmıştır. Ayrıca cari işlemler geri dönüşü sırasında ihracat artmamış, tersine azalmıştır. 1998 ani durması sırasında bir para ve/veya bir bankacılık krizi ortaya çıkmamıştır. Bu dönemde uluslararası rezervlerde önemli düşüşler yaşanmış, fakat reel faiz oranlarında büyük bir sıçrama olmamıştır. Bankaların kredilerindeki ve dış yükümlülüklerindeki daralmalar bir bankacılık krizine yol açacak düzeye ulaşmamıştır.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde ortaya çıkmış olan ani durmaların tarihlerinin belirlenmesi ve bunların makroekonomik etkilerinin araştırılmasıdır. Birinci bölümde ani durmalara ilişkin teorik literatür ele alınacak, ikinci bölümde ise konuya ilişkin ampirik literatür incelenecektir. Üçüncü bölümde Türkiye ekonomisindeki ani durmaların makroekonomik etkileri araştırılacaktır. Sonuç bölümünde, çalışmanın bulgularına ve kısa bir değerlendirmeye yer verilecektir.

2. ANİ DURMALARA İLİŞKİN TEORİK LİTERATÜR

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında bir ani durma olduğu zaman, bu ülkeler uluslararası sermaye piyasalarından fon elde edemez hale gelmektedirler. Böyle olunca bu ekonomiler ani durma sırasında çıktıda, yatırımda ve tüketimde çöküşler ve reel döviz kurlarında büyük dalgalanmalar yaşamaktadırlar. Herhangi bir gelişmiş ekonomide pek rastlanmayan bu etkilerin, uluslararası sermaye piyasalarındaki aksaklıkların ve eksik bilginin sonucunda ortaya çıktığı düşünülmektedir. Öyleyse gelişen piyasa ekonomilerinin ani durmalarını açıklayan bir modelin, uluslararası sermaye piyasalarının mükemmel işlemediği ve bilginin tam olmadığı varsayımları üzerine kurulması gerekir.

Kredi piyasalarındaki aksaklıklardan birincisi, piyasada eksik bilgiden kaynaklanan bilgi maliyetinin olması ve borçlunun bir risk primi ile karşılaşmasıdır. İkincisi ise, piyasada borçluların borçlanma kısıtlarına tabi olmalarıdır. Söz konusu aksaklıkların yaratacakları etkiler, Bernanke vd. (1999)'nin finansal hızlandırıcı ve Kiyokati ve Moore (1997)'nin kapalı ekonomi borçlanma kısıtı modellerinde ele alınmıştır.

Bernanke vd. (1999)'nin finansal hızlandırıcı modeli, fiyat ve ücret yapışkanlığı ve dış finansman primi varsayımları üzerine kurulmuş bir modeldir. Bu modelde kredi piyasasındaki içsel gelişmeler, finansal hızlandırıcı aracılığıyla, makroekonomik şokların etkilerini genişletir. Böyle olunca görece küçük şoklar büyük reel etkiler yaratacaktır. Buradaki temel mekanizma, dış finansman primi (firma dışından sağlanan fonların maliyeti ile firmanın kendi fonlarının fırsat

maliyeti arasındaki fark) ile potansiyel borçlunun net değeri (borçlunun likit aktiflerinin değeri artı likit olmayan aktiflerinin değeri eksi birikmiş yükümlülükleri) arasındaki etkileşim sayesinde işler. Asimetrik bilgi varsayımı altında, dış finansman primi borçlunun net değeri ile ters yönlü ilişki sergiler. Borçlunun proje finansmanında kullanabileceği serveti ne kadar düşükse, aracılık maliyeti ve dolayısıyla alacaklının talep edeceği prim o kadar yüksek olacaktır. Öyleyse, karlardaki değişmeler sonucunda net değer değişince, dış finansman primi değişecektir. Değişen dış finansman primi de yatırımlardaki, harcamalardaki ve üretimdeki sallantıları genişletecektir. Örneğin ters bir verimlilik şoku, nakit akımlarını düşüreceklerinden, yatırım projelerinin kazanılmış gelirlerden finanse edilme imkânı azalmış olacaktır. Net değerdeki bu düşüş, ortalama dış finansman primini ve dolayısıyla yeni yatırımların maliyetini artıracaktır. Azalan yatırım, ekonomik faaliyet hacmini daraltacak, bu da tekrar gelecek dönemin nakit akımlarını düşürecekler. Böylece, başlangıçtaki şokun etkileri genişletilmiş olacaktır.

Borçlunun net değeri, nakit akımlarındaki değişmeler yanında, reel ve finansal aktiflerin değerlerindeki değişmelerden de etkilenir. Kiyokati ve Moore (1997) modelinde, bir aktifin piyasa değerindeki içsel dalgalanmalar, borçlunun net değerinde ve dolayısıyla harcamalarında ve üretiminde değişmeler yaratır. Bir firmanın borçlanma kısıtının, aktiflerinin değerine göre belirlendiğini varsayalım. Bu durumda geçici bir verimlilik şoku, aktiflerin değerini düşürecek ve borçlanma kısıtını daraltacaktır. Firmanın borçlanma kısıtı daralınca harcamaları ve üretimi daralacak, aktiflerinin değeri daha da düşecek ve borçlanma kısıtı bir kez daha daralacaktır. Böylece başlangıçtaki şokun etkileri genişleyecektir.

Yukarıda anlatılanlar ışığında, kredi piyasalarındaki aksaklıklar yüzünden borçluların daha az kredi kullanabilir hale gelmelerine, dolayısıyla harcamaların ve üretimin azalmasına yol açan iki kanalın olduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, dış finansman primi ile net değer arasındaki ters yönlü ilişkiden kaynaklanır. İkincisi ise, borçlanma kısıtının tetiklenmesi sonucunda düşen aktif fiyatları yoluyla ortaya çıkar. Finansal hızlandırmanın yarattığı etki Keynesyen etki, aktif fiyatlarının düşmesi sonucu ortaya çıkan etki ise Fisheryen etki olarak adlandırılabilir.² Keynesyen etki kredi maliyetindeki artış aracılığıyla, Fisheryen etki ise kredi miktarındaki daralma aracılığıyla işler.

Ani durma literatürünü oluşturan teorik modeller, yukarıda sözü edilen mekanizmaları küçük ve açık ekonomi kurgusu içinde ele almaktadırlar. Calvo (1998), kredi kısıtlamasının neden olduğu büyük ve beklenmeyen görece fiyat değişmelerinin, ani durmaları tetikleyebileceğini öngörmektedir. Paasche (2001) ve Izquierdo (2000) modellerinde dış borç, sermaye stokunun bugünkü değere indirgenmiş tasfiye değerini aşmayacak şekilde kısıtlanmıştır. Paasche (2001) modelinde, dış kredi kısıtlamasına tabi olan ve büyük bir ülkeye farklılaştırılmış mal ihraç eden küçük ve açık iki ülke vardır. Bu ülkelerden birinde ortaya çıkan bir verimlilik şokunun, diğerinde bir dış ticaret haddi şokunu tetikleyeceği ve ikinci ülkenin dış kredi kısıtının devreye gireceği öngörülmektedir. Buna göre geçici bir ters dış ticaret haddi şoku, sermaye çıkışını tetikleyebilir. Izquierdo

(2000)'e göre, kredi kısıtına tabi olan bir ekonominin finansal şoklara tepkisi, bu şokların reel etkilerini önemli ölçüde genişletebilir ve finansal çöküşe yol açabilir.

Caballero ve Krishnamurthy (2001) ve Mendoza ve Smith (2005) de borçlanma kısıtına dayanan finansal aktarma mekanizmasının, makroekonomik şokların reel etkilerini genişlettiğini savunmaktadırlar. Caballero ve Krishnamurthy (2001)'e göre uluslararası yatırımcılardan borçlanma kapasiteleri sınırlı olan firmaların bulunduğu bir ekonomide, borçlanma kısıtlamasının daralması, faiz oranlarında büyük bir artışa ve aktiflerin çok düşük fiyata satılmasına yol açabilir. Aktif fiyatlarındaki bu düşüş, reel ekonomik faaliyetlerde daralmaya neden olur. Mendoza ve Smith (2005) modelinde, uluslararası borç piyasasındaki borçlanma kısıtı nedeniyle, yurtiçi yerleşiklerin borcu, aktiflerinin piyasa değerinin belirli bir oranını aşamaz. Ayrıca eksik bilgiden dolayı gelişen piyasa aktifleri üzerinde ilave bir maliyet söz konusudur. Bu koşullar altında ters bir verimlilik şoku, ekonominin borcu yeterince yüksek olması koşuluyla, yurtiçi yerleşikler üzerindeki borçlanma kısıtını tetikler. Böyle olunca yurtiçi yerleşikler, aktiflerini yabancılara çok düşük fiyatlardan satmak zorunda kalırlar. Sonuçta düşen aktif fiyatları, Fisheryen borç-durgunluk mekanizmasını harekete geçirir. Aktif fiyatları düştükçe, borçlanma kısıtı daha da daralacak; daralan borçlanma kısıtı ise daha fazla aktifin düşük fiyata satılmasına neden olacaktır. Aktif fiyatlarındaki düşüş, yatırımda ve tüketimde daralmalara ve cari işlemler hesabında geri dönüşlere yol açacaktır.

Borçlanma kısıtlarının olduğu modellerin birçoğunda, ülkenin borçlanma kabiliyetini, geliri veya aktiflerin değeri gibi bazı faktörlere bağlayan açık kısıtlamalar tanımlanır. Bu kısıtlamaların konmasının gerisinde, borç verenin yüklediği riski yönetme isteği ve borçlu ile alacaklı arasındaki bilgi asimetrisinin olması yatmaktadır (Arellano ve Mendoza 2002:5). Bu durumda ters bir şok, ticarete konu olmayan malların üretiminde, bu malların görece fiyatlarında ve yurtiçi hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşlere neden olur ve borçlanma kısıtlarının daralmasına yol açar (Mendoza 2001:1). Ani durmalar başladığı zaman, borçlanma kısıtları sermaye kullanımını sınırlarsa veya borç-durgunluk mekanizması üretim faktörlerinin marjinal verimliliğini düşürürse, çıktı azalır. İlave olarak, başlangıçtaki cari işlemler geri dönüşünden sonra, borçlanma kısıtları daha da daralacağı için, çıktı daha da azalır (Mendoza 2006:2).

Kısacası sermaye girişlerindeki bir ani durmanın, ekonomide durgunluğa yol açabileceği birkaç mekanizma vardır. Birinci mekanizma, ani durmadan kaynaklanan kredi daralmasının, toplam talebi düşürdüğü ve çıktıda bir daralmaya neden olduğu Keynesyen etkidir. Burada ani durma, dış finansman primindeki artış ve finansal hızlandırıcı süreci eşliğinde ortaya çıkar. İkinci mekanizma ise ani durmanın, borç durgunluğuna ve reel gelirden daralmaya yol açtığı Fisheryen etkidir. Bu etkilere ek olarak, firmaların batması, bankaların kredilerinin daha da azalmasına ve durgunluğun daha da artmasına neden olur (Melecky 2005:58).

3. ANİ DURMALARLA İLİŞKİN AMPİRİK LİTERATÜR

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesaplarında gözlenen ani durmalara ilişkin ampirik literatürde yer alan çalışmalar, amaçları açısından iki sınıfta toplanabilir. Calvo vd. (2004) ve Frankel ve Cavallo (2004) ani durmaların sebeplerini ve belirleyicilerini, Guidotti vd. (2004), Edwards (2005) ve Hutchison ve Noy (2006) ise ani durmaların ekonomi üzerinde yarattıkları etkileri araştırarak çalışmalardır.

Calvo vd. (2004) sermaye akımlarındaki ani durmaların ampirik özellikleri ile bunların olma olasılığı üzerinde bilanço etkilerinin rolünü incelemektedir. Probit tahminlerine göre, ticarete açıklık (ticarete konu olan malların arzının bu mallara yönelik harcamalara göre yüksek olması) ve yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu, bir ani durma olasılığının temel belirleyicileridir. Yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu arttıkça ve ticarete açıklık azaldıkça, bir ani durma olasılığı artmaktadır. Ticarete açıklığın ve yükümlülük dolarizasyonunun bir ani durma olasılığı üzerindeki etkisi karşılıklı olabilir. Özellikle düşük açıklık derecesi ve yüksek yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu arasındaki etkileşim tehlikeli olabilir.³ Bankacılık kesiminin döviz yükümlülüklerinin yüksek olduğu bir gelişen piyasa ekonomisi, bir ani durma sırasında ithalatta geniş bir intibak yapmak zorunda kalır ve reel döviz kurunda dalgalanmalar yaşar. Yerli paranın reel değer kaybı, ticarete konu olmayan mal üreten firmaların kredilerini geri ödemelerini zorlaştıracaktır. Sonuçta bir ani durma, banka kredilerinde önemli bir daralmaya yol açarak toplam talepte düşümlere ve çıktıda daralmalara neden olacaktır (Calvo vd. 2004:7).

Frankel ve Cavallo (2004) ticarete açıklığın, ani durmaların güçlü bir tahmin edicisi olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Bulgulara göre, dış ticaretin GSYİH'ya oranı arttıkça, bir ani durma olasılığı azalmaktadır. Buna karşın dış ticarete kapalı olan ekonomiler ani durmalara daha açıktır. Ayrıca başlangıçtaki cari işlemler açığı ne kadar büyükse, bir ani durma olasılığı o kadar yüksek olur. Dış borcun GSYİH'ya oranı ve yükümlülük dolarizasyonu, ani durma olasılığı üzerinde etkili değildir (Frankel ve Cavallo 2004:6).

Edwards (2005), ani durmaların ve cari işlemler geri dönüşlerinin büyüme üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Bulgulara göre cari işlemler geri dönüşü ve ani durma kukla değişkenleri, büyüme üzerinde olumsuz etkilere sahiptir. Fakat modele iki değişken birlikte dahil edildiği zaman, cari işlemler geri dönüşü anlamlı kalırken, ani durma değişkeni anlamlılığını yitirmektedir. Buna göre ani durmalar, büyüme üzerinde dolaylı olumsuz etkiye sahiptir. Bir ani durmanın olması, cari işlemler geri dönüşü olasılığını artıracak, cari işlemler geri dönüşü de kişi başına GSYİH büyüme oranını düşürecektir (Edwards 2005:22).

Guidotti vd. (2004), ani durmaların çıktı, ihracat ve ithalat üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Ulaşılan sonuçlara göre, görece ticarete açık olan ve esnek döviz kuru rejimi uygulayan ekonomilerde, ani durma sonrasında çıktı daralmaları açısından hızlı bir iyileşme olur. Yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu ekonomilerde bu iyileşme daha yavaş olur. Bu özellikler bir ani durma sonrasında ihracatın ve ithalatın nasıl intibak gösterdiği ile ilgilidir.

Yükümlülük dolarizasyonunun düşük olduğu açık ekonomilerde, ani durmalar sonrasında ihracat görece daha hızlı büyürken, ithalattaki daralmalar sınırlı kalır (Guidotti vd. 2004:176). Ticarete açıklık ve esnek döviz kuru rejimi, ani durma sonrasında ihracat büyümesini teşvik ederken, yüksek yükümlülük dolarizasyonu ise ithalatta bir çöküş yaratır.

Hutchison ve Noy (2006) para krizlerinin, sermaye akımı geri dönüşlerinin ve ani durmaların çıktı üzerindeki etkilerini incelemektedir. Ani durmaların çıktı üzerinde olumsuz fakat kısa ömürlü etkiler yarattığı ve bu etkilerin tek başına ortaya çıkan para krizlerinden (üç kat) daha geniş olduğu sonucuna ulaşmaktadır (Hutchison ve Noy 2006:225).⁴

4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE SERMAYE AKIMLARINDAKİ ANİ DURMALAR

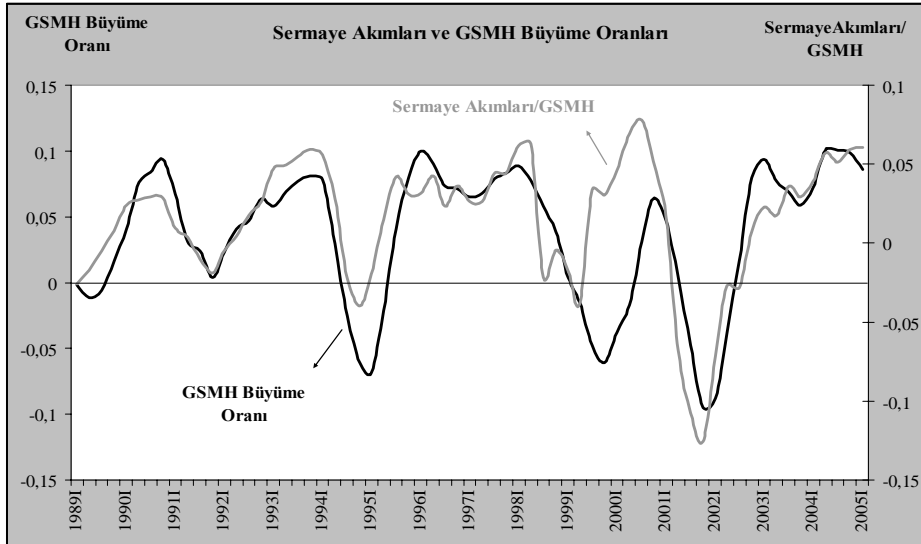
Türkiye ekonomisinin maruz kaldığı ani durmaların tarihleri belirlenirken, literatürde kullanılan tanımlamalardan yararlanılacaktır. Calvo vd. (2004)'ne göre ani durma, çıktıda bir daralma yaratan geniş çaplı bir sermaye geri dönüşünün olduğu durumdur. Buna göre bir ani durma, sermaye akımlarındaki yıllık değişme, ortalamanın bir standart sapma altına düştüğü zaman başlar ve ortalamanın bir standart sapma aşağı seviyesini aştığı zaman sona erer. Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre bir ani durmanın olması için, sermaye akımlarındaki düşüş, cari işlemler hesabında geri dönüş ve çıktıda daralmaya eşlik etmelidir. Guidotti vd. (2004), sermaye hesabındaki ortalamanın bir standart sapma aşağı seviyesinden daha geniş olan daralmaları, GSYİH'nın %5'inden büyük olmak koşuluyla, ani durma olarak tanımlamaktadır. Edwards (2005)'a göre sermaye girişleri çok kısa bir zaman dilimi içerisinde büyük miktarda düştüğü zaman ani durma gerçekleşmiş demektir. Buna göre bir ani durmadan söz edebilmek için önceki iki yıl boyunca geniş sermaye girişi olmalı ve net sermaye akımları bir yılda en az GSYİH'nın %5'i kadar azalmalıdır. Görüldüğü gibi yukarıda sözü edilen bütün çalışmalarda ani durma tanımına ekonomide bir durgunluk olması koşulu ilave edilmektedir. Hutchison ve Noy (2006) ise ani durmayı, sermaye akımlarındaki geri dönüş ile birlikte bir para krizinin ortaya çıkması biçiminde tanımlamaktadır. Bu çalışmada sermaye hesabındaki geri dönüş, cari işlemler hesabındaki geri dönüş ile temsil edilmektedir.⁵

Türkiye ekonomisinde yaşanan ani durmaların tarihlerini belirlemek için 1989 ve 2005 yıllarının Ocak ayları arasındaki döneme ait aylık sermaye hesabı verileri kullanılacaktır. Bu amaçla her bir ayda yıllık birikimli sermaye akımlarını (KA) göstermek üzere, son on iki aylık sermaye akımları toplanacaktır. Birikimli sermaye akımları serisindeki on iki aylık değişmeler alınıp ($\Delta KA = KA_t - KA_{t-12}$), elde edilen seriye ait ortalama ($\mu_{\Delta KA}$) ve standart sapma ($\sigma_{\Delta KA}$) değerleri, sözü edilen dönem için hesaplanacaktır. Bu sayede sermaye akımlarında, ortalamanın bir standart sapma aşağı seviyesinden daha geniş olan daralmaların yaşandığı aylar bulunacaktır. Sonuçta ($\Delta KA < \mu_{\Delta KA} - \sigma_{\Delta KA}$) koşulunun gerçekleştiği dönemlerde bir ani durmanın olduğu kabul edilecek ve

Calvo vd. (2004) ile Guidotti vd. (2004)'nin tanımlamalarına uygun olarak, Türkiye ekonomisinde yaşanan ani durmaların tarihleri belirlenmiş olacaktır.

Yapılan hesaplamalara göre, Türkiye ekonomisi 1989 ve 2005 yıllarının Ocak ayları arasında kalan dönem boyunca üç kez sermaye akımlarında ani durma deneyimi yaşamıştır. Adı geçen deneyimler, 1994'ün Ağustos ayı ile 1995'in Mart ayı, 1998'in Eylül ayı ile 1999'un Temmuz ayı ve 2001'in Mayıs ayı ile 2002'nin Nisan ayı arasında kalan dönemleri kapsamaktadır. Üstelik bu deneyimlerin üçü birden çıktıda bir daralma koşuluna uymaktadır. Şekil (1)'de sermaye akımlarının gayrisafi milli hâsılaya (GSMH) oranı ile reel GSMH büyüme oranları birlikte gösterilmiştir. Görüldüğü gibi Türkiye ekonomisinde yaşanan ani durmalar, büyüme oranında keskin düşümlere eşlik etmektedir. GSMH'daki bir önceki yılın aynı dönemine göre daralmalar 1995'in birinci, 1999'un dördüncü ve 2001'in dördüncü üç aylık dönemlerinde sırasıyla %6,8'e, %6,1'e ve %9,5'e ulaşmıştır.

Şekil 1: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Akımları ve GSMH Büyüme Oranları

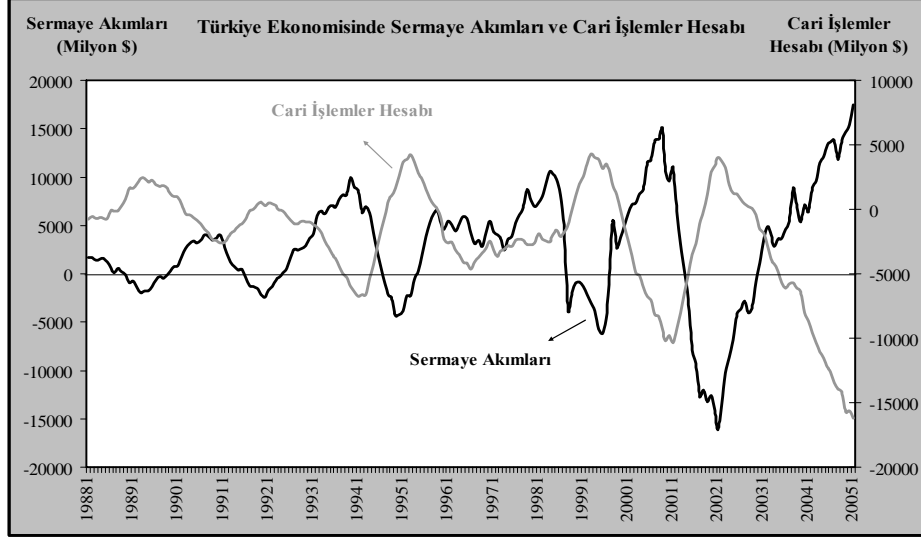


Not: GSMH ve sermaye akımları, son dört üç aylık verilerin toplamından ibarettir. GSMH büyüme oranı, reel GSMH'nin önceki yılın aynı dönemine göre büyüme oranlarını göstermektedir.

Kaynak: TCMB.

Sermaye hesabında yaşanan negatif sallantılar ise GSMH'ya oran olarak 1994, 1999 ve 2001 yıllarında sırasıyla %9,8, %10,1 ve %17,7'e ulaşmıştır. Sermaye hesabının GSMH'ya oranı 1993 yılının dördüncü çeyreğinde %5,9 iken 1994 yılının dördüncü çeyreğinde -%3,9'a, 1998 yılının ikinci çeyreğinde %6,3 iken 1999 yılının ikinci çeyreğinde -%3,8'e ve 2000 yılının dördüncü çeyreğinde %5,2 iken 2001 yılının dördüncü çeyreğinde -%12,5'e düşmüştür (Şekil 1).

Şekil 2: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Hesabı



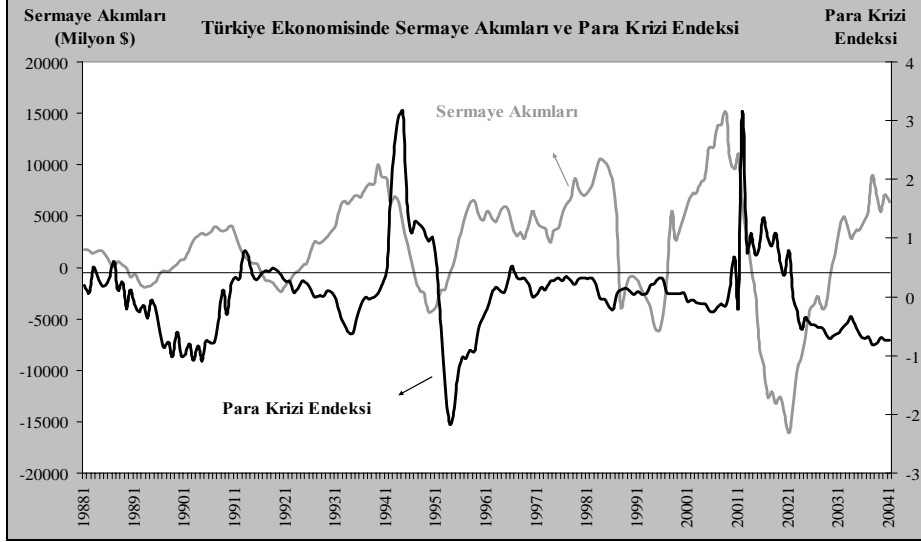
Not: Sermaye akımları ve cari işlemler hesabı verileri, son on iki aylık birikimli toplamları göstermekte ve milyon ABD Doları cinsinden ifade edilmektedir.

Kaynak: TCMB.

Edwards (2005)'a göre bir ani durmaya maruz kalan ülkelerin %46,8'i aynı zamanda bir cari işlemler geri dönüşü ile karşılaşmaktadır. Ayrıca, cari işlemlerde geri dönüş yaşayan ülkelerin %22,8'i aynı yıl içerisinde bir ani durma yaşamaktadır (Edwards 2005:15).⁶ Türkiye ekonomisinde 1994, 1998 ve 2001 yıllarında başlayan ani durmaların üçü birden cari işlemler hesabında bir geri dönüşe eşlik etmiştir (Şekil 2). Cari işlemler hesabının GSMH'ya oranı 1994 yılının birinci çeyreğinde -%5,37 iken 1995 yılının birinci çeyreğinde %3,71, 1998 yılının ikinci çeyreğinde -%1,1 iken 1999 yılının ikinci çeyreğinde %3,75 ve 2000 yılının dördüncü çeyreğinde -%5,31 iken 2001 yılının dördüncü çeyreğinde %2,93 olmuştur. Öyleyse sermaye akımlarındaki ani durmaları takip eden bir yıl içerisinde cari işlemler hesabındaki geri dönüşün GSMH'ya oranı, 1994, 1998 ve 2001 ani durmalarında sırasıyla %9,08, %4,85 ve %8,24 olmuştur.

Sermaye hesabı ve cari işlemler hesabı geri dönüşleri, para ve bankacılık krizleri eşliğinde olabilmektedir. Milesi-Ferretti ve Razin (1998)'e göre, cari işlem geri dönüşlerinin yaklaşık üçte biri, bir para krizi tarafından izlenmektedir. Hutchison ve Noy (2006), ani durmaların yaklaşık dörtte birinin bir para krizine, para krizlerinin ise yaklaşık yarısının bir ani durmaya eşlik ettiği bulgusuna ulaşmaktadır⁷. IADB (2004)'e göre, gelişen piyasalardaki ani durmaların yaklaşık dörtte üçü bir bankacılık kriziyle, bankacılık krizlerinin ise yaklaşık yarısı bir ani durmayla birlikte olmaktadır.⁸

Şekil 3: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Akımları ve Para Krizi Endeksi



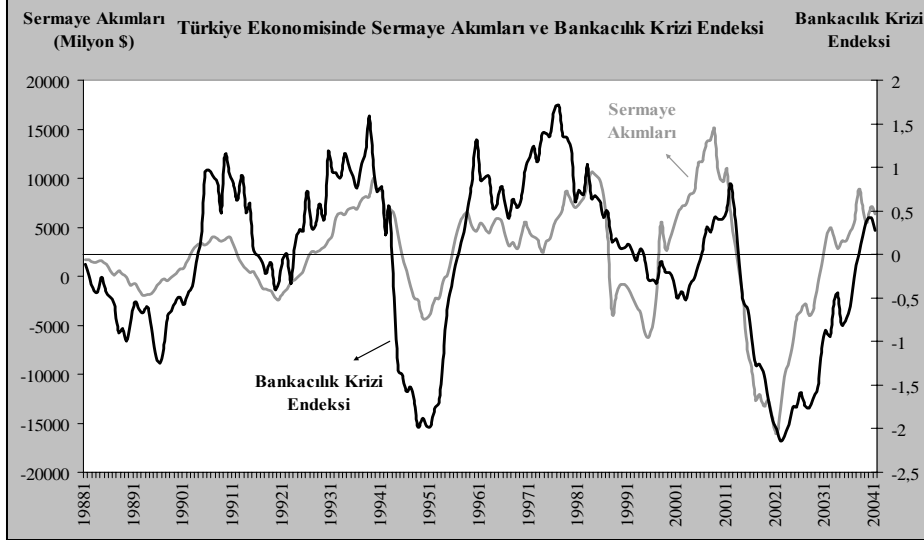
Not: Sermaye akımları verileri, son on iki aylık birikimli toplamı göstermekte ve milyon ABD Doları cinsinden ifade edilmektedir. Para krizi endeksi, nominal döviz kuru, yurtiçi faiz oranı ve uluslararası rezervlerdeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Endeksteeki artışlar, artan devalüasyon baskısına işaret etmektedir.

Kaynak: TCMB.

Türkiye ekonomisinde yaşanmış olan üç ani durmanın ikisi (1994 ve 2001) bir para krizine eşlik etmiştir (Şekil 3). Şekildeki para krizi endeksi, nominal döviz kurundaki, yurtiçi faiz oranındaki ve uluslararası rezervlerdeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır.⁹ Endeksteeki artışlar, artan yerli para değer kaybı baskısına işaret etmektedir ve endeks değeri, ortalamayı bir standart sapma kadar aştığı zaman bir para krizi olduğu kabul edilmektedir. 1987 yılının Nisan ayı ile 2004 yılının Ocak ayı arasında kalan dönem için hesaplanmış olan para krizi endeksine göre Türkiye ekonomisinde para krizleri, 1994'ün Şubat ayı ile 1994'ün Aralık ayı ve 2001'in Şubat ayı ile 2002'nin Ocak ayı arasında kalan dönemlere karşılık gelmektedir. Her iki para krizi de, sermaye akımlarında ani durmaların yaşandığı dönemlere rastlamaktadır.

Diğer yandan Türkiye ekonomisinde yaşanmış olan üç ani durmanın ikisi (1994 ve 2001) bir bankacılık krizine eşlik etmiştir (Şekil 4). Şekildeki bankacılık krizi endeksi, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır.¹⁰ Endeksteeki düşüşler, bankacılık kesiminin kırılganlığındaki artışlara işaret etmektedir ve endeks değeri, ortalamasının bir standart sapma kadar altına düştüğü zaman bir bankacılık krizi olduğu kabul edilmektedir.

Şekil 4: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Akımları ve Bankacılık Krizi Endeksi



Not: Sermaye akımları verileri, son on iki aylık birikimli toplamları göstermekte ve milyon ABD Doları cinsinden ifade edilmektedir. Bankacılık krizi endeksi, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Endeksteeki düşüşler, bankacılık kesiminin kırılganlığındaki artışlara işaret etmektedir.

Kaynak: TCMB.

1987 ve 2004 yıllarının Ocak ayları arasında kalan dönem için hesaplanmış olan bankacılık krizi endeksine göre Türkiye ekonomisinde bankacılık krizleri, 1988'in Temmuz ayı ile 1989'un Ağustos ayı, 1994'ün Mayıs ayı ile 1995'in Nisan ayı ve 2001'in Temmuz ayı ile 2002'nin Aralık ayı arasında kalan dönemlere karşılık gelmektedir. 1994 ve 2001 yıllarında başlayan bankacılık krizleri, sermaye akımlarında ani durmaların yaşandığı dönemlere rastlamaktadır.

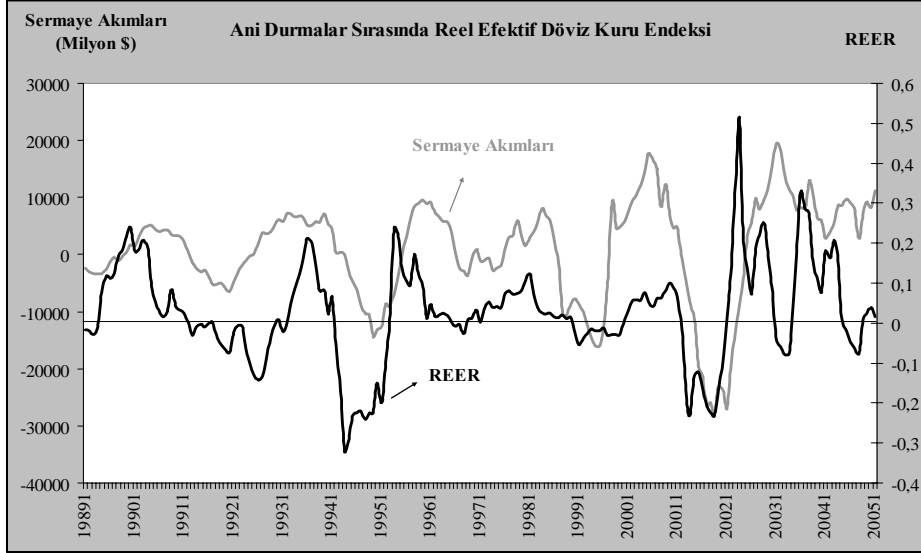
4.1. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Akımlarındaki Ani Durmaların Etkileri

Gelişen piyasa ekonomilerinde sermaye akımlarındaki ani durmalar genellikle tipik özellikler sergilemektedir. Mendoza ve Smith (2002)'e göre bir ani durmanın üç temel özelliği vardır. Birincisi sermaye girişlerinde ve cari işlemler açığında ani ve keskin bir geri dönüş, ikincisi yurtiçi talepte ve üretimde büyük oranlı bir düşüş, üçüncüsü ise aktif fiyatlarında ve ticarete konu olmayan malların görece fiyatlarında bir çöküştür (Mendoza ve Smith 2002:1). Türkiye ekonomisinde yaşanan ani durmaların, genellikle yukarıda sözü edilen tipik özelliklerin birçoğunu sergilediğini söyleyebiliriz.

4.1.1. Reel Döviz Kuru, İhracat ve İthalat

Ani durmalara eşlik eden geniş reel döviz kuru dalgalanmaları, esas olarak gelişen ekonomilerde görülen olaylardır. Gelişen piyasa ekonomilerindeki yerli para reel değer kayıplarının % 63'ü bir ani durmaya eşlik ederken, gelişmiş ekonomilerdeki yerli para reel değer kayıplarının sadece % 17'si bir ani durmayla birlikte olmaktadır (Calvo vd. 2004:19). Türkiye ekonomisinde 1994 ve 2001 yıllarında ortaya çıkan ani durmalar sırasında Türk Lirası reel olarak önemli ölçüde değer kaybetmiştir (Şekil 5). Türk Lirasındaki yıllık reel değer kaybı 1994'ün Nisan ayında %32'ye, 2001'in Nisan ayında ise %23'e ulaşmıştır. Buna karşın 1998 yılındaki ani durma sırasında Türk Lirasındaki reel değer kaybı görece sınırlı kalmıştır.

Şekil 5: Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi

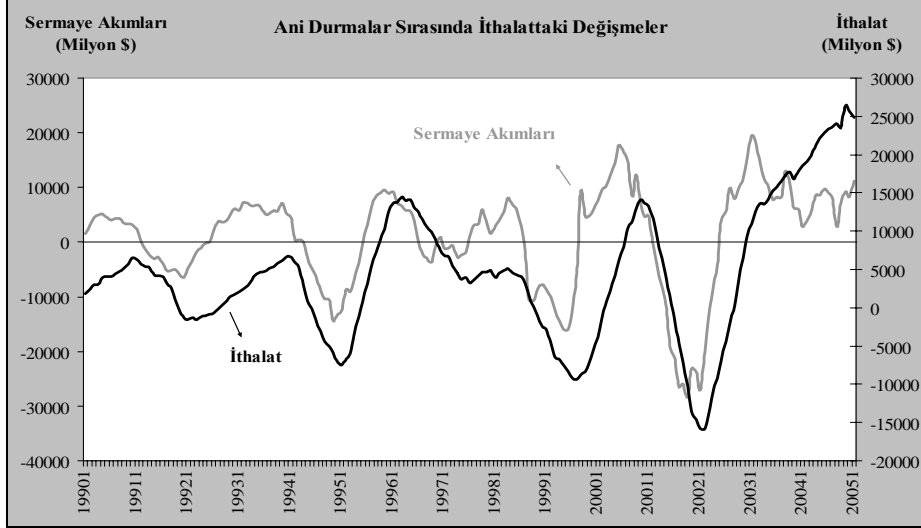


Not: REER, TEFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksindeki bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde değişimleri göstermektedir. REER'deki düşüşler Türk Lirasının reel değer kaybına işaret etmektedir.

Kaynak: TCMB.

Daha önce belirtildiği gibi Türkiye ekonomisinde 1994, 1998 ve 2001 yıllarında başlayan ani durmaların üçü birden, cari işlemler hesabında keskin bir intibaka yol açmıştır (Şekil 2). Guidotti vd. (2004)'ne göre ani durmalar sonrasında cari işlemler intibakının, ihracat ve çıktı büyümesi yoluyla mı yoksa ithalat ve yurtiçi talep daralması yoluyla mı gerçekleştiği önemlidir. Örneğin, ticarete açık olan ve yükümlülük dolarizasyonunun düşük olduğu Asya ekonomilerinde bir ani durma karşısında intibak, ihracat büyümesi aracılığıyla gerçekleşmekte, sonuçta ekonomideki durgunluk daha kısa ömürlü olmaktadır.

Şekil 6: Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve İthalat



Not: Sermaye akımları ve ithalat verileri, on iki aylık birikimli toplamları göstermekte ve bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

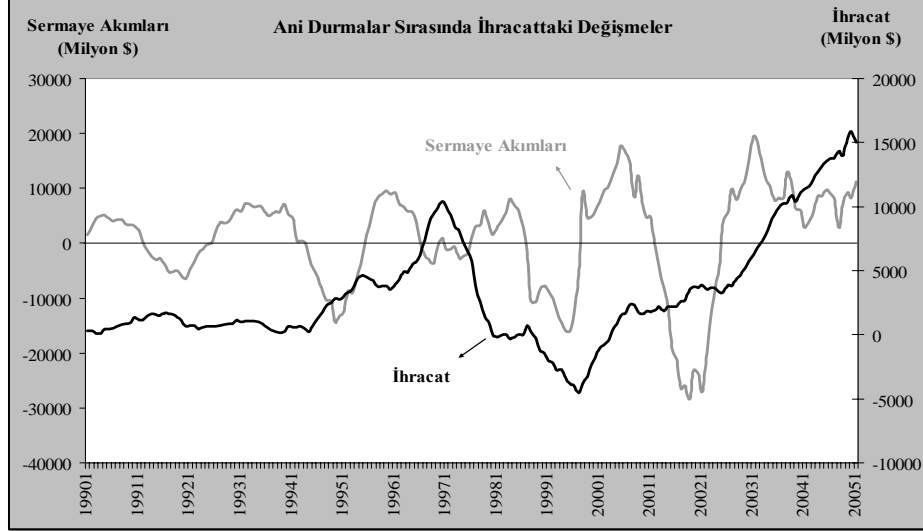
Buna karşın dolarizasyonun yüksek olduğu Güney Amerika ülkelerinde intibak, ithalat ve talep daralmaları yoluyla olmakta, yerli para reel olarak önemli ölçüde değer kaybetse bile ihracat durgun kalmaktadır. Bu ekonomilerde ani durmalar sonrasında görülen ekonomik durgunluklar, görece daha uzun sürmektedir (Guidotti vd. 2004:172).

Türkiye ekonomisinde ani durmalara eşlik eden cari işlemler hesabının intibakı sırasında ithalat keskin düşüşler yaşamıştır. Yıllık birikimli ithalattaki düşüşler 1995'in Ocak, 1999'un Temmuz ve 2002'nin Ocak aylarında sırasıyla %25, %19 ve %30'a ulaşmıştır (Şekil 6).

İhracat ise 1994 ve 2001 ani durmaları sırasında artış gösterirken, 1998 ani durması sırasında düşüş yaşamıştır. Yıllık birikimli ihracat artışları 1995'in ve 2002'nin Ocak aylarında sırasıyla %19,3'e ve %12,5'a ulaşmıştır. Buna karşın 1998 ani durması sonrasında ihracattaki daralma 1999'un Temmuz ayında %12'ye varmıştır (Şekil 7).

Kısacası Türkiye ekonomisinde ani durmalar sırasında ithalattaki daralmalar, cari işlemler intibakına önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır. 1994 ve 2001 ani durmaları sırasında ihracat artışları da cari işlemler intibakına katkı sağlamıştır. Fakat 1998 ani durması sırasında ihracat düşüş yaşamıştır. Guidotti vd. (2004), ithalattaki düşüşlerin cari işlemler intibakına ihracattaki artışlardan daha çok katkıda bulunmasını, yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olmasına bağlamaktadır.

Şekil 7: Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve İhracat



Not: Sermaye akımları ve ihracat verileri, on iki aylık birikimli toplamları göstermekte ve bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

Calvo vd. (2004)'e göre, yurtiçi bankacılık kesiminin yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin yüksek olması, yükümlülük dolarizasyonunun önemli bir göstergesidir. Frankel ve Cavallo (2004), yükümlülük dolarizasyonu için iki farklı ölçüm kullanmaktadır. Birincisi finansal kesimin dış yükümlülüklerinin paraya oranı, ikincisi ise döviz mevduatlarının toplam mevduatlara oranıdır. Calvo vd. (2004) ise bankaların döviz mevduatları ile dış yükümlülükleri toplamının GSYİH'ya oranını kullanmaktadır.

Türkiye ekonomisinde mevduat bankalarının dış yükümlülüklerinin M2'ye oranı 1990'lı yılların başında yaklaşık %10 iken, bu oran üç ani durma öncesinde de %50'nin üzerine çıkmıştır. Mevduat bankalarındaki yurtiçi yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduata oranı ise 1990'lı yılların başında yaklaşık %25 iken, 1994 ani durması öncesinde %50'nin, 1998 ve 2001 ani durmaları öncesinde %40'ın üzerine çıkmıştır. Diğer yandan mevduat bankalarının döviz tevdiat hesapları ile dış yükümlülükleri toplamının mevduat bankalarının toplam yükümlülüklerine oranı 1990'lı yılların başında yaklaşık %20 iken, bu oran 1994 ani durması öncesinde %40'a yaklaşmış, 1998 ve 2001 ani durmaları öncesinde ise %40'ın üzerine çıkmıştır. Aynı toplamın GSMH'ya oranı ise 1990'lı yılların başında %10'un altında iken, 1994, 1998 ve 2001 ani durmaları öncesinde sırasıyla %20'ye, %25'e ve %40'a yaklaşmıştır.

Yukarıdaki veriler ışığında Türkiye ekonomisinde yükümlülük dolarizasyonun 1990'lı yılların başından itibaren hızla arttığını söyleyebiliriz. Yeyati (2006)'ya göre 2000 yılı sonunda gelişmekte olan ülkelerde döviz mevduatlarının toplam

mevduat içindeki payı ortalama %31'dir. Türkiye'de ise aynı yılın sonunda bu oran %40'ın üzerindedir. Söz konusu oran 1997 krizi sırasında Asya ülkelerinde ortalama %28 (De Nicolo vd. 2003:6) ve 1994 krizi öncesinde Meksika'da %19'dur (Honohon ve Shi 2002:27). Öyleyse Türkiye ekonomisinde ani durmaların ortaya çıktığı dönemlerde bankacılık kesiminde yükümlülük dolarizasyonunun oldukça yüksek olduğunu söyleyebiliriz.¹¹

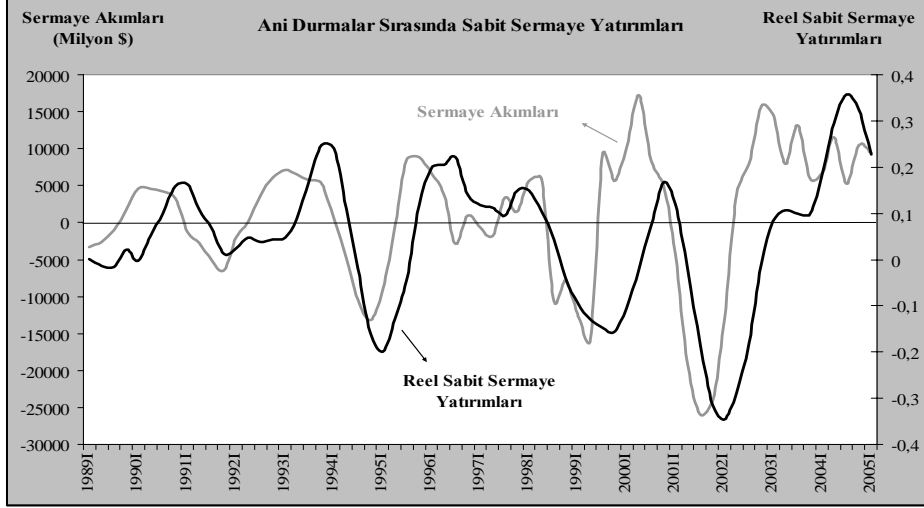
Dolarizasyonun yüksek olduğu ekonomilerde ani durmaların çıktıda yaratacağı kayıplar daha büyük olmaktadır. Ani durmalar sırasında yerli paranın değer kaybı, firmaların ve bankaların bilançoları üzerinde yaratacağı etkiler sonucunda çıktı maliyetlerini yükseltir. Üstelik yüksek dolarizasyonun olduğu ülkeler ithal mallarının yabancı finansmanına bağlı hale gelirler. Böyle olunca, bir ani durma karşısında yabancı finansman kaybını telafi etmek için, yurtiçi talepte büyük daralmalar olur. Türkiye ekonomisinde ani durmaların yüksek çıktı kayıpları ile sonuçlanmasının gerisinde yatan faktörlerden biri de, bankacılık kesiminde yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olmasıdır.

4.1.2. Yatırım ve Tüketim Harcamaları

Gelişen piyasa ekonomilerinde yaşanan ani durmaların bir başka özelliği de, bunların yurtiçi talepte keskin düşüşlere neden olmalarıdır (Mendoza ve Smith 2002:1). Bir ani durma, ithal edilen yatırım ve ara mallarını azaltmak suretiyle, yurtiçi yatırımda çöküşe yol açabilir (Hutchison ve Noy 2006:243).

Türkiye ekonomisinde ani durmaların hepsi reel sabit sermaye yatırımlarında keskin düşüşlerle sonuçlanmıştır. Bu düşüşler 1995'in birinci, 1999'un dördüncü ve 2002'nin birinci üç aylık dönemlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %19,9, %15,7 ve %34,6 oranında olmuştur (Şekil 8). Ani durmalar özel tüketim harcamaları üzerinde de olumsuz etkiler yaratmıştır. Reel özel tüketim harcamaları 1995'in birinci, 1999'un üçüncü ve 2001'in dördüncü üç aylık dönemlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %7,2, %3,7 ve %9,2 oranında azalmıştır (Şekil 9). Ani durmalar sırasında sabit sermaye yatırımlarındaki ve tüketim harcamalarındaki düşüşler, yurtiçi talepte büyük daralmalara neden olmuştur.

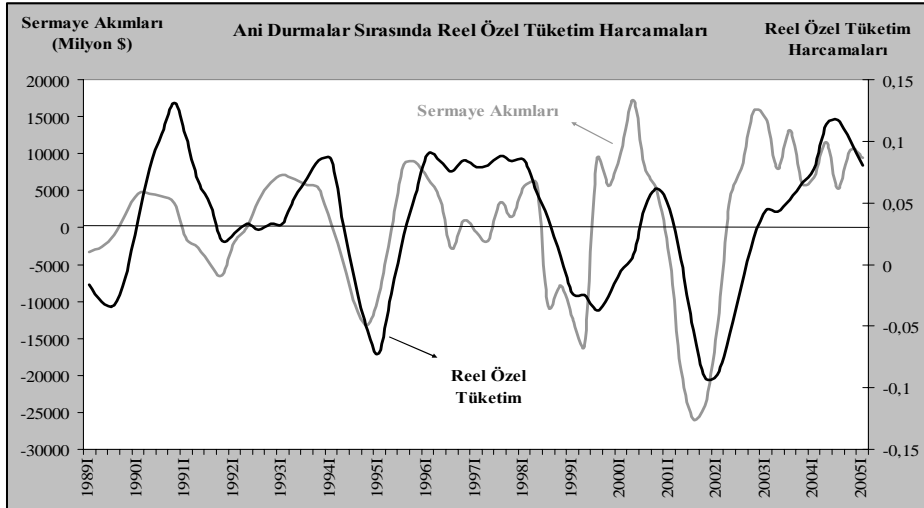
Şekil 8: Ani Durmalar ve Reel Sabit Sermaye Yatırımları



Not: Sermaye akımları ve reel gayri safi sabit yatırım harcamaları, son dört üç aylık birikimli toplamları göstermektedir. Sermaye akımları bir önceki yılın aynı çeyreğine göre değişimleri, reel yatırım harcamaları ise yüzde değişimleri ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

Şekil 9: Ani Durmalar ve Reel Özel Tüketim Harcamaları



Not: Sermaye akımları ve reel özel tüketim harcamaları, son dört üç aylık birikimli toplamları göstermektedir. Sermaye akımları bir önceki yılın aynı çeyreğine göre değişimleri, reel tüketim ise yüzde değişimleri ifade etmektedir.

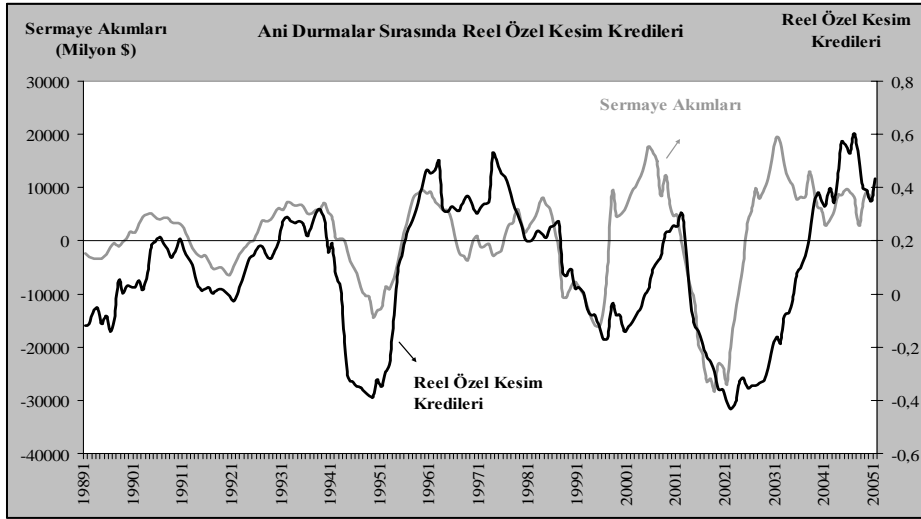
Kaynak: TCMB.

4.1.3. Banka Kredileri

Reel yatırım ve tüketim harcamalarındaki bu düşümlere neden olan faktörlerden biri, banka kredilerindeki daralmalardır. Gelişen piyasa ekonomilerinde sermaye çıkışları, banka kredilerini önemli ölçüde daraltmaktadır. Banka kredilerindeki daralmalar da, yurtdışı talepte ve çıktıda önemli düşümlere neden olmaktadır (Hutchison ve Noy 2006:243).

Türkiye ekonomisinde mevduat bankalarının özel kesime vermiş oldukları reel krediler, 1994'ün Kasım, 1999'un Temmuz ve 2002'nin Şubat aylarında bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %38,5, %17 ve %43 oranında daralmıştır (Şekil 10).

Şekil 10: Ani Durmalar ve Reel Özel Kesim Kredileri



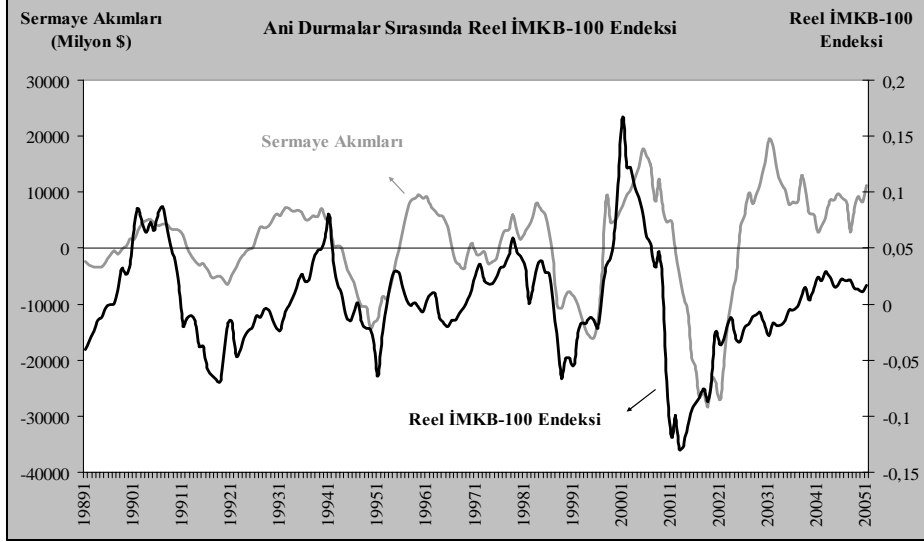
Not: Reel özel kesim kredileri, mevduat bankalarının reel özel kesim kredilerindeki bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde değişimleri ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

4.1.4. Hisse Senedi Fiyatları

Ani durmalar sırasında yurtdışı talepteki daralmalara yol açan faktörlerden bir diğeri, hisse senedi fiyatlarındaki çöküşlerdir. Mendoza ve Smith (2002)'ye göre, gelişen piyasa ekonomilerinde yaşanan ani durmalar, hisse senedi fiyatlarında büyük düşümler eşliğinde olmaktadır. Türkiye ekonomisinde yaşanan ani durmaların üçü birden, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında çöküşlerle sonuçlanmıştır. Reel İMKB 100 endeksi 1995'in Ocak, 1999'un Ocak ve 2001'in Ekim aylarında bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %58, %49 ve %63 oranında düşümler yaşamıştır (Şekil 11).

Şekil 11: Ani Durmalar ve Reel İMKB-100 Endeksi



Not: Sermaye akımları verileri, on iki aylık birikimli toplamları göstermekte ve bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri ifade etmektedir. Reel İMKB-100 endeksi verileri, bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri ifade etmektedir.

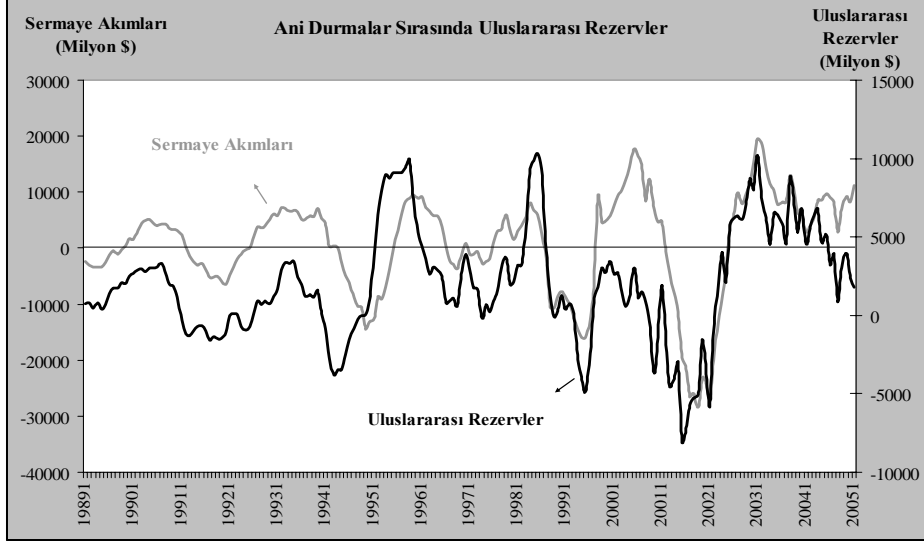
Kaynak: TCMB.

4.1.5. Uluslararası Rezervler ve Reel Faiz Oranları

Gelişen piyasalarda ani durmalar sırasında önemli miktarlarda uluslararası rezerv kayıpları olmakta ve reel faiz oranları yüksek düzeylere ulaşmaktadır (Calvo vd. 2004:19). Türkiye ekonomisinde yaşanmış olan üç ani durma sırasında da Merkez Bankası uluslararası rezervlerini azaltmak zorunda kalmıştır (Şekil 12). Uluslararası rezervler, bir önceki yılın aynı dönemine göre 1994 yılının Mart ayında % 53,5, 1999 yılının Haziran ayında % 18,5 ve 2001 yılının Haziran ayında % 33 oranında azalmıştır.

1994 ve 2001 ani durmaları sırasında reel faiz oranları büyük sıçramalar göstermiştir. Reel faiz oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 1994 yılının Mart ayında %100 ve 2001 yılının Şubat ayında %296 gibi çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Buna karşın 1998 ani durması sırasında reel faiz oranındaki artış daha düşük kalmış, reel faiz oranı 1999 yılının Ocak ayında % 22,5 düzeyine çıkmıştır (Şekil 13).

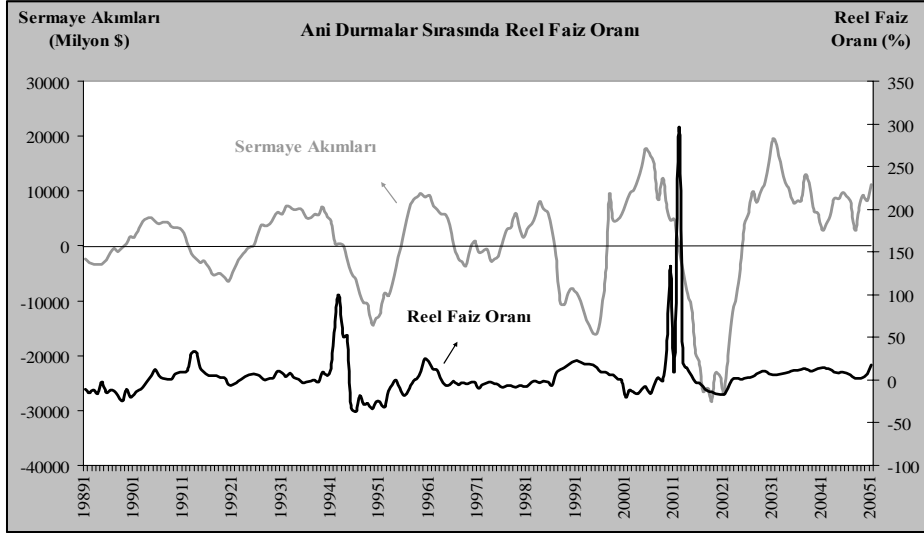
Şekil 12: Ani Durmalar ve Uluslararası Rezervler



Not: Sermaye akımları verileri, on iki aylık birikimli toplamları göstermekte ve bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri ifade etmektedir. Uluslararası rezervler, bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

Şekil 13: Ani Durmalar ve Reel Faiz Oranları



Not: Sermaye akımları, bir önceki yılın aynı ayına göre değişimleri göstermektedir. Reel faiz oranı, $[(\text{gecelik nominal faiz oranı} - \text{beklenen enflasyon oranı}) / (1 + \text{beklenen enflasyon oranı})]$ biçiminde hesaplanmıştır. Beklenen enflasyon oranı, bir dönem sonraki TEFİ endeksindeki on iki aylık yüzde değişimi ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

SONUÇ

Türkiye ekonomisi 1994, 1998 ve 2001 yıllarında sermaye akımlarında ani durmalar yaşamıştır. Adı geçen ani durmaların ikisi (1994 ve 2001) ekonomide oldukça benzer etkiler yaratmıştır. Söz konusu ani durmalar sırasında tüketimde, yatırımda ve milli gelirden çöküşler olmuş, banka kredilerinde daralmalar yaşanmış ve İMKB endeksi büyük oranlı düşüşler sergilemiştir. Bunların yanı sıra cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler ortaya çıkmış, bu geri dönüşlere ithalattaki daralmalar ve ihracattaki artışlar katkıda bulunmuştur. Her iki ani durma da bir para krizine eşlik etmiş, bu ani durma dönemlerinde uluslararası rezervler azalmış, reel faiz oranları yükselmiş ve Türk Lirası reel olarak değer kaybetmiştir. Ani durmalar ve para krizleri ile birlikte bankacılık krizleri de yaşanmış, bankaların kredilerinde ve dış yükümlülüklerinde büyük daralmalar olmuştur. Her iki ani durma öncesinde de bankacılık kesiminde yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olması, bilanço etkilerine ve ithalat finansmanı kısıtlarına bağlı olarak çıktı kayıplarının yükselmesine yol açmıştır.

1998 yılında görülen sermaye akımlarındaki ani durma, yukarıda sözü edilen özelliklerin bir kısmını sergilememiştir. Bu deneyim sırasında Türk Lirasının reel değer kaybı sınırlı kalmıştır. Ayrıca cari işlemler geri dönüşü sırasında ihracat artmamış, tersine azalmıştır. Adı geçen dönemde Merkez bankasının finansal istikrarı korumak amacıyla nominal döviz kurunu enflasyon oranında artırması, Türk Lirasının reel değer kaybını sınırlamıştır. Türk Lirasının reel değer kaybı sınırlı kalmasına rağmen, diğer iki ani durmada olduğu gibi cari işlemler hesabındaki geri dönüş, keskin ithalat daralması eşliğinde gerçekleşmiştir. 1998 ani durması bir para ve/veya bankacılık krizine eşlik etmemiştir. Bu dönemde uluslararası rezervlerde önemli düşüşler yaşanmış, fakat reel faiz oranlarında büyük bir sıçrama olmamıştır. Bankaların kredilerindeki ve dış yükümlülüklerindeki daralmalar bir bankacılık krizine yol açacak düzeye ulaşmamıştır.

Yıllık birikimli cari işlem açıkları, 1994 ve 2001 ani durmalarının hemen öncesinde sırasıyla 7 milyar dolar ve 10 milyar dolar iken, 1998 ani durması öncesinde 2,5 milyar dolar düzeyindedir. Söz konusu açıklar, 1994 ve 2001 ani durmalarının hemen öncesinde gayri safi milli hâsılanın yaklaşık %5'i kadarken, 1998 ani durması öncesinde gayri safi milli hâsılanın yaklaşık %1,5'una karşılık gelmektedir. Dolayısıyla diğer iki ani durma öncesi dönem ile karşılaştırıldığı zaman, 1998 ani durması öncesinde cari işlem açıkları daha düşüktür. Bu yüzden sermaye çıkışlarının neden olduğu artan döviz talebi karşısında uluslararası rezervler azalmış, fakat reel faiz oranında büyük sıçramalar olmamış ve reel döviz kurunda büyük düşüşler görülmemiştir. Böyle olunca sermaye akımlarındaki ani durma, bir para krizine yol açmamıştır. Reel faiz oranındaki artış ve yerli paranın reel değer kaybı düşük kaldığı için, bankaların bilançoları üzerinde reel faiz oranındaki artıştan ve Türk Lirasının değer kaybından kaynaklanan olumsuz etkiler sınırlı olmuş, bu kesimdeki sorunlar bir bankacılık krizi boyutuna ulaşmamıştır. Yine de İMKB endeksinde büyük düşüşler olmuş,

reel tüketimde, reel yatırımda ve milli gelirden önemli oranlarda daralmalar yaşanmıştır.

SON NOTLAR

(1) Sermaye akımlarındaki ani durma kavramı, ilk kez Dornbusch vd. (1995) tarafından kullanılmış, kavramla ilgili ilk analitik yapı Calvo (1998) tarafından geliştirilmiştir.

(2) Irving Fisher (1933), aktif fiyatlarındaki değişmelerin, ekonomik daralmaları daha da derinleştirdiğini savunmaktadır. Fisher, Büyük Bunalım sırasında, ağır borç yükünün ve durgunluğa yol açan finansal sıkıntıların, bunalımın şiddetinin artmasına katkıda bulunduğunu iddia etmektedir (Bernanke vd. 1999:1378).

(3) Bir ekonomi ticarete ne kadar açıksa (ticarete konu olan malların arzı ne kadar yüksekse), ticarete konu olan malların talebinin yurt dışından finansmanı ya da kaldırıcı o kadar düşük olacaktır (Calvo vd. 2004:22).

(4) Bir para krizinin, keskin fakat kısa süren çıktı çöküşüne yol açması, 1995 Meksika deneyimi ışığında "Meksika dalgası" olarak adlandırılmaktadır. Hutchison ve Noy (2006)'a göre Türkiye'nin 1994 krizi, Meksika dalgasının çıktı dinamiklerini sergilemektedir.

(5) Bu çalışmada yıllık cari işlemler fazlasındaki GSYİH'ya oran olarak %3'ü aşan pozitif bir değişme, sermaye hesabı geri dönüşü olarak tanımlanmaktadır. Para krizi ise, döviz kuru değişmeleri ile rezerv değişmelerinin ağırlıklı bir ortalaması olarak belirlenen para piyasası baskı endeksindeki ortalamayı 2 standart sapma aşan yükselmelerin olduğu durum biçiminde tanımlanmaktadır (Hutchison ve Noy 2006:233).

(6) Edwards (2005), 157 ülkenin 1970-2000 dönemine ait verilerini kullanmaktadır. Ayrıca cari işlemler geri dönüşlerini, bir veya iki yıl içerisinde cari işlemler açığının en az GSYİH'nın %4'ü kadar düştüğü durum biçiminde tanımlamaktadır.

(7) Hutchison ve Noy (2006), 24 gelişen piyasa ekonomisinin 1975-1997 dönemine ait verilerini kullanmaktadır.

(8) IADB (2004), 15 gelişen piyasa ekonomisinin 1980-2002 dönemine ait verilerini kullanmaktadır.

(9) Para krizi endeksi, nominal döviz kuru (ER), yurtiçi faiz oranı (INTR) ve uluslararası rezervlerdeki (IR) değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır:

$$CCI_t = \{(DER_t - \mu_{ER}) / (\sigma_{ER}) + (DINTR_t - \mu_{INTR}) / (\sigma_{INTR}) - (DIR_t - \mu_{IR}) / (\sigma_{IR})\} / 3.$$

Burada (μ) ve (σ) sırasıyla DER, DINTR, ve DIR serilerinin ortalamalarını ve standart sapmalarını göstermektedir.

$$DER_t = (ER_t - ER_{t-12}) / (ER_{t-12}),$$

$$DINTR_t = (INTR_t - INTR_{t-12}) / (INTR_{t-12}),$$

$$DIR_t = (IR_t - IR_{t-12}) / (IR_{t-12}).$$

(10) Bankacılık krizi endeksi, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki (PC) ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki (FL) değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır:

$$BSF_t = \{(DPC_t - \mu_{dpc}) / (\sigma_{dpc}) + (DFL_t - \mu_{dfi}) / (\sigma_{dfi})\} / 2.$$

Burada (μ) ve (σ) sırasıyla DPC ve DFL serilerinin ortalamalarını ve standart sapmalarını göstermektedir.

$$DPC_t = (PC_t - PC_{t-12}) / (PC_{t-12}),$$

$$DFL_t = (FL_t - FL_{t-12}) / (FL_{t-12}).$$

(11) Yılmaz (2005)'in 1989-2004 dönemi için hesaplamış olduğu bileşik dolarizasyon endeksine göre, Türkiye ekonomisinde 1994, 1998 ve 2001 ani durmaları sırasında finansal dolarizasyon derecesi "yüksek"tir. Bileşik endeks üç oranın toplamından ibarettir: döviz mevduatlarının M2Y'ye oranı, kamu kesiminin döviz cinsinden borcunun toplam kamu iç borcuna oranı ve dış borcun gayrisafi milli hâsılaya oranı.

KAYNAKÇA

Arellano, C. ve E. Mendoza (2002): "Credit Frictions and Sudden Stops in Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Markets Crises." NBER Working Paper, No.8880.

Bernanke, B., Gertler, M. ve S. Gilchrist (1999): "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." Taylor, J. ve M. Woodford (Der.) Handbook of Macroeconomics, Amsterdam, Elsevier Science, 1341-1393.

Caballero, R. ve A. Krishnamurthy (2001): "International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises." Journal of Monetary Economics, 48(3):513-548.

Calvo, Guillermo (1998): "Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." Journal of Applied Economics, 1(1):35-54.

Calvo, G.A., A. Izquierdo ve L. Mejia (2004): "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects," Inter-American Development Bank Research Department Working Paper, No.509.

- De Nicolo, G., P. Honohan ve A. Ize (2003): "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?" IMF Working Paper, No.146.
- Dornbusch, R., I.Goldfajn ve R. Valdes (1995): "Currency Crises and Collapses." *Brookings Papers on Economic Activity*, 24(2):219-293.
- Edwards, Sebastian (2005): "Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals" NBER Working Paper No. 11170.
- Eichengreen, B., P. Gupta, ve A. Mody (2006): "Sudden Stops and IMF Programs" Interamerican Seminar on Macroeconomics, Rio de Janeiro.
- Frankel, J.A. ve E.A. Cavallo (2004): "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality," NBER Working Paper, No.10957.
- Guidotti, P., F.Sturzenegger ve A. Villar (2004): "On the Consequences of Sudden Stops." *Economia*, 4(2):171-214.
- Honohan, P. ve A. Shi (2001): "Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies." World Bank Policy Research Working Paper, No. 2748.
- Huchison, M. ve I. Noy (2006): "Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets," *Journal of Development Economics*, 79(2):225-248.
- Inter-American Development Bank (2004): *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Research Department of the IDB, Washington DC: 2004.
- Kiyokati, N. ve J. Moore (1997): "Credit Cycles." *Journal of Political Economy*, 105(2):211-248.
- Melecky, Martin (2005): "The Impact of Current Account Reversals on Growth in Central and Eastern Europe." *Eastern European Economics*, 43(2):57-72.
- Mendoza, Enrique (2001): "Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop." NBER Working Paper, No.8338.
- Mendoza, Enrique (2006): "Lessons from the Debt-Deflation Theory of Sudden Stops." NBER Working Paper, No.11966.
- Mendoza, E. ve K.A. Smith (2002): "Margin Calls, Trading Costs, and Asset Prices in Emerging Markets: The Financial Mechanics of the Sudden Stop Phenomenon." NBER Working Paper, No.9286.

Mendoza, E. ve K.A. Smith (2005): "Quantitative Implications of a Debt-Deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices." *Journal of International Economics*, gelecek sayı.

Milesi-Ferretti, G. ve A. Razin (1998): "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities." NBER Working Paper, No.6620.

Paasche, Bernhard (2001): "Credit Constraints and International Financial Crises." *Journal of Monetary Economics*, 48(3):623-650.

Yevati, Eduardo Levy (2006): "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences." *Economic Policy*, 21(45):61-118.

Yılmaz, Gökhan (2005): "Financial Dollarization, (De)Dollarization, and the Turkish Experience." *Turkish Economic Association Discussion Paper*, No.2005/6.