

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL KRİZLER: BİR FAKTÖR ANALİZİ UYGULAMASI

Sayım Işık* Koray Duman** Adil Korkmaz***

ÖZET

Bu çalışmada Türkiye’de Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinin temel nedenleri incelenmiştir. Uygulanan faktör analizi tekniğiyle Türkiye’deki krizleri açıklayan üç faktör elde edilmiştir. Bu faktörler, para ikamesi, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ve yükselen konjonktür olarak adlandırılmıştır.

Anahtar kelimeler: Finansal Krizler, faktör analizi.

1. Giriş

Dünyada ve Türkiye’de 90’lı yıllarda küresel düzeyde yaşanan krizler, konuyu açıklamak amacıyla birçok kuramın oluşturulmasına ve bunlar doğrultusunda birçok görgül çalışmanın yapılmasına yol açmıştır. Finansal krizle yüzleşen ülkelere yönelik olarak yapılan görgül çalışmalarda, baskılanan döviz kurunun, para ikamesinin ve bankacılık kesiminde baş gösteren kırılğan yapının krizi tetikleyip derinleştirdiği yönünde bulgular elde edilmiştir. Türkiye ekonomisinde Nisan 1994 ve Şubat 2001 dönemlerinde yaşanan finansal krizleri anlamak için yapılan çalışmalarda da benzer bulgular elde edilmiştir. Eldeki çalışma, finansal krizlerin makroekonomik göstergelerle ilgili bütünsel bir süreç olarak kavranmasını kendisine amaç edinmiş, bu nedenle de öncekilerden farklı olarak faktör analizi tekniği kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu tekniğin yeğlenmesinde başlıca etken, faktör analizinin, tutumluluk ilkesi (Ocham’ın usturası) doğrultusunda birçok somut değişkenden örülü bir evreni, az sayıda soyut değişkenden örülü bir evrene dönüştürerek anlamayı ve açıklamayı kolaylaştırmasıdır.

Makalenin birinci bölümünde dünyada finansal krizlerin oluşumu incelenmektedir. İkinci bölümde dünyada ve Türkiye’de yaşanan krizlerle ilgili olarak yapılan çalışmalara kısaca yer verilmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye’deki

* Yrd. Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, ANTALYA.

** Dr., Akdeniz Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, ANTALYA.

*** Yrd. Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, ANTALYA.

krizlerin nedenlerini belirleyebilmek amacıyla kullanılan faktör analizinin kuramsal temelleri ve krizin öncü göstergeleri olarak kabul edilip söz konusu tekniğin girdisi olarak değerlendirilecek değişkenler açıklanmıştır. Dördüncü bölümde ise faktör analizi sonuçlarından yola çıkılarak krizlerin oluşum süreci yorumlanmıştır. Faktör analizi sonucunda, yükselen konjonktür ile birlikte ortaya çıkan talep patlaması, bankacılık kesiminin artan kırılganlığı ve hane halkının uygulanan politikalara olan güvensizliğiyle birlikte hızlanan para ikamesi, krizlerin altındaki temel itici güçler olarak belirlenmiştir. Bu sıralama, krizin ortaya çıkmasındaki aşamaları göstermektedir. Çalışmanın sonunda genel bir değerlendirmeye yer verilmiştir.

2. Finansal Krizlerin Oluşumu

1990'lı yıllarda uluslararası finansal sistemde, art arda çok sayıda finansal kriz yaşanmaya başlanmıştır. Avrupa Para Krizi (1992-93), Latin Amerika “Tekila Krizi” (1994-95), Türkiye Krizi (1994), Güney Doğu Asya Krizi (1997-98), Rusya Krizi (1998), Brezilya Krizi (1999), Türkiye Krizi (2001), Arjantin Krizi (2002), çok sayıdaki finansal krizlerinden sadece bazılarıdır. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbest olduğu global bir dünyada finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkilerinin artması son dönemlerde iktisat yazınında önemli tartışmalara neden olmuştur. Finansal krizlerin piyasa beklentilerindeki keyfi değişimlerden mi yoksa ekonominin temel göstergelerindeki zayıflıklardan mı kaynaklandığı en önemli tartışma konularından birisi olmuştur.

Finansal krizleri incelemeye önce iktisat yazınında finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik, finansal kırılganlık ve sistemik risk kavramlarının çoğu zaman birbirlerinin yerine kullanıldığı görülmektedir (Davis 1992:117-18). Bu kavramlar genel olarak, finansal piyasalarda varlık fiyat ve miktarlarında beklenilmeyen değişimlere neden olan sapmaların (bozulmaların) ortaya çıkma olasılığı ve tehlikesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bu kavramlar genel olarak finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedirler. Bazı durumlarda ise bu kavramlara atfedilen anlam salt finansal piyasalar ile sınırlı kalmamakta ve ekonominin diğer kesimlerine yansıyan tüm yıkıcı etkileri de kapsamaktadır. Bu bağlamda, iktisat yazınında bazen bu kavramlar finansal kriz kavramı yerinde de kullanılmaktadır. Finansal kriz kavramı ise genel olarak, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerini bozulması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır. Mishkin (2000:3) ise finansal krizi, eksik bilgi kuramından hareketle şöyle tanımlamaktadır: “*Finansal kriz, ters seçim ve*

ahlaki riziko problemlerinin artışı finansal piyasalardaki bir bozulmadır. Finansal piyasalardaki bu bozulma, yatırım fonlarının en üretken yatırım fırsatlarına aktarılmasını etkinsizleştirmektedir”. Dolayısıyla finansal kriz, iktisadi faaliyetlerde önemli bir daralmaya neden olacak şekilde finansal piyasaların fonksiyonlarını etkin şekilde yerine getirmemesi olarak tanımlanmaktadır.

İktisat yazınında çoğu zaman finansal kriz kavramının neyi ifade ettiği ve bu kavramın hangi ekonomik duruma denk geldiği tartışmalıdır. Örneğin Schwartz (1986:11-23) gerçek finansal krizler ile gerçek olmayan finansal krizler arasında ayırım yapmaktadır. Gerçek olmayan finansal krizler, başlangıçta aşırı iyimser beklentilerin belirsizliğe dönüşmesiyle, sadece servet kaybına yol açmaktadır. Schwartz, bu servet kaybının finansal kriz anlamına gelmeyeceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla Schwartz, varlık fiyatlarındaki aşırı düşme ve reel kesimdeki artan iflaslara karşın, bir bankacılık paniğinin veya para arzında ciddi bir azalma potansiyeline sahip olmayan finansal gelişmelerin gerçek finansal kriz olarak dikkate alınmaması gerektiğini ileri sürmektedir. Bu noktadan hareketle, ekonomideki finansal dengesizliklerin tümünün krize neden olacağını söylemek oldukça zordur. Dengesizliklerin ekonomik krize yol açıp açmaması, büyük ölçüde dengesizliklerin giderilmesinde uygulanan politikaların güvenilirliğine ve ülkenin finansal sisteminin sağlıklı işlemesine bağlıdır. Tüm bu faktörler, ekonominin krize duyarlılığını belirlemektedir. Dolayısıyla finansal krizler, ekonomilerin kırılganlık derecesinin artmasına bağlı olarak, ekonomik veya finansal dengesizliklerin bir sonucu olarak ele alınmalıdır.

Finansal kriz kavramının neyi ifade ettiği tartışmalı bir konu olmasına karşın genel olarak dört tür finansal kriz olduğu ileri sürülmektedir (IMF 1998: 74-75): Para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi. Bir paranın değişim değeri üzerindeki spekülasyon saldırısı, paranın değer kaybetmesine veya paranın değer kaybetmesini önlemek için büyük miktarlarda döviz rezervlerinde azalmaya veya faizlerde astronomik düzeylerde yükselmesine neden oluyor ise bu para krizi olarak adlandırılmaktadır. Bankacılık krizi ise fiili veya potansiyel banka başarısızlıklarının, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmesini engellemesi veya hükümetin bu başarısızlığı önleyecek şekilde müdahale etmeye zorlanması durumunda ortaya çıkmaktadır. Sistemik finansal krizler, finansal piyasaların etkin olarak çalışmasını engelleyerek reel ekonomi üzerinde önemli menfi etkilere sahip finansal bozulmalar olarak tanımlanmaktadır. Dış borç krizi ise bir ülkenin dış borcunu ister devlet isterse özel kesim olsun ödeyememesi durumunda ortaya

çıkılmaktadır. Sonuç olarak tüm finansal kriz türlerin ortak özelliği, sürdürülemez ekonomik dengesizliklere ve finansal varlık fiyatlarında (veya döviz kurunda) önemli dalgalanmalara sahip olmasıdır.

Finansal kriz türlerinin ortak yanları dikkate alındığında 1990'lı yıllarda art arda yaşanan finansal krizler, birçok bakımdan benzerlikler göstermesine karşın, çok farklı koşullarda ve hiç beklenmedik dönemlerde patlak vermiştir (Ertürk 2003: 225). Krizler ortaya çıktıkça, yeni olgular gündeme geldikçe, yeni tip kriz modelleriyle en son krizler açıklanmaya çalışılmıştır (Yay, G.Yay ve Yılmaz 2001). Geleneksel finansal kriz kuramları, 1980'li yıllarda, özellikle Latin Amerika ülkelerindeki krizlerin açıklanması amacıyla geliştirilmiş, ulusal iktisat politikaları ile döviz kuru arasındaki tutarsızlıklara vurgu yaparak krizi temellendirmiştir (Krugman 1979). Bu kuram, 1990'lı yılların başında Avrupa para sisteminde yaşanan krizleri açıklamada yetersiz kalmıştır. Bu yeni krizleri açıklamaya çalışan kuramlar, uzun dönemde izlenen sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği konusunda iktisadi aktörlerin olumsuz bekleyişlerinin krize yol açtığını ileri sürmüşlerdir (Obstfeld 1996). Güneydoğu Asya krizini açıklayan kuramlar ise öteki kuramlardan farklı olarak banka ve şirket zararlarına devlet garantisi verilmesine vurgu yapmışlardır (Krugman, 1997). Bu anlayışa göre söz konusu devlet garantisi, hisse senedi fiyatlarının aşırı ölçüde artmasına ve böylece krizin baş göstermesine yol açmıştır. Güneydoğu Asya krizini açıklayan bu yaklaşımın ötekilerden en büyük farkı, aynı zamanda bankacılık krizlerini de açıklamasıdır. Kriz, bankaların yurt dışından borçlanmasıyla başlamış, sermayenin getirisini düşürmüştü¹, bankaların zararlarını arttırmış ve bankaların şirketlere verdiği kredileri geri çağırmasıyla sonuçlanmıştır. Ulusal bankalar, yurtdışı bankalara olan kredi borçlarını ödemek üzere yurtiçi piyasada kullandıkları kredileri toplamaya başlamışlardır. Dışarıya yoğun bir sermaye çıkışının bu olayı izlemesi ise krizi kaçınılmaz kılmıştır. Dolayısıyla krizin temelinde bankacılık ve finans kesiminin sorunlarının, özellikle de bilanço sorunlarının bulunduğu ileri sürülmüştür.

İktisat yazınında finansal krizlerini açıklamaya yönelik geleneksel kriz modelleri yanında Heterodoks kriz yaklaşımları da vardır. Heterodoks kriz yaklaşımlarına göre finansal kriz, kapitalist bir ekonomide finansal istikrarsızlık

¹ Sermayenin getirisinin düşmesi; bankaların aktif (varlık) kalitesinin ve böylece net değerinin düşmesini ifade etmektedir. Buradaki mekanizmayı şöyle ifade edebiliriz: Kriz nedeniyle banka bilançosunun pasif tarafının artan faizler birlikte yükselirken; aktiflerin (kredi, tahvil ve bonoların) getirisinin değişmemesi, banka net değerinin (sermayenin) düşürmektedir.

ve spekülâtif saldırıların doğal bir sonucu olarak görülmektedir (Işık 2004)². Bu yaklaşıma göre, finansman-harcama ilişkisi, kapitalist bir ekonomide istikrarsızlığı artıran bir etken olmanın ötesinde, bizatihi istikrarsızlığın kaynağıdır. Borç birikimi sonucunda ortaya çıkan aşırı borçluluk durumu, bankacılık kesiminde gözlenen finansal kırılganlık, borç deflasyonu, sistemik risk gibi kavramlar bu yaklaşımların temel öğeleridir. İktisadi büyüme dönemlerinde, piyasa aktörlerinin aşırı iyimserlik biçimindeki içgüdüsel davranışları sonucu hızla artan banka kredileri ile finans-dışı sektördeki borç birikimi bankaların kredi riskini ve finansal sistemin kırılganlığını artırmaktadır. Başka bir deyişle, krizin temel nedeni, piyasa aktörlerinin içgüdüsel davranışları sonucunda ortaya çıkan aşırı iyimserlik dalgası ve bunun yol açtığı kredi patlamasıdır.

3. Finansal Kriz Üzerine Yapılan Çalışmalar

Yukarıdaki kriz kuramlarından yola çıkılarak birçok ülke için görgül çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların tümüne yer vermek eldeki makalenin sınırlarını aşmaktadır. Bu nedenle yalnızca birkaçına değinilecektir. Eichengreen ve Bordo (1999)'un 1975-1997 yıllarını kapsayan 21 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, bankacılık sistemi, krizlerin temel nedeni olarak değerlendirilmiştir. Değinilen dönemde, özellikle banka paniği nedeniyle mevduatların bankacılık sisteminden hızla çekilmesi sonucu bankacılık sisteminin kırılganlığı artmıştır. Demirgüç ve Detragiache (1997)'nin yaptığı kesit veri analizinde 65 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi içeren çalışmada Eichengreen ve Bordo (1999) ile benzer sonuçlar elde edilmiştir. Ayrıca bu çalışmada bankacılık sistemindeki yetersiz düzenleme ve denetim ile makro ekonomik dengesizliklerin bankacılık krizindeki önemi vurgulanmıştır.

Kregel (2000: 12) ise 1997 Güneydoğu Asya krizi ile Latin Amerika ülkelerinde 80'li ve 90'lı yıllarda görülen krizlerin nedenlerinin birbirinden farklı olduğunu ileri sürmektedir. Kregel'e göre Latin Amerika ülkelerinde 80'li ve 90'lı yıllarda ortaya çıkan krizlerin temel nedeni aşırı bütçe açıkları ve ödemeler bilançosu sorunlarıdır. Güneydoğu Asya krizi ise büyük ölçüde kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin olumlu konjonktüründe Asya ülkelerinde ortaya çıkan aşırı piyasa iyimserliği risk algılamalarını azaltmış ve bankacılık sisteminde

² Ayrıca bakınız: Akyüz (1998), Arestis ve Glickman (1999), Dymski, (1999), Grabel (2003), Kregel (1998 ve 2000), Kindleberger (1996), Minsky (1982 ve 1986), Alves, Ferrari ve Paula (1999 ve 2000), Paula ve Alves (2000), Sau (2003), Schroeder (2002), Wolfson (2002).

aşırı kredi artışına neden olmuştur. Öte yandan Asya ülkelerinde olumlu beklentilerin tersine dönmesiyle borç-deflasyon süreci yaşanmaya başlanmıştır.

Alves, Ferrari ve Paula (1999-2000)'nın Brezilya için yaptıkları bir çalışmada ise 1998-1999 para krizinin sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu koşullarda hükümetin döviz kurunu savunabilirliği ve dış yükümlülüklerin sürdürülebilirliği üzerindeki güven eksikliğinden kaynaklandığı ileri sürülmektedirler.

Demirgüç ve Detragiache (1997) ve Rossi (1999)'nin yaptıkları çalışmalarda finansal liberalizasyon ile mevduat sigortası uygulamasının bankacılık krizi olasılığını arttırdığı vurgulanmıştır. Yine Arestis-Glickman (1999: 31-34) ve Kregel (1998: 8-9) ise 1997 Güneydoğu Asya krizinde finansal liberalizasyonun finansal sistem üzerine ek baskılar yaratarak krizin derinleşmesine neden olduğunu ileri sürmektedirler.

Lopez-Mejia (1999) ise 1990'lı yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde aşırı sermaye hareketlerinin bankacılık sistemini olumsuz etkileyerek banka kredileri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğuna ve kredi kalitesinin düşmesine neden olduğunu ileri sürmektedir. Sermaye hareketlerine bağlı olarak artan banka kredileri, finansal varlık fiyatlarının yükselmesine bankacılık sisteminin kırılganlığının artmasına neden olmuş ve finansal kriz ortaya çıkmıştır.

Hardy ve Pazarbaşıoğlu (1998) yaptıkları çalışmada çok sayıda makroekonomik değişken kullanarak kredi miktarı, sermaye girişleri ve faiz oranındaki artışın, büyüme oranındaki azalmanın kriz riskini arttırabileceğini ileri sürmüşlerdir.

Gavin ve Hausman (1996)'nın yaptığı analizde borç miktarındaki artışın krizlerin ortaya çıkmasındaki önemini vurgulamışlardır. Buna göre, borç miktarındaki artış Latin Amerika'daki krizlerin temel nedenidir. Daha sonra Kaminsky aynı analizi örneklem büyüklüğünü genişleterek yapmış, bankacılık krizleri ile aşırı kredi genişlemesi arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Bu sonuçlar bankacılık sisteminin kırılgan yapısının krizlerin temel nedenlerinden birisi olduğunu ileri süren görüşleri destekler niteliktedir.

Chang ve Velasco (1998)'nin yaptığı çalışmada ise finansal krizlerin banka paniğinin yan etkisi olduğu ileri sürülmektedir. Chang ve Velasco'ya göre merkez bankası kapalı bir ekonomide en son kredi mercii olarak davranarak bu krizleri önlerken sabit döviz kuru politikası uygulayan açık bir ekonomide uluslararası rezervlerin sınırlı olması nedeniyle krizleri

önleyememektedir. Benzer bir biçimde Sachs ve Radelet (2002) de krizlerin banka paniklerinden kaynaklandığını ileri sürmektedirler. Özellikle Asya krizinde, uluslararası yatırımcıların kendi kendini besleyen kötümser davranışlarının etkisiyle başlayan banka paniği ve finansal kırılganlık, ilgili ülkeleri, hiçbir hatalı politikaları olmadığı halde, krize sürüklemiştir.

Türkiye’de yaşanan finansal krizlerin oluşum üzerinde birçok betimsel ve görgül çalışma yapılmıştır. Türkiye’de yaşanan 1994 krizi üzerinde yapılan ampirik çalışmalar oldukça sınırlı olmasına karşın krizin nedenleri hakkında önemli ip uçları vermektedir. 1994 krizini analiz ettiği çalışmada Özatay (1996), kriz öncesinde bütçe açıkları ile cari açıkların sürdürülemez boyutlara yükselmesi sonucunda hükümetin borçları ödeme gücüyle ilgili güven eksikliğinin krizin temel nedeni olduğunu ileri sürmektedir. Kriz öncesinde kamu borcunun yanlış yönetildiğini vurgulayan bu çalışmada, bütçe açıklarının ucuz finansmanı için yurtiçi faiz oranlarının denge faiz oranları altında tutma çabasının krizi tetikleyen temel faktör olduğunu ileri sürmektedir.

Celasun (1998) ise, Özatay gibi kamu borcunun yanlış yönetimine vurgu yapmanın yanında kriz öncesinde maliye politikasındaki dengesizliğin bir sonucu olarak piyasadaki aşırı likiditenin de 1994 krizin ortaya çıkmasında etkili olduğunu ileri sürmektedir. Benzer şekilde Uçer, Van Rijckeghem ve Yolalan (1998) ise, 1994 krizini incelediği ve çok sayıda makroekonomik değişkeni kullandığı çalışmada, makroekonomik temel göstergelerindeki sistematik kötüleşmenin finansal krizin ortaya çıkmasında önemli rol oynadığını ileri sürmektedir. Sonuç olarak, bu çalışmaların ortak özelliği, 1994 krizinin temel nedeni olarak bütçe açıkları ile dış açıkların sürdürülemez olduğunu vurgulamasıdır.

1994 krizi ile ilgili olarak görgül çalışmalar yanında betimsel çalışmalarda bulunmaktadır (Boratav 1994, Uygur 1994 ve Yeldan 1994). Bu çalışmalar krizi şu mekanizma ile açıklamaktadırlar. 1994 krizinin temel nedeni bütçe açıklarıdır. Yurtiçi tasarruflardaki yetersizliğin yol açtığı bütçe açıkları, finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak, sermaye hareketleriyle giderilmiştir. Bu bağlamda sermaye hareketlerinin bütçe açığı ve dış açık devam ederken gerçekleşmesi, yüksek faiz-düşük kur şeklinde geçici bir denge oluşturmuştur. Bir yandan yüksek faiz-düşük kur politikası, sermaye hareketlerinin girişini hızlandırır iken; diğer yandan da piyasa aktörlerinin uygulanan politikaların güvenilirliği üzerinde artan kuşkuları finansal krizi tetiklemiştir. Sonuç olarak, iktisat yazınında ikiz açık olarak nitelendirilen bütçe açıkları ile dış açıklar Türkiye’de 1994 yılında finansal krize neden olmuştur.

1994 krizinin aksine Kasım 2000-Şubat 2001 finansal krizlerinin oluşumuna ve bankacılık sisteminin kırılganlığının önemine vurgu yapan çok sayıda çalışma bulunmaktadır³. Özatay ve Sak (2002: 25-26) 2000 yılı makroekonomik göstergelerin (yüksek kamu kesini borçlanma gereği, kamu borcunun GSMH'ya oranı, cari açık, enflasyon oranı ve finansal kesimin yükümlülüklerinin döviz rezervlerine oranının yüksek olması ve aşırı değerli döviz kuru) zayıf olmasına karşın, bankacılık sisteminin kırılgan olmaması durumunda Şubat Krizinin ortaya çıkmayacağını ileri sürmektedirler. Özatay ve Sak (2002: 2-8)'a göre Şubat 2001'de yaşanan finansal krizin temel nedeni, yüksek kamu borçlanma gereği ve bunun finansmanındaki yanlışlıklardan kaynaklanan bankacılık sektörünün kırılganlığıdır. Bu çalışmada, Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin bankacılık sektörünün kırılgan yapısından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bankacılık sisteminin artan açık pozisyonları ile kamu bankacılığının artan görev zararları, faiz oranlarının artmasına neden olmuş ve borçların sürdürülebilirliği üzerindeki kuşku arttırmıştır.

Şubat 2001 kriz döneminde IMF'in baş ekonomisti olan Fischer (aktaran Uygur 2001: 20) ise "*cari açığın en önde gelen kriz kaynağı-göstergesi olduğu ve Türkiye'deki Kasım krizine bankacılık kesimi ile birlikte yüksek cari açığın neden olduğunu*" ileri sürmektedir. Karabulut (2002: 160-166) ise Türkiye ekonomisindeki döviz krizlere yönelik olarak 1989-2001 dönemini kapsayan bir çalışmada, resmi reel döviz kuru ile cari döviz kuru arasındaki farkın en yüksek olduğu iki noktada (03-1994 ve 02-2001) finansal krizin çıktığı sonucuna ulaşmıştır. Çalışmanın önemi Türkiye'deki 1994 ve 2001 krizleri için finansal kriz kavramı yerine döviz krizi kavramını kullanmasıdır. Karabulut'a göre döviz krizlerinin temel nedeni, kriz öncesinde döviz kurlarının baskılayan ve böylece paranın aşırı değerlendirilmesine yol açan kur politikalarıdır. Ayrıca döviz krizi olasılığının bütçe açıklarındaki artışlar ile yükseleceği yönündeki görüşüne dayanarak Türkiye ekonomisindeki krizlerin Krugman kuramını doğruladığını ileri sürmektedir. Modelin bir başka yönü ise Türkiye ekonomisindeki krizlerin, öteki gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi dış ticaret temel göstergeleri ile değil, bankacılık sistemi ve bütçe açığı ile açıklanabilir nitelikte görülmesidir. Karabulut Türkiye'deki krizlerin en temel özelliğinin, döviz kurunun baskılanmasıyla ortaya çıkan paradaki aşırı değerlendirilme olduğunu ileri

³ Akyüz ve Boratav 2002, Boratav 2002, Yeldan 2001a, 2001b, 2001c, 2002, Voyvoda ve Yeldan 2002, Alper 2001, Öniş ve Alper 2002, , Yentürk 2001, Celasun 2001, 2002, Ertuğrul ve Selçuk 2002, Uygur 2001, Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu 2001, Özatay ve Sak 2002, Sönmez 2003, Işık ve Togay 2002, Işık 2004, Karabulut 2002, Togan 2001, Ertürk 2003, Çolak, Ardor ve Mengü 2002.

sürmektedir. Togan (2001: 511) ise mali disiplinin bozuk olmasının ve aşırı reel döviz kurunun Nisan 1994 ve Şubat 2001 finansal (döviz) krizlerinin temel nedeni olduğunu ileri sürmektedir.

Akyüz ve Boratav (2002: 39) Şubat 2001 krizinde bankacılık sisteminin kırılganlığının rolünü şöyle açıklamaktadır: “*Türk bankacılık sisteminin yapısını ve zaafının ve de kur-çığı kullanan istikrar-politikalarının dinamiğini bilen herhangi bir kişi, nominal faiz-oranlarında hedeflenen hızlı düşüş gerçekleşirken ortaya çıkacak sorunları ve sermaye akımlarındaki sert dalgalanmaların yaratacağı risklere karşı Türk ekonomisinin ne denli hassas (kırılgan) olduğunu bilmeliydi.*” Uygur (2001: 6) ise Şubat 2001 krizini incelediği bir çalışmada riskli bir bankacılık sisteminin dışarıdan borçlanması ve Merkez Bankasının sterilizasyon yapmaması durumunda yabancı kaynak giriş-çıkışında baş gösterecek bir aksamın, ekonominin para-faiz uyumu yapmasına olanak vermediğini ileri sürerek kırılgan bir bankacılık sisteminin finansal kriz üzerindeki etkisine vurgu yapmaktadır.

Alper (2001: 51-71) ise olumsuz dış faktörler (petrol fiyatlarının, uluslararası faiz oranlarının ve dolar/euro paritesinin artması) ve IMF'nin uygulanan programdaki tasarım yanlışlığının kırılgan bankacılık sistemiyle birleşmesi sonucunda Şubat 2001 krizinin kaçınılmaz olduğunu ileri sürmektedir. Işık (2004) ise bankacılık sisteminin kırılganlığına vurgu yaparak, Türk ekonomisi için dışsal finansal kırılganlık endeksinin⁴ Nisan 1994 ve Şubat 2001 finansal krizleri öncesinde hızla yükseldiğini ve bunun ekonominin dışsal finansal yükümlülüklerini geri ödeme kapasitesiyle ilgili kötümser beklentilere ve böylece finansal krize neden olduğunu ileri sürmektedir.

⁴Bir ekonominin dışsal finansal kırılganlık endeksi (DFKE) aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$DFKE = (\dot{ITH} + \dot{FÖ} + \dot{HÖ} + \dot{KGÖ} + \dot{KVSS}_{.1} + \dot{NPS}_{.1}) / (\dot{İHR} + \dot{FG} + \dot{HG} + \dot{DYY} + \dot{OUVK} + \dot{DR}_{.1})$$

Burada; İTH, ithalat; FÖ, faiz ödemeleri; HÖ, hizmet giderleri; KGÖ, kredi geri ödemeleri; KVSS_{.1}; kısa vadeli sermaye stoku (üç aylık gecikmeyle); NPS_{.1}, net portföy yatırımları (üç aylık gecikmeyle); İHR, ihracat; FG, faiz gelirleri; HG, hizmet gelirleri; DYY, doğrudan yabancı yatırımlar; OUVK, orta ve uzun vadeli krediler; DR_{.1}, toplam döviz rezervler (üç aylık gecikmeyle). Bu endeksin önemi ödemeler bilançosundan hareketle ekonominin genel olarak net döviz pozisyonunun belirlenmesidir (Işık 2004:61).

4. Araştırma Yöntemi ve Araştırma Verileri

4.1. Araştırma Yöntemi: Faktör Analizi

Türkiye’de yaşanan Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinin nedenlerini açıklamak için faktör analizi kullanılması tercih edilmiştir. Bu tercihte, faktör analizi tekniğinin çok sayıda ve bağımlı nitelikte değişkenlerle örülü bir evreni, az sayıda ve bağımsız nitelikte değişkenlerle örülü bir evrene dönüştürerek anlamayı ve açıklamayı kolaylaştırması temel rol oynamıştır (Korkmaz, 2000). Kriz olgusunu açıklamak ve anlamak amacıyla geliştirilmiş çok sayıda kuramı aynı anda sorgulamaya elverişli olması, bu çalışmada faktör analizi tekniğinin seçilmiş olmasının bir başka nedenidir. Tekniğin girdisini oluşturan çok sayıda bağımlı gözlemsel değişken aracılığıyla gene her biri zaman serisi olan, az sayıda ve bağımsız faktörler elde edilmekte, bu da krizi gerçekleştiren kurgusal değişkenleri belirlemeyi kolaylaştırmakta, dolayısıyla da kriz konusundaki geliştirilmiş birçok kuramı aynı anda irdeleme olanağını sunmaktadır. Ayrıca faktör analizi bulguları, zaman serisi ekonometrisi uygulaması için de bir temel oluşturması açısından önemlidir.

Faktör analizinde z_1, z_2, \dots, z_p gibi p sayıda gözlemsel değişken ile F_1, F_2, \dots, F_p gibi yine p sayıda kurgusal değişken arasında, $z_j = a_{j1} \cdot F_1 + a_{j2} \cdot F_2 + \dots + a_{jp} \cdot F_p$ biçiminde doğrusal ilişkiler kurulmaktadır. Burada z 'ler gözlemsel, F 'ler ise kurgusal niteliktedir. Görüldüğü gibi, faktör analizi denklemleri, somut değişkenlerin soyut değişkenler üzerine bir regresyonu olarak anlam kazanmaktadır. p sayıda bağımlı değişken karşılığında gene p sayıda faktör yaratmakta yalınlık bakımından bir kazanç olamayacağından bağımlı değişkenlerle faktörler arasındaki doğrusal ilişki $m < p$ olmak üzere şu biçimde oluşturmaktadır: $z_j = a_{j1} \cdot F_1 + a_{j2} \cdot F_2 + \dots + a_{jm} \cdot F_m + \varepsilon_j$, $j=1, 2, \dots, p$. Faktör analizi tekniğinde faktör sayısını bulmak için -zorunlu olmamakla birlikte- önemli temel bileşenlerin sayısını bulma yoluna gidilebilmektedir. Bu yaklaşımın altında faktör sayısının önemli temel bileşen sayısını geçemeyeceği düşüncesi yatmaktadır. Temel bileşen, belli sayıda bağımlı standart raslantı değişkeninin doğrusal bileşimi olarak dile getirilip kendi aralarında bağımsız olan raslantı değişkenleridir. Bu tanıma göre z_1, z_2, \dots, z_p gibi p sayıda bağımlı standart raslantı değişkeninin doğrusal bileşimi olarak dile getirilen ve kendi aralarında bağımsız olan $\xi_1, \xi_2, \dots, \xi_p$ gibi p sayıda raslantı değişkenine temel bileşen denecektir:

$$\xi_i = t_{i1} \cdot z_1 + t_{i2} \cdot z_2 + \dots + t_{ip} \cdot z_p, \quad i=1, 2, \dots, n.$$

Faktör analizinin araştırma açısından en önemli aşaması, elde edilen faktörlerin adlandırılıp anlamlandırılmasıdır. Faktörler adlandırılıp anlamlandırılırken onlardan yoğun olarak etkilenen gözlemsel değişkenleri göz önünde bulundurmak ve bunları neyin böyle yoğun olarak etkileyeceğini sormak gerekir. Adlandırıp anlamlandırma tamamlandıktan sonra ilgilenilen değişkeni açıklama, artık bir regresyon denklemini yorumlama olarak kendisini ortaya koymaktadır.

4.2. Araştırma Verileri

Türkiye’de Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinin nedenlerini belirleyebilmek için faktör analizinde kullanılan ve 1991:Ç1-2001:Ç1 dönemini kapsayan, toplam 23 değişkene ait üçer aylık veriler (943) Merkez Bankası, DPT ve DİE kaynaklarından elde edilmiştir. Değişkenlerden yalnızca birisi bu çalışmada türetilmiştir. Bu değişken, kriz diye adlandırılan ve aslında açıklanması amaçlanan değişkendir. Bu değişken, büyük devalüasyonların yapıldığı dönemlerde 1 (1994 ve 2001), olağan dönemlerde ise 0 değerini alan bir kukla değişkendir. Krizi açıklama amacıyla değişkenlerin seçiminde finansal krizlerin öncü göstergesi olarak kabul edilen⁵ kamu kesiminin borçlanması, bankacılık sisteminin kırılganlığı, cari işlemler açığı, sermaye hareketleri, faiz oranları, varlık fiyatları ve makroekonomik değişkenler kullanılmıştır. Faktör analizi uygulama sonuçları SPSS (10. 0) paket programı kullanılarak elde edilmiştir. Faktör analizinde kullanılan temel iktisadi değişkenler şunlardır:

⁵ Çalışmada kullanılan değişkenler, 1990’larda gelişmekte olan ülke krizleri konusunda yapılan bir çok araştırmada (Demirgüç ve Detragiache 1997, Kaminsky, Lizondo ve Reinhart 1997) kriz göstergeleri olarak kullanılmaktadır.

Faktör Analizinde Kullanılan Değişkenler

K1	Bütçe Açığı/GSMH
K2	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH
C1	Cari İşlemler Açığı/GSMH
C2	Cari İşlemler Açığı/Merkez Bankası Döviz Rezervleri
C3	Cari İşlemler Açığı/Uluslararası Döviz Rezervleri
L1	M2YR/Merkez Bankası Döviz Rezervleri (M2YR=M2 + Döviz Tevdiat Hesapları + Repo)
L2	M2YR/Uluslararası Döviz Rezervleri
L3	M1YRS/Merkez Bankası Döviz Rezervleri (M1YRS: M1+Vadesiz Döviz Tevdiat Hesapları Mevduatları+Repo+Vadesi Bir Ay Veya Daha Az Olan Yurtiçi Ve Yurt Dışı Döviz Tasarruf Hesapları)
L4	M1YRS/Uluslararası Döviz Rezervleri
L5	Bankacılık Sisteminin Döviz Tevdiat Hesapları/Toplam Mevduatlar
L6	Bankacılık Sisteminin Toplam Kredileri/Uluslararası Döviz Rezervleri
L7	Bankacılık Sisteminin Dış Varlıkları/Dış Yükümlülükleri
L8	Bankacılık Sisteminin Reel Kredi Artış Oranı
L9	M2/Uluslararası Döviz Rezervleri
L10	Bankacılık Sisteminin Toplam Krediler/GSMH
F1	Reel İnterbank Gecelik Faiz Oranları
F2	Hazine Reel Ortalama Bileşik Faiz Oranı
S1	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
S2	Portföy Yatırımları
E1	Ekonominin Reel Büyüme Oranı
E2	İşsizlik Oranı
E3	İMKB 100 Endeksi
D1	Reel Döviz Kur Endeksi

5. Faktör Analizi Sonuçları

5.1. Faktörlerin Adlandırılması

Bu çalışmada faktörler temel bileşenler yöntemine göre çıkartılmış, önemli temel bileşen sayısı Kaiser ölçütüne göre 7 olarak belirlenmiştir. Temel bileşenler, Tablo 1’de de görüleceği gibi varyansı 1’den büyük olanlardır. Faktör sayısının da temel bileşen sayısı kadar olacağı kabul edilerek 7 faktör elde edilmiştir. Faktör analizi sonuçlarına göre (Tablo 2) faktörler şöyle adlandırılmıştır (Tablo 2’de mutlak değer olarak 0,30’in üstünde olan yüklemeler gösterilmiştir; bunun nedeni, birer korelasyonu gösteren

yüklemelerin ancak bu değeri aştıktan sonra, %95 güven aralığı dikkate alındığında, istatistiksel olarak önemli sayılabilmektedir).

Tablo 1: Faktörlerin Özdeğerleri ve Varyans Açıklama Yüzdeleri

Temel Bileşen	Özdeğerler (Temel Bileşen Varyansları)	Yüzde	Birikimli Yüzde	Döndürme Sonrasında Yükleme Karelerinin Toplamı	Yüzde	Birikimli Yüzde
1	6,02	25,08	25,08	5,36	22,34	22,34
2	4,21	17,54	42,62	3,61	15,05	37,38
3	3,81	15,86	58,48	3,49	14,56	51,94
4	2,32	9,68	68,16	3,25	13,55	65,50
5	1,65	6,89	75,04	1,97	8,23	73,72
6	1,34	5,57	80,61	1,55	6,46	80,18
7	1,06	4,41	85,02	1,16	4,84	85,02
8	0,82	3,42	88,44			
9	0,66	2,75	91,19			
10	0,50	2,10	93,29			
11	0,38	1,60	94,88			
12	0,30	1,23	96,12			
13	0,24	0,98	97,10			
14	0,22	0,92	98,02			
15	0,16	0,65	98,67			
16	0,14	0,57	99,23			
17	0,06	0,24	99,47			
18	0,05	0,20	99,67			
19	0,03	0,14	99,81			
20	0,02	0,09	99,89			
21	0,01	0,06	99,95			
22	0,01	0,03	99,98			
23	0,00	0,02	100,00			
24	0,00	0,00	100,00			

Tablo 2: Döndürülmüş Yükleme Matrisi (Çıkartma Yöntemi: Temel Bileşenler Analizi. Döndürme Yöntemi: Varimax)

Gözlemsel Değişkenler	Faktör 1	Faktör 2	Faktör 3	Faktör 4	Faktör 5	Faktör 6	Faktör 7
L1	0,953						
L3	0,926						
L6	0,867			-0,346			
L7	-0,846						
L9	0,717			-0,585			
E2	0,666				0,442		
C3		0,959					
C2		0,924					
C1		0,769	-0,353				
E1		-0,665			-0,552		
L4			0,87				
L10			0,776				
K1			0,693		0,579		
L2	0,508		0,656	-0,447			
F2			0,589	0,323	0,385		0,438
F1			0,586			-0,474	
L5	-0,336			0,841			
D1				0,814			
KRIZ	0,424		0,345	0,741			
K2					0,886		
S1						0,849	
S2						0,668	-0,338
E3	-0,366						-0,603
L8		-0,422		-0,476			0,496

Birinci faktör, **bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi** olarak adlandırılmıştır. Bu adlandırmanın nedeni, söz konusu faktörün, bankacılık sisteminin kısa vadeli likit yükümlülükleri ile döviz rezervleri arasındaki ilişkiyi gösteren değişkenleri (L1, L3, L6, L7, L9) yoğun olarak etkilemesidir. Söz konusu L1, L3, L6, L9 değişkenlerindeki artış ve L7 değişkenindeki azalış uluslararası likidite sorununu göstermesi nedeniyle iktisat yazınında bankacılık sisteminin kırılganlığındaki artış olarak algılanmaktadır.

İkinci faktör, tamamıyla cari işlemler açığının GSMH'a ve döviz rezervlerine oranıyla ilişkisini gösteren değişkenleri (C3, C2, C1, E1) etkilediği için **cari işlem açığının sürdürülemezliği** olarak adlandırılmıştır. TL'nin aşırı

değerlenmesi, bir yandan cari işlemler açığı/döviz rezervlerine oranını arttırırken, öte yandan da cari işlemler açığı/GSMH oranını yükselttiği için bu adlandırmanın yerinde olduğu kabul edilebilir.

Üçüncü faktör, bankacılık sistemiyle ilgili değişkenleri (L4, L2, L10), bütçe açığının GSMH'ya oranını (K1) ve reel faiz oranlarını (F1, F2) etkileyen çok geniş kapsamlı bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Bu faktör, etkilediği değişkenler dikkate alınarak, **yükselen konjonktür döneminde ekonomide yaşanan genişleme eğilimi** olarak adlandırılmıştır. Ekonomik konjonktürün yükseldiği dönemde, bir yandan bankacılık sisteminin likit yükümlülükler/döviz rezervleri oran ile toplam krediler/GSMH oranının artması, öte yandan bütçe açıkları/GSMH oranı ile reel faiz oranlarının yükselmesi, ekonominin genişlediğini ve genel talebin arttığını göstermektedir. Bu da yapılan adlandırmanın geçerliliğini göstermektedir.

Dördüncü faktör **para ikamesi** olarak adlandırılmıştır. Bunun nedeni, söz konusu faktörün döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki oranını (L5) ve reel döviz kur endeksi (D1) yoğun olarak etkilemesidir. Çünkü reel döviz kurundaki hızlı yükselme ve döviz tevdiat hesapları/toplam mevduat oranındaki çok ciddi artışlar, ekonomik karara birimlerinin döviz kurlarında değişim beklentisinin sürdürülüp sürdürülemeyeceği konusundaki kuşkuları arttırmaktadır. Bu durum iktisadi karar birimlerinin devalüasyon beklentisine girdiklerini ortaya koymaktadır.

Beşinci faktör, çok açık bir biçimde, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranının (K2) arttırmasını ve dolayısıyla kamu kesimi açıklarının sürdürülemez duruma gelmesini yansıttığı için **popülist politikalar** olarak adlandırılmıştır.

Altıncı faktörü ise çok kısa vadeli sermaye hareketleri (S1) ile portföy yatırımlarını (S2) içermesi nedeniyle **faiz arbitrajı** olarak adlandırılmıştır. Çünkü kuramsal olarak uluslararası faiz oranları ile yurtiçi faiz oranları arasındaki farklılıklar büyük ölçüde kısa vadeli sermaye hareketlerine neden olmaktadır. Bu nedenle adlandırmanın yerinde olduğu kabul edilebilir.

Yedinci faktör, hazine reel ortalama bileşik faiz oranı (F2) ve reel kredi artışı (L8) ile eş-yönlü ve yabancı portföy yatırımları (S2) ve İMKB 100 endeksi (E3) ile karşıt-yönlü ilişkili olması nedeniyle **kamu borçlarının çevrilebilirliğindeki güçlük** olarak adlandırılmıştır. Özellikle hane halkının TL'nin aşırı değerlendiği ve cari açıkların hızla yükseldiği dönemlerde uygulanan ekonomik programla kamu borçlarının sürdürülebilirliğiyle ilgili

kuşkuuları borsa endeksinin düşmesine, sermaye hareketlerinin tersine dönmesine ve faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur.

5.2. Krizin Açıklanması

Faktör analizi sonuçlarına göre Tablo 2’den kriz denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir:

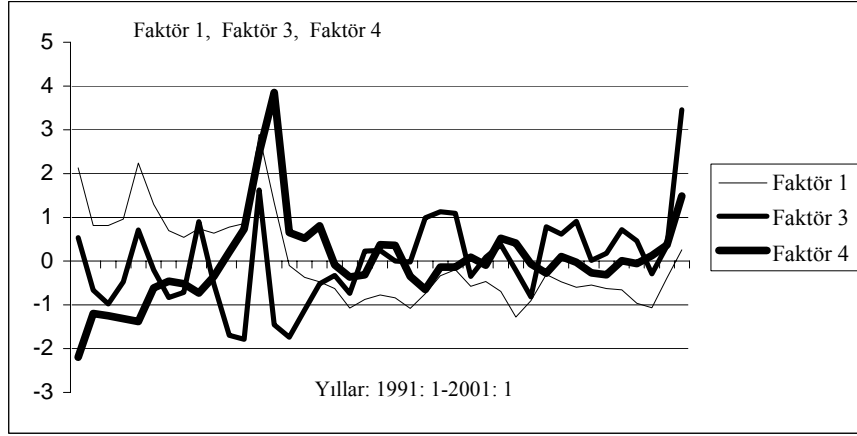
$$KRİZ=0,424 \cdot F_1+0,345 \cdot F_3+0,741 \cdot F_4$$

Bu denklem, görüldüğü gibi, somut bir değişkenin soyut değişkenlere bağıllığını gösteren bir regresyon denklemidir. Faktör analizi sonuçları Türkiye’de Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinin altında yatan temel faktörler, ağırlıklarına göre para ikamesi (dördüncü faktör), bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi (birinci faktör), yükselen konjonktür olarak sıralanabilir (üçüncü faktör). Bu üç temel faktörün dönem içindeki gelişimini gösteren 1 nolu grafik incelendiğinde her iki finansal krizin ortaya çıktığı aylarda öteki dönemlerin aksine her üç faktörde birlikte çok hızlı bir yükselme gözlemlenmektedir. Türkiye ekonomisinde her iki kriz öncesinde para ikamesinin hızlanması, bankacılık sisteminde açık pozisyon eğiliminin artması ve yükselen konjonktürle gelen talep patlaması ortaya çıkmış ve böylece kriz kaçınılmaz olmuştur. Tam finansal liberalizasyonun olduğu bir ekonomide aşırı iyimserliğin yol açtığı hızlı talep artışı ve ekonomik büyüme kendi içinde istikrarsızlığı ve kırılganlığı besleyip büyümektedir. Ekonomik konjonktürün yükselme döneminde bazı makroekonomik göstergeler dışında her şey iyi giderken gerek bankacılık sisteminin, gerek özel sektörün ortaya çıkabilecek riskleri yeterince iyi algılayamaması, ekonomiyi, olası şoklara (petrol fiyatlarının artması, dış faiz oranlarının artması, hassas koalisyon yapısı gibi) karşı kırılgan bir duruma getirmiştir. Yükselen ekonomik konjonktür ve bankacılık sisteminde artan açık pozisyon eğilimi sonucunda istikrarsız hale gelen Türk ekonomisinde kötümser bekleyişlerle ivmelenen para ikamesi krizi tetiklemiştir.

1990-2001 döneminin genelinde uygulanan popülist politikalar nedeniyle devletin mali disiplininin sağlanamaması olağan bir durum iken özellikle Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde kamu kesimi açıklarının GSMH’ya oranının sırasıyla %12 ve %12.5 gibi oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşmesi yükselen konjonktürle gelen talep patlamasını göstermekteydi⁶. Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizi öncesinde talep patlamasıyla ilgili öteki

⁶ Özellikle Şubat 2001 kriz öncesinde kamu kesimi açıkları yanında yaklaşık 20 milyar \$ tahmin edilen kamu bankalarının görev zararları adete krizin habercisiydi.

göstergeler TL'nin dolar karşısında aşırı değerlenmesi sonucu cari işlemler açıklarındaki hızlı artıştır. Böylece cari açıkların hem merkez bankasının, hem de bankacılık sisteminin döviz rezervlerine oranı yükselmiştir. Öte yandan, cari işlemler açığının GSMH'ya oranı her iki kriz döneminde de oldukça yüksek seyretmiştir.



Grafik 1: Krizi Tetikleyen Faktörlerin Gelişimi

Başta kamu kesimi olmak üzere ekonominin genelinde ortaya çıkan talep artışı uygulanan yüksek faiz-sabit döviz kuru politikası sonucunda bankacılık sisteminin kısa vadeli döviz cinsinden borçlanıp, uzun vadeli ulusal para cinsinden kredi vermesine neden olmuştur. Bankacılık sistemi, büyüyen bir ekonomide bir yandan bütçe açıklarını finanse ederken; öte yandan da başta tüketici kredileri olmak üzere reel kesimden gelen kredi taleplerini karşılamıştır. Başka bir deyişle, bankacılık sistemi, toplam talebi kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleriyle finanse etmiştir⁷.

⁷Artan bütçe açıklarının finansmanında Nisan 1994 krizi ile Şubat 2001 krizi arasında bir ayırım yapmak gerekmektedir. Nisan 1994 krizi öncesinde bütçe açıkları büyük ölçüde merkez bankası kaynaklarından finanse edilirken; Şubat 2001 öncesi dönemde bütçe açıkları iç borçlanma yoluyla kapatılmıştır. Şubat 2001 krizinden önce ise artan bütçe açıkları bankacılık sisteminin ucuza sağladığı kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleriyle finanse edilmiştir.

Bankacılık sisteminin açık pozisyon eğiliminin bir sonucu olarak aşırı borçlanmanın etkisiyle açık pozisyonların⁸ ve likit yükümlülüklerin döviz rezervlerine oranı hızla artmıştır. Özellikle bankacılık sisteminin uluslararası likidite sorununu ve kırılganlığını gösteren likit yükümlülükleri/döviz rezervleri oranı, döviz varlıkları/döviz yükümlülükleri oranı ve toplam kredileri/döviz rezervleri oranı kriz dönemleri öncesi hızla yükselmiştir. Dolayısıyla finansal krizlerin öncü göstergesi olarak kabul edilen bankacılık sisteminin kırılganlığı döviz riskini ve böylece geleneksel kuramlarda ileri sürüldüğü gibi kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkma olasılığını arttırmıştır. Bir başka anlatımla, açık pozisyon eğilimi nedeniyle bankacılık sisteminin kısa vadeli spekülasyon sermaye geri dönüşlerine olan duyarlılığı, iki kriz döneminde de yükselmiştir⁹. Finansal krizler öncesinde uygulanan gerçekçi olmayan döviz kur politikalarına dayanan bir ekonomik çevrede, bankacılık sisteminde ortaya çıkan aşırı iyimserlik, yetersiz denetim, kısa vadeli likit yükümlülüklerinin artması (vade uyumsuzluğu), kamu kesiminin finansman yöntemi, finansal yapının çarpıklığı (kamu bankacılığı görev zararları, holding bankacılığı, öz sermaye yetersizliği) ve mevduat sigorta uygulaması finansal krize zemin hazırlamıştır. Sonuçta, bankacılık sisteminin kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yurt içinde uzun vadeli ulusal para cinsinden krediye dönüştürmesi, yükselen ekonomik konjonktürü finanse etmiş ise de, bu yolla ortaya çıkan finansal kırılganlık finansal kriz riskini yükselmiştir.

Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde kamu kesiminin bütçe açıkları ve bankacılık sisteminin kırılgan yapısı özellikle hane halkının uygulanan politikalara güvensizliği nedeniyle para ikamesini arttırmıştır. Nisan 1994 krizinde hükümetin faiz oranlarını baskı altında tutması ve hükümet borçlarının vade yapısını değiştirme girişimi ekonomide likiditeyi yükselterek piyasalarda devalüasyon beklentisini ve böylece döviz talebini arttırmıştır. Bütçe açıklarını ucuzla finanse etmek için faiz oranlarını baskılayıcı politikaları piyasalarda güven bunalımı yaratmış ve böylece faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Şubat 2001 krizi öncesinde ekonominin temel makroekonomik değişkenlerine bakıldığında faiz oranı, borsa ve iktisadi büyüme olumlu gelişme gösterirken; enflasyonun beklenildiği gibi düşük gerçekleşmemesi, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının artması ve bütçe dengesinin bozulması döviz kurunu çıpa olarak alan programın sürdürülebilirliği

⁸Bankacılık sistemindeki açık pozisyonun yaklaşık olarak 17 milyar \$ olduğu tahmin edilmektedir.

⁹1993-94 döneminde net sermaye akımlarındaki geri dönüş yaklaşık 19 milyar \$ olarak gerçekleşirken; Ocak-Ekim 2000'de net sermaye akımları 12.4 milyar \$ ve Kasım 2000-Eylül 2001'de -13.6 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir

konusunda ciddi kuşkular oluşturmuştur. Sonuç olarak her iki krizden önce döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve halkın döviz tevdiat hesaplarını sürekli olarak arttırması, uygulanan programların sürdürülebilirliğini olanaksız duruma getirmiş ve bu süreçten de kriz doğmuştur.

6. Sonuç

Faktör analizi sonuçları, Türkiye’de Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinin para ikamesi, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ve yükselen konjonktürle gelen talep patlamasının bir sonucu olarak ortaya çıktığını göstermektedir. 1990-2001 döneminde popülist politikaların yol açtığı talep artışı, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimiyle birleşince aşırı spekülasyon sermaye hareketlerine dayanan istikrarsız bir iktisadi büyüme ortaya çıkmıştır. Öte yandan iktisadi büyümeyi finanse edenler ile hane halkının uygulanan politikaların sürdürülebilirliğiyle ilgili güvensizliği bankacılık sisteminin kırılganlığıyla birleşince para ikamesini hızlandırmış ve finansal krizi tetiklemiştir. Türkiye ekonomisinde 90’lı yıllarda makroekonomik yapısal sorunlar hep var olmasına karşın krizlerin özellikle Nisan 1994 ve Şubat 2001’de ortaya çıkmasında rol oynayan faktörlerin (yükselen ekonomik konjonktür, bankacılık sisteminin kırılganlığı ve para ikamesi) sabit (veya baskılanan) döviz kuruna dayalı politikaların uygulandığı bir ekonomik çevrede ortaya çıktığı gerçeği kendisini belirginlikle ortaya koymaktadır. Sonuç olarak Türkiye’de krizler, öteki ülkeler için yapılan görgül çalışmalarda da vurgulandığı gibi, yükselen ekonomik konjonktürde kısa vadeli spekülasyon borçlanmaya dayanan bankacılık sisteminin kırılgan yapısı ve uygulanan iktisat politikalarına güvensizlikten kaynaklanan para ikamesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu da demektir ki, hızlı ekonomik büyüme ve kırılgan bankacılık sistemiyle istikrarsız hale gelen Türk ekonomisi, bekleyişlerdeki en küçük bir kötüleşmeyle finansal bir krizin içine yuvarlanmaktadır.

FINANCIAL CRISES IN THE TURKISH ECONOMY:A FACTOR ANALYSIS APPLICATION

ABSTRACT

In this study we had examined basic reasons of financial crises of April 1994 and February 2001 in Turkey. We obtained three factor explainig of crises in Turkey with applied factor analysis technique. These factors called currency substitution, open position propensity of banking system and rising conjecture.

KAYNAKÇA

- AKYÜZ, Y. (1998), “The East Asian Financial Crisis: Back to the Future”, January 1998, <http://www.unctad.org/en/pub/prasia98.htm>.
- AKYÜZ, Y. ve Boratav, K. (2002), “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, *İktisat/ İşletme ve Finans*: 15-45.
- ALPER, E. (2001), “The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong”, *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 37, No. 6: 51-71.
- ALVES, A. J, Fernando Ferrari ve Luiz-Paula, F. R. (1999-2000), “The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson’s Proposal to Reform the International Monetary System”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 22, 2: 207-225.
- ARESTIS, P. -Glickman, M. (1999), “Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way”, *Working Paper*, No. 22 December, Department of Economics.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, (2001), *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler*, Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Haziran 2001.
- BORATAV, K. (1994), “Ekonomik Özgürlükler, Güven ve Reform Süreci”, *İktisat/İşletme ve Finans*, 9, 100: 22-30.
- BORATAV, K. (2002), “2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”, *Mülkiye Birliği Dergisi*, Cilt: XXV, Sayı: 230: 207-220.
- CELASUN, M. (2001), “Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı ve Finansal Krizler”, *Doğu Batı* 4 (17) : 161-180.
- CELASUN, M. (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, *Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum* (Ed. A. Dikmen). *Türk Sosyal Bilimler Derneği*, İmge Yayınları, Ankara.
- CELASUN, O. (1998), “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, Policy Research *Working Paper*, 1913, April.

- CHANG R. ve Andres VELASCO (1998), “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model” *NBER Working Paper Series*, 6606.
- ÇOLAK, Ö, Ardor, H. N. ve Mengü, T. (2001), “Finansal Kriz ve Bankalar: Türkiye’de 2000 ve 2001 Krizleri Örneği”, *Yeni Türkiye Dergisi*, Cilt: 7, sayı: 41:701-712.
- DAVIS, E.P. (1992), *Debt, Financial Fragility, and Sistemic Risk*, Clarendon Press-Oxford.
- DEMİRGÜÇ, Aslı ve Detragiache Enrica (1997), “The Determinants of Banking Crises: Evidence From Developed and Developing Countries”, *IMF Working Papers*, 4325:1-25.
- DYMSKI, G. A (1999), “Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia: A Spatialized Minsky Apporach”, *Research Paper*, University of California, Riverside, Dep. Of Economics, April.
- EICHENGREEN B. ve M.BORDO (1999), “Is Our Current International Economic Environment nusually Crisis Prone?”
www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/1999/BordoEichengreen.pdf
- ERTUĞRUL, A. ve Selçuk, F. (2002), “Turkish Economy: 1980-2001”, *Inflation and Disinflation in Turkey* (Ed. A. Kibritçioğlu, L. Rittenberg ve F. Selçuk), Ashgate Publishing Limited, England: 13-40.
- ERTÜRK K. (2003), “Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar”, *İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, Oktay Türel’e Armağan* (Ed. A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan). İletişim Yayınları.
- GAVIN, Michael ve R. Hausman (1996), “The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context” *Banking Crises in Latin America* R.Hausman and L.R.Saures (ed.):27-63.
- GRABEL (2003), “Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Intergration in Emenging Economics”, *Cambridge Journal of Economics*, 27, 317-336.
- HARDY, D. and C. Pazarbaşıoğlu, (1998), “Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?”, *IMF Working Paper*, 98/11.

- IMF (1998), *World Economic Outlook*.
- IŞIK, S. ve Togay, S. (2002), “Para Kriz Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler”, *İktisat/İşletme ve Finans*, Şubat 2002 sayısı: 311-54.
- IŞIK, S. (2004), “Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye’de Finansal Krizlere (1990-2001) Uygulanması” *İktisat/İşletme ve Finans*, 218, Mayıs: 51-77.
- KAMINSKY, G., S.Lizondo ve C.Reinhart (1997), “Leading Indicators of Currency Crises” *IMF Staff Papers*, 45 (1), 1-48.
- KARABULUT G. (2002), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, yayın no 328, İstanbul.
- KINDLEBERGER C. (1996), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley&Sons. Inc. New York. Third Edition.
- KORKMAZ, A. (2000), *Ceza Yargılama Sürecinde Son Soruşturma Dönemi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, İstatistik Bölümü, Ankara.
- KREGEL, J. (1998), “Yes, “It” Did Happen Again-A Minsky Crisis Happened in Asia”, *Levy Institute: Conference Proceedings: 8th Annual Hyman P. Minsky Conference of Financial Structure (The Fragility of The International Financial System: Options for Policy) Working Papers* 234.
- KREGEL, J. (2000), “The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility”, *Working Paper* 294, Levy Institute.
- KRUGMAN, P. (1979), “A Model of Balance- of- Payments Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11 (August) : 311-25.
- KRUGMAN, P. (1997), “Currency Crises” <http://web.mit.edu/krugman/www/>
- LOPEZ-M. (1999), “Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses”, *Finance and Development*, vol 36 (3), September.
- MINSKY, H. (1982), *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York: M. E. Sharpe.

- MINSKY, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.
- MISHKIN, F. (2000), "Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Papers*, September.
- OBSTFELD, M. (1996), "Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features" *European Economic Review*, 40.
- ÖNİŞ , Ziya ve Alper, Emre (2002), "Emerging market Crises and the IMF: Rethinking the role of the IMF in the Light of the 2000-2001 Financial Crises in Turkey" *VI. ODTÜ İktisat Konferansına Sunulan Tebliğ* , Eylül 11-15, Ankara.
- ÖZATAY, Fatih (1996), "The Lessons from the 1994 Crisis in Turkey:Public Debt (Mis) Management and Confidence Crisis", *Yapı Kredi Economic Review*, 7, 1, June.
- ÖZATAY ve SAK (2002), "The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey", *Brookings Trade Forum 2002* için sunulan makale.
- PAULA, L. F. R. ve Alves, A. J. (2000), "Enternal Financial Fragility and The 1998-1999 Brazilian Currency Crisis", *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 2000, Vol. 22, No. 4: 589-613.
- ROSSI, Marco (1999), "Financial Fragility and Economic Performance in Developing Countries." *IMF Working Paper 99/66*.
- SACHS, J. ve Radelet S., (2002), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *Currency Crises* (Ed. P. Krugman), NBER, Chicago.
- SAU, L. (2003), "Banking, Information, and Financial Instability in Asia", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 2003, Vol. 25, No. 3: 493-513.
- SCHROEDER, S. K. (2002), "A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries", *CEPA Working Paper 2002-9*, New School University.
- SCHWARTZ, A.C. (1986), "Real and Pseudo-Financial Crises", *Financial Crises and The World Banking System*, (ed. F.Capie-G.E.Wood), MacMillan.

- SÖNMEZ, S. (2003), “Türk İktisat Politikalarındaki ‘Çıpa: Dış Borçlanma’”, *İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, Oktay Türel’e Armağan* (Ed. A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan). İletişim Yayınları.
- TOGAN Sübidey (2001), “Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine” *Yeni Türkiye*, Cilt: 7, sayı: 41:511-517.
- UÇER, M., R. Van Rijckeghem ve R. Yolalan (1998), “Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey” *Yapı Kredi Economic Review*, 9, 2, December.
- UYGUR, E.(1994), “Türkiye’de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği”, *İktisat/İşletme ve Finans*, 9, 100:42-54.
- UYGUR, E. (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, Nisan: 1-36.
- VOYVODA E. ve Yeldan, E. (2002), “Beyond Crisis Adjustment: Investigation of Fiscal Policy Alternatives in an OLG Model of Endogenous Growth for Turkey”, *VI. ODTÜ Konferansında sunulan makale*, Eylül, Ankara.
- WOLFSON, M. H. (2002), “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context”, *Journal of Economic Issues*, June.
- YAY, T., G.G.Yay ve E.Yılmaz (2001), *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2001-47.
- YELDAN, E. (1994), “Kamu-Finans Krizinin Ardındaki Etkenlerin Bölüşüm Göstergeleri Açısından İrdelenmesi”, *İktisat/İşletme ve Finans*, 9, 100:56-73.
- YELDAN, E. (2001a), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, Araştırma-İnceleme Dizisi 109, İstanbul.
- YELDAN, E. (2001b), “Birinci Yılında 2000 Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”, *Mülkiye Birliği Dergisi*, Şubat sayısı.

- YELDAN, E. (2001c), “Türkiye Ekonomisinde Krizin Yapısal Dayanakları Ya Da Kriz Sürecini Bölüşüm Eksenine Oturtmak Üzerine Temel Değerlendirmeler”, *Birikim*, Nisan sayısı.
- YELDAN, Erinç (2002), “On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or a Recipe for Impoverishment and Financial Chaos?” N. Balkan (ed) *The Ravages of Neo-Liberalism: Economy, Society and Gender in Turkey*, New York: Nova Science Pub.
- YENTÜRK, N. (2001), “Türkiye Ekonomisinin Son 20 Yılı: Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık”, *Foreign Policy*, Temmuz/Ağustos: 28-43.