ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Cömert, Hasan; Çolak, Selman

Working Paper

Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Kriz Sırası ve Sonrasındaki Trendleri Açıklamakta "Güvenli Liman Faktörü" ve Finansal Şokların Boyutunun Önemi: Türkiye Örneği

Discussion Paper, No. 2013/10

Provided in Cooperation with:
Turkish Economic Association, Ankara

Suggested Citation: Cömert, Hasan; Çolak, Selman (2013) : Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Kriz Sırası ve Sonrasındaki Trendleri Açıklamakta "Güvenli Liman Faktörü" ve Finansal Şokların Boyutunun Önemi: Türkiye Örneği, Discussion Paper, No. 2013/10, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/130114

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU

TARTIŞMA METNİ 2013/10
http ://www.tek.org.tr

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEKİ KRİZ SIRASI VE SONRASINDAKİ TRENDLERİ AÇIKLAMAKTA "GÜVENLİ LİMAN FAKTÖRÜ" VE FİNANSAL ŞOKLARIN BOYUTUNUN ÖNEMİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Hasan Cömert, Selman Çolak

Temmuz, 2013

Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Kriz Sırası ve Sonrasındaki Trendleri Açıklamakta "Güvenli Liman Faktörü" ve Finansal Şokların Boyutunun Önemi: Türkiye Örneği

Temmuz 2013

Hasan Cömert,
ODTÜ İktisat
hcomert@metu.edu.tr
Selman Çolak
ODTÜ İktisat
scolak@metu.edu.tr

Özet

2008 krizinde Türkiye gibi bazı gelişmekte olan ekonomiler ciddi manada sarsılsalar bile genel itibariyle gelişmekte olan ülkeler krizi gelişmiş ülkelerden daha az zararla atlatmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin hemen hemen hiç birisi finansal bir çöküş yaşamamıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin özellikle finansal bir çöküş yaşamamasının arkasında yatan nedenler nelerdir?. Bu makale gelişmekte olan ülkelerin dünya krizinden görece olarak daha az etkilenmiş ve finansal bir çöküşle karşılaşmamış olmaları yaşadıkları finansal şokların önceki dönemlerdeki şoklara göre daha küçük olmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda bu ülkelerin finansal sistemi kriz sırasında test edilmiş değildir. Gelişmekte olan ülkelerin daha düşük çaplı bir şok yaşamış olması gelişmiş olan ülkelerin kriz sırasında güvenli liman işlevini tam olarak yerine getirememesiyle ilgilidir. Özellikle merkez ülkelerindeki getiriler artmaya ve merkez ülkeler güvenli liman rolünü yerine getirmeye başlarsa Türkiye ekonomisi ve gelişmekte olan ülkeler iç ve dış kaynaklı nedenlerle beklentilerdeki ciddi değişimlere bağlı olarak daha büyük şoklarla karşılaşabilir. Bu da Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerin daha önceki dönemlerdekine benzer krizleri yaşamasına sebep olabilir

Anahtar Kelimeler: Gelişmekte Olan Ülkeler, Türkiye Ekonomisi, Finansal Krizler, Güvenli Liman, Sermaye Hareketleri
JEL Kodu: G01, G15, E50, F32

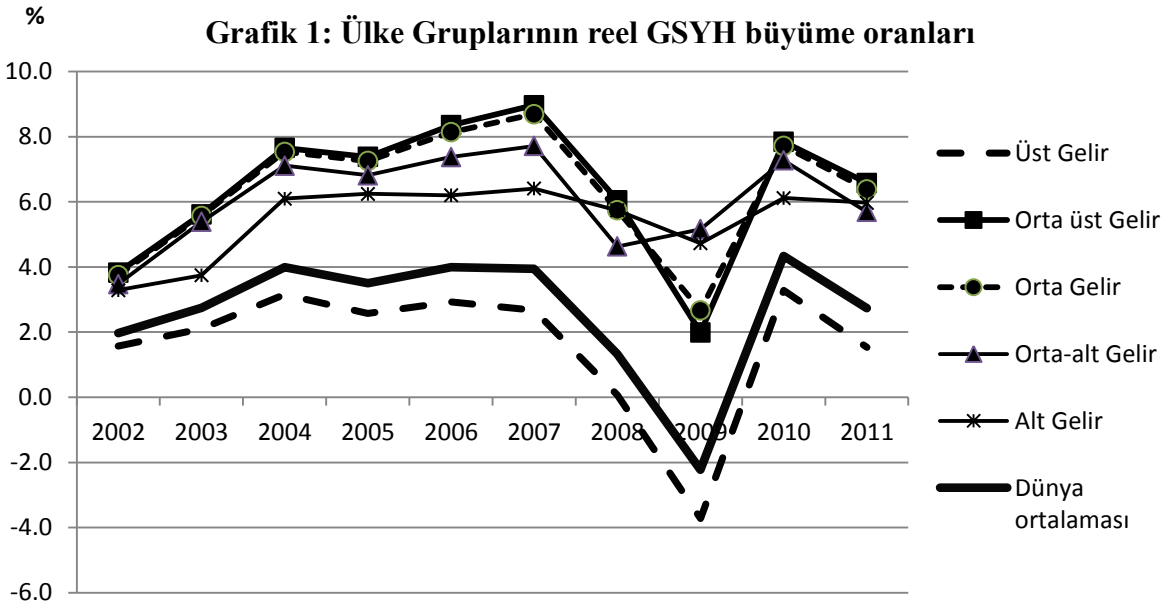
1. Giriş

Gelişmekte olan ülkelerin geçmişi, acı finansal kriz tecrübeleriyle doludur. 1990'larda yoğunlaşan ve ardı arkası kesilmeyen bu krizlerin sonuncularını 2001 yılında Türkiye'de ve 2002 yılında Arjantin'de görmekteyiz. Fakat 2002 yılındaki bu tecrübelerden sonra gelişmekte olan ekonomiler finansal olarak istikrara kavuşmuş gibi gözükmüş ve 2008 global krizine kadar geçmişteki krizlere benzer bir yıkımla karşılaşmamışlardır. 2008 krizinde ise bazı gelişmekte olan ekonomiler ciddi manada sarsılsalar bile genel itibariyle gelişmekte olan ülkeler krizi gelişmiş ülkelerden daha az zararla atlatmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin hemen hemen hiç

birisi finansal bir çöküş yaşamamıştır. Ayrıca, orta ve alt gelir grubundaki ülkeler ortalama olarak bir küçülme yaşamamış ve büyüme performansları dünya ortalamasının ve üst gelir seviyesindeki ülkelerin çok üzerinde seyretmiştir[1] (Grafik 1). Gelişmekte olan ülkelerin krizden çıkışları da daha hızlı gerçekleşmiştir. Bunlara ek olarak, gelişmekte olan ülkeler 1980 ve 1990 lardaki kendi geçmiş krizleriyle kıyaslandığında, bu son krizde oldukça iyi bir performans sergilemişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerin özellikle finansal bir çöküş yaşamamasının arkasında yatan nedenler nelerdir?. İktisat yazınında bu konu oldukça fazla tartışılmış ve birbirinden farklı görüşler ortaya atılmıştır. Literatürde gelişmekte olan ülkelerin görece başarılı performansı, cari açık sorunlarını büyük ölçüde çözmelerine, yüksek rezerv biriktirmelerine ve dalgalı kur rejimi uygulama temelli olan finansal istikrar politikalarına atfedilmektedir. Obstfeld (2009) gelişmekte olan ekonomilerin, 2000'li yıllarda cari açık sorunlarını büyük ölçüde aşmaları sonucu sermaye akımlarındaki olası geri dönüşlere karşı daha dirençli olduğunu vurgulamaktadır. Ammer, Cai ve Scotti (2009) de dalgalı kur rejimi uygulamasının ve çoğunlukla cari açık problemlerinin olmaması sonucunda gelişmekte olan ekonomilerin küresel krizde geçmişteki krizlerie göre daha iyi bir performans sergilediğini savunmaktadır. Jeanne (2007) 2000'lerde gelişen piyasaların uyguladığı yüksek rezerv politikası sonucunda bu piyasaların ödemeler dengesi şoklarına karşı çok daha dirençli olduğunu iddia etmektedir. 2010 IMF raporu gelişmekte olan ekonomilerin küresel krizi daha az zararla atlatmasının sebeplerinden biri olarak yüksek rezerv politikasını göstermektedir. Berkmen, Gelos, Rennhack, ve Walsh (2011) küresel krizde dalgalı kur rejiminin gelişmekte olan ekonomilerin karşılaştığı şokları dağıttığını ve Tsangerides (2010) de döviz kurunda daha çok serbestiyet uygulayan ekonomilerin krizden daha sağlam çıktığını vurgulamaktadır.

[1] Gelişmekte olan ülkelerin kriz sırasında gelişmiş olan ülkelere göre daha iyi bir performans sergilediğini bunun dışında birçok makro değişkene bakarak da gözlemleyebiliriz (Eichengreen, 2010; Didier, Hevia and Schmuckler, 2011).



Kaynak: World Development Indicators (WDI)

Politika yapıcıları da açıklamalarında uyguladıkları yüksek rezerv ve dalgalı kur rejimi politikalırının krizden başarılı çıkmalarında etkili olduğunu vurgulamaktadırlar. Örneğin Brezilya Merkez Bankası Başkanı Meirelles (2009) bir konferans sunumunda dalgalı kur rejimi sayesinde ülkelerinin 2000'li yıllardaki bir çok şoktan ve küresel krizden etkilenmediğini açıklamıştır. Türkiye Merkez Bankası eski başkanı Durmuş Yılmaz da 2011 yılında yaptığı açıklamada Türkiye ekonomisinin küresel krize dalgalı kur rejimi sayesinde direndiğini belirtmiştir. Benzer şekilde yeni merkez bankası başkanı Erdem Başçı (2011) da gelişmekte olan ekonomilerin ve Türkiye'nin yüksek uluslararası rezervleri sayesinde küresel krizden kısa sürede çıktıklarını iddia etmiştir.

Literatürde vurgulanan noktalar gelişmekte olan ülkelerin kriz sırasında ve sonrasındaki görece başarılı performansında bir takım roller oynamış olsalar da bu faktörler bu ülkelerin kriz sırasındaki ve sonrasındaki performanslarını açıklamakta yetersizdir. Bizce gelişmekte olan ülkelerin dünya krizinden görece olarak daha az etkilenmiş ve finansal bir çöküşle karşılaşmamış olmaları yaşadıkları finansal şokların önceki dönemlerdeki şoklara göre daha küçük olmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda bu ülkelerin finansal sistemi kriz sırasında test edilmiş değildir. Gelişmekte olan ülkelerin daha düşük çaplı bir şok yaşamış olmasının sebebi gelişmiş olan ülkelerin kriz sırasında güvenli liman işlevini tam olarak yerine getirememesiyle ilgilidir. Finans kanalındaki ani duruşlar kredi genişlemesinde bir yavaşlamaya sebep olmuş olsa da krizden en

çok etkilenen Türkiye gibi gelişen ekonomiler finans kanalından ziyade beklentiler kanalından ve ihracat kalemindeki ani düşüşden zarar görmüşlerdir. Özellikle merkez ülkelerindeki getiriler artmaya ve merkez ülkeler güvenli liman rolünü yerine getirmeye başlarsa Türkiye ekonomisi ve gelişmekte olan ülkeler iç ve dış kaynaklı nedenlerle beklentilerdeki ciddi değişimlere bağlı olarak daha büyük şoklarla karşılaşabilir[2]. Bu da Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerin 90lı yıllardakine benzer krizleri yaşamasına sebep olabilir.

Bu makalede gelişmekte olan ülkelerdeki süreçlere yeri geldikçe atıfta bulanacak olsak da, daha derli toplu bir tartışma yürütebilmek için Türkiye örneğine odaklanılacaktır. Ancak makalenin çıkarsamalarının sadece Türkiye'ye özgü olmadığını ve diğer gelişmekte oan ülkeler içinde bu çıkarsamaların geçerli olduğunu düşünmekteyiz.

Makalenin genel planı şu şekildedir. Çalışmanın ilk kısmında Türkiye ekonomisinin küresel kriz öncesi ve sonrasındaki durumunu ve krizin Türkiye ekonomisine hangi kanallardan yayıldığını inceleyeceğiz. İkinci kısımda Türkiye'nin küresel krizde yaşadığı finansal şokun boyutunu açıklamakta güvenli liman faktörünün önemi üzerinde duracağız. Sonuç bölümünde ise Türkiye finans sektörünün hâlihazırdaki hassasiyetlerini ve bu hassasiyetlerin güvenli limanların varlığında ne gibi kötü senaryolara yol açabileceğini tartışacağız.

2. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasıyla Türkiye

Türkiye 2001 krizinden sonra dağılmış bankacılık sektörünü toparlamak finansal istikrarı sağlamak adına yapısal reformlar yapmış ve finans sektörünü düzenleyici denetleyici mekanizmaları daha etkin hale getirmiştir (Uygur, 2011). Dünya'da ise başta Abd ekonomisi olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki genişleyici para politikası, bu ülkelerde getirileri düşürmüş; Türkiye gibi finansal açıdan uluslararası piyasalara bütünleşmiş, getiri oranları yüksek olan ülkelere yoğun bir sermaye akımı olmuştur (Mohan and Kapur, 2009). Yoğun sermaye akımlarının finansal istikrarı tehdit edici özelliği olduğu literatürde çokça tartışılan bir gerçek olmasına rağmen 2002-2008 yılları arasında Türkiye ciddi denebilecek boyutta finansal geri

[2] Merkez ülkelerinden kasıt Abd ve Avrupa Birliği ülkeleri gibi gelişmiş ekonomilerdir. Bu makalede çevre ülkeler terimi ise gelişmekte olan ülkeler için kullanılmaktadır.

dönüşlerle karşılaşmamıştır. Bu dönem boyunca büyüme ve enflasyon gibi temel ekonomik göstergelerde olumlu bir gidişat gözlemlenmiştir.[3]

2001 krizinden sonra Türkiye ekonomisini ciddi bir şekilde sarsan olay ise 2008 Küresel krizi olmuştur. Küresel kriz Türkiye ekonomisinde büyük bir resesyona sebep olmuş, üretim düşmüş ve işsizlik rekor seviyeye yükselmiştir. 2009 yılında Türkiye ekonomisi %4.8 küçülmüş ve işsizlik %14'e ulaşmıştır. Ama krizin hiçbir döneminde finansal sistem çökmemiş ve gelişmiş ekonomilerde olan bankacılık krizi Türkiye'de vuku bulmamıştır.[4] Peki Türk finansal sistemi krizden sağlam çıktığına göre, bu boyuttaki durgunluk ne ile açıklanabilir? Kriz Türkiye ve benzer gelişen ekonomileri temelde üç kanaldan vurmuştur: Beklentiler kanalı, dış ticaret kanalı ve finansal kanal (Uygur, 2011). Bizce bu kanallardan en etkili olanları ise beklentiler ve dış ticaret (ihracat) kanallarıdır. GSYH'daki keskin düşüş çok büyük oranda bu kanalların etkisiyle açıklanabilir.

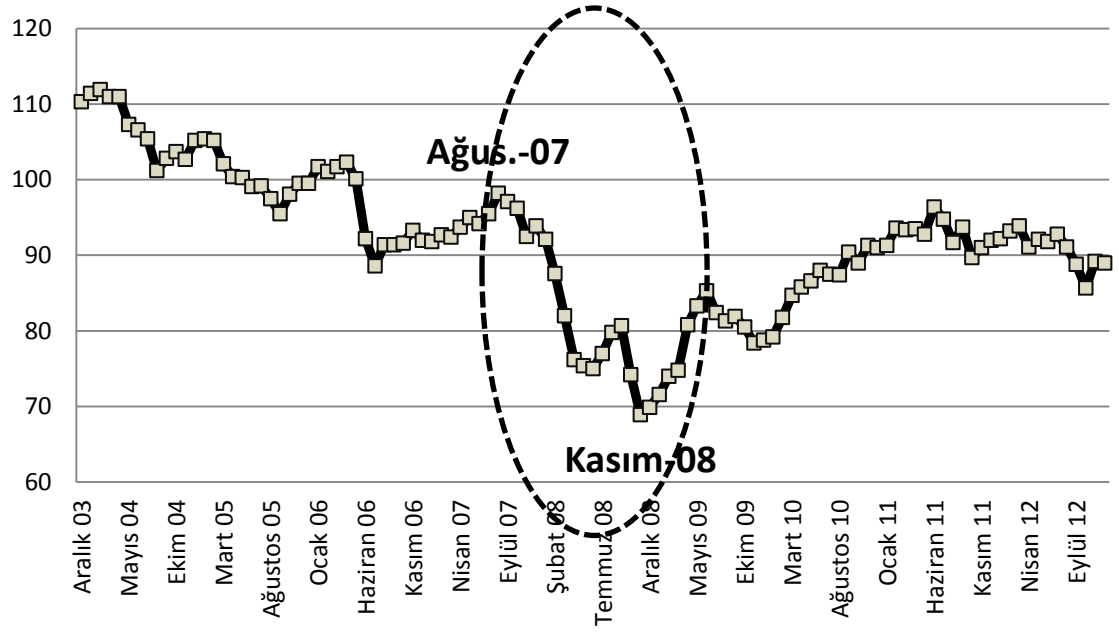
2.1 Beklentiler Kanalı

Türkiye ekonomisinde kriz ilk etkisini tüketici ve üreticilerin beklentilerinin düşmesiyle tüketim ve yatırım harcamalarında düşüş olarak göstermiştir. Krizin Abd piyasasında patlak verdiği 2007 yılı ikinci çeyreğinden hemen sonra, yani kriz somut olarak Türkiye ekonomisini daha tam etkilemeye başlamadan, Türkiye'de beklentiler hızla düşme eğilimine girmiştir. Ağustos 2007'den itibaren tüketici güven endeksi düşmeye başlamış ve Kasım 2008'e kadar %30 luk bir kayıp yaşanmıştır (Grafik 2). Bu da görüleceği üzere hemen tüketim harcamalarında negatif bir etki yaratmış ve GSYH'nın çok büyük bir kısmını oluşturan hanehalkı tüketimleri negatif yönlü artış hızı kazanmıştır (Grafik 3).

[3] Büyüme ve enflasyon gibi birtakım makro verilerdeki 2002-2008 dönemindeki olumlu gidiş, Türkiye ekonomisinin işsizlik, gelir dağılımı, cari açık vb gibi pek çok sorunu bu dönem boyunca çözdüğü anlamına gelmemektedir. Ancak makalenin sınırları nedeniyle bu konulardaki tartışmalara girilmeyecektir.

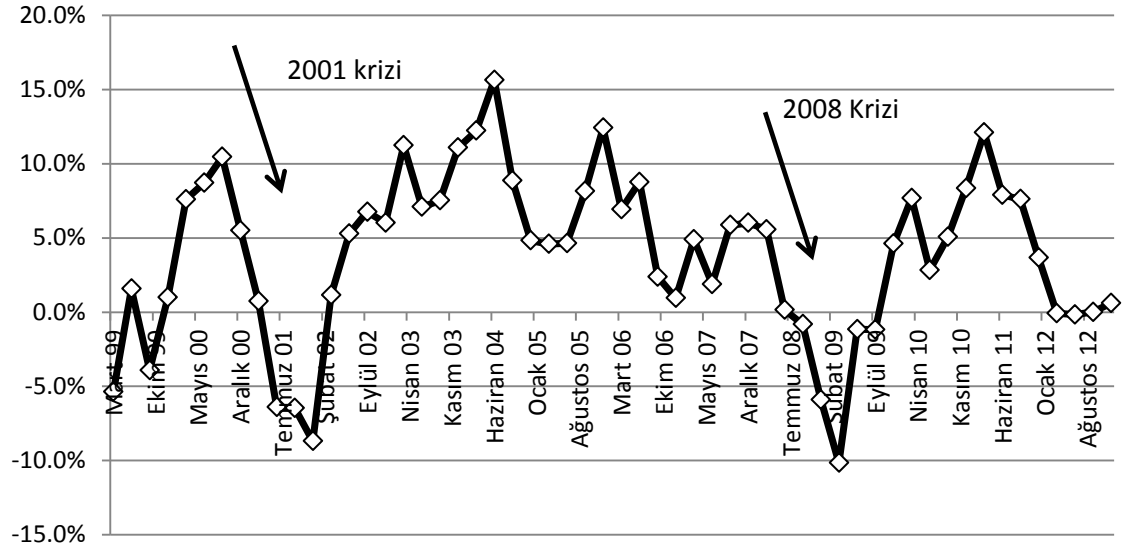
[4] Finansal çöküşten kastımız ekonominin tüm sektörlerini etkileyecek ölçüde finans sektöründe yaygın iflasların görülmemesidir.

Grafik 2: Tüketici güven endeksi (2005= 100)



Kaynak: TCMB

Grafik 3: Hanehalkı Tüketim Harcamaları (1998 Fiyatlarıyla, Yıllık % değişim)



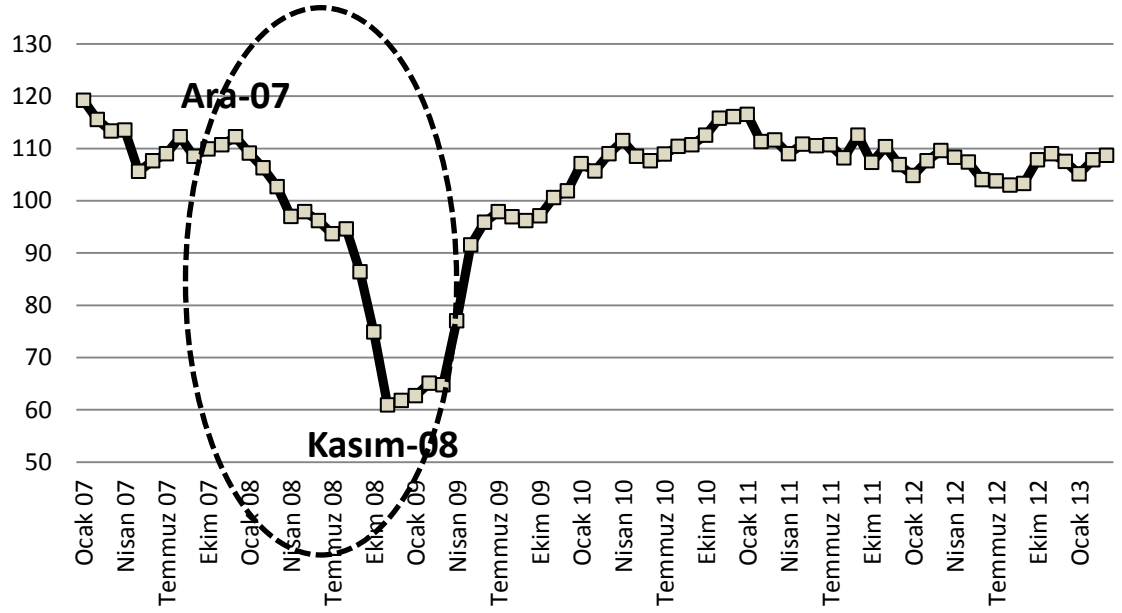
Kaynak: TCMB

Ayrıca tüketici güven endeksindeki düşüşe paralel olarak küresel kriz sırasında tüketim harcamalarında 2001 krizinden bile daha büyük düşüş yaşanmıştır (Grafik 3). Yani Türkiye

ekonomisinin tüketicilerin beklentilerinin düşmesine bağlı olarak yaşadığı şok küresel krizde en az 2001 krizi kadar etkilidir ve bunun GSYH'da benzer bir küçülmeye sebep olması doğal bir sonuçtur.

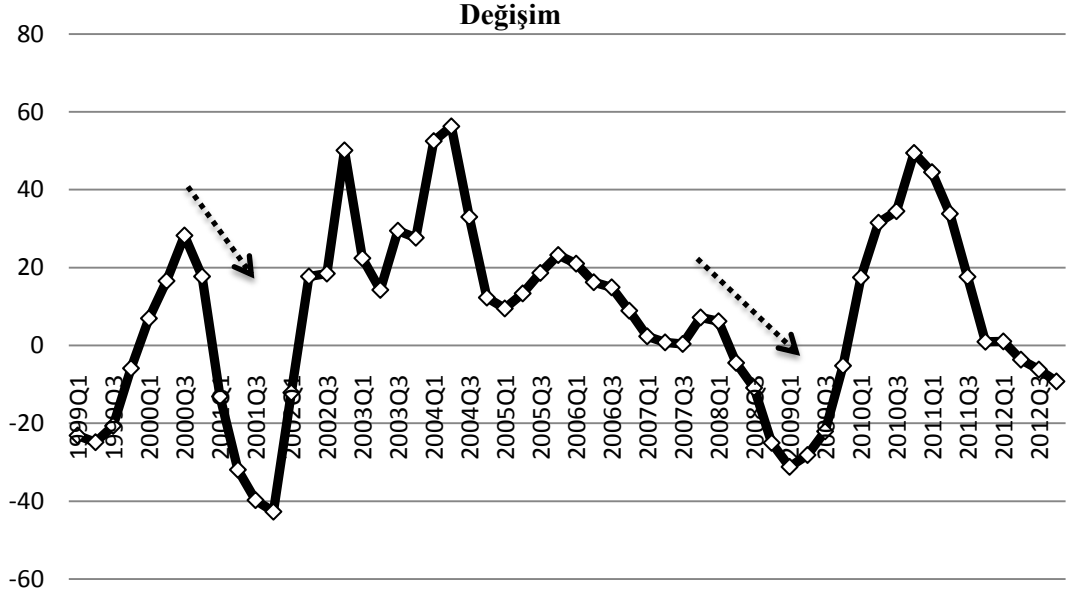
Tüketicilerin yanı sıra üretici kesim de beklentilerin düşmesine bağlı olarak küresel krizi yoğun bir şekilde hissetmişlerdir. Merkez Bankasının 2007 yılından itibaren yayınlamaya başladığı reel sektör güven endeksi verilerine göre, üreticilerin beklentileri 2007 Aralık ayından itibaren düşme eğilimine girmiş ve en dip noktasına 2008 yılı Kasım ayında ulaşmıştır (Grafik 4). Bu bir yıllık süre içerisinde endeks yaklaşık %50 değer kaybına uğramıştır. Bu durum tüketici beklentilerinde olduğu gibi küresel piyasalarda artan risklerin, daha tam manasıyla kriz Türkiye'ye ulaşmadan üreticilerin beklentilerini nasıl olumsuz etkilediğini açık bir şekilde göstermektedir. Doğal olarak bu olumsuz beklentilerin özel sektör yatırım harcamalarına negatif bir yansıması olması kaçınılmazdır (Grafik 5).

Grafik 4: Reel Sektör Güven Endeksi, Kasım-2009 =100



Kaynak: TCMB

Grafik 5: Toplam Sabit Sermaye Yatırımı, 1998 Fiyatlarıyla, % Değişim

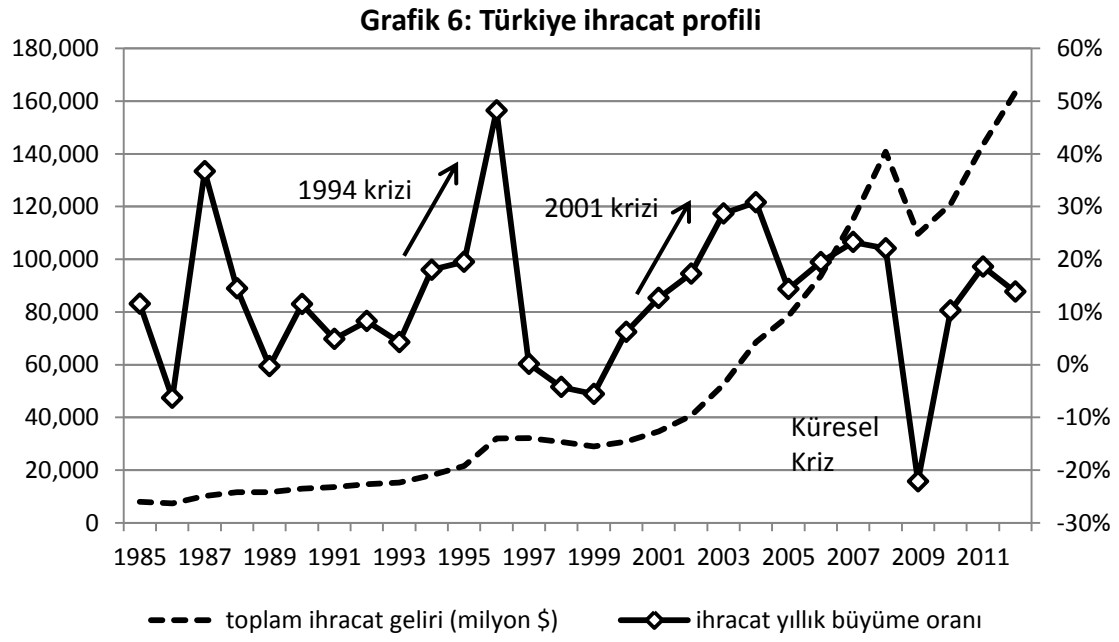


Kaynak: TCMB

Özel sektör yatırım harcamalarının büyüme hızı 2008 ve 2009 yıllarında düşüş göstermiş ve uzun bir süre negatif değerlerde kalmıştır. 2001 krizi ile bir kıyaslama yapıldığında yatırımların benzer bir trend takip ettiğinin söyleyebiliriz. 2001 krizinde dip nokta daha derin olmuştur fakat negatif büyümenin sürdüğü dönem küresel krizde daha uzun ve kalıcıdır. 2001 krizinde yatırımlar 5 çeyrek boyunca düşüş halindeyken, küresel krizde 7 çeyrek boyunca sürekli bir düşüş hakim olmuştur. Bu durumda üretici kesimin beklentilerinin sebep olduğu özel sektör yatırımlarındaki düşüş şoku neredeyse 2001 krizi kadar büyük boyuttadır. Bu da GSYH'daki %4.5 küçülmenin önemli bir sebebi olarak değerlendirilebilir. 1999-2013 yılları arasındaki GSYH büyüme oranlarıyla, sabit sermaye yatırımlarının büyüme oranları arasında korelasyon katsayısı 0.87 gibi yüksek bir değerdir. Bu da Türkiye ekonomisinde yatırımlarla büyümenin ne kadar ilintili olduğunu ve 2008 krizindeki küçülmenin yatırım beklentilerindeki düşüş ile önemli ölçüde ilintili olduğu görüşünü desteklemektedir.

2.2 Dış Ticaret Kanalı

Küresel krizde Türkiye ekonomisinin en büyük şoku yaşadığı kanallardan biri de dış ticaret diğer bir deyişle ihracat kanalıdır. Gerek 1994 gerekse 2001 krizlerinde devaluasyona bağlı olarak Türkiye'nin ihracatında görülen yükselişin aksine son krizde büyük bir düşüş gözlemlenmiştir. Bu bağlamda 2009 Türkiye krizi toplam ihracatta gözlenen %20'den fazla düşüşle Türk ekonomisinin önceki tüm krizlerinden ayrı bir yere sahiptir (Grafik 6'ya bakınız). Bunun en önemli sebebi Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı olan Avrupa Birliği'nin krizi derin bir şekilde hissetmesi ve bununla bağlantılı olarak Türkiye ihracatına olan talebinin keskin bir şekilde düşmesidir. Türkiye ekonomisinin toplam ihracatı ortalama olarak % 20 azalırken, Türkiye'nin Avrupa Birliği ülkelerine olan ihracatı yaklaşık % 25 oranında azalmıştır.



Kaynak: Tüik

İhracatın büyüme üzerine olan etkisi iktisatta bilinen bir olgudur. Literatürde ihracatın büyümeyi temelde dört kanaldan etkilediği savunulmaktadır. Bunlardan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için en etkin olan ve kriz dönemleri gibi kısa süreli etkiyi en iyi açıklayan kanallar iki tanedir[5]. Biri Keynesçi yaklaşım olan çarpan etkisi kanalıdır. Atıl kapasite ve işsizliğin

[5] Diğer iki kanal ihracatın uzun dönemde büyümeye katkısı olduğunu açıklamaktadır. Birincisine göre ihracat artışı işçi ve sermaye verimliliğini artırmakta ve bu da üretimde uzmanlaşmaya katkıda bulunmaktadır. Diğer kanala göre ise ölçek ekonomisi kuralı geçerlidir. Dış Pazar daha geniş olduğundan ihracatçı firmalar üretim kapasitelerini

bulunduğu gelişmekte olan açık bir ekonomide, tüketim, yatırım ve kamu harcamaları gibi, ihracat değişkeni de çıktıda çarpan oranı kadar genişlemeye yol açmaktadır (Bilgin ve Şahbaz, 2009). Yani ihracattaki düşüşler hanehalkı tüketim harcamalarında ve özel sektör yatırımlarında azalmaya sebep olmakta ve bu da çarpan etkisi nispetinde toplam GSYH'ı düşürmektedir. Diğer kanala göre gelişmekte olan ekonomiler üretimde ara mal ithalatına gereksinim duymaktadırlar. Ve bu ekonomilerde üretim için oldukça gerekli olan ara malların ithalatı için ihracattan gelecek döviz gelirlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Ayrıca Türkiye gibi ülkelerde ihracat yoğun bir şekilde son ürünlerde gerçekleştiği için ihracattaki değişimler de ara mal ithalatını etkilemektedir. Yani ihracattaki bir düşüş ara malı ithalat talebini düşürmekte ve bu da dolaylı yoldan üretim kapasitesini sınırlamakta ve büyümeye negatif bir baskı yapmaktadır.

Son küresel krizde Türkiye ekonomisi için bu iki kanalın da çok etkili olduğunu söyleyebiliriz. Bir önceki bölümde açıkladığımız gibi Türkiye'de yatırım ve tüketim harcamalarındaki daha önceki dönemde başlamış olan azalma eğilimi global krizin başlaması ile birlikte keskin bir hal almıştır. Bunda beklentilerin oynadığı rol kadar ihracat gelirlerindeki %20 den fazla düşüşün sebep olduğu hane halkı ve firma gelirlerindeki azalmanın da rol oynadığı savunulabilir. Bu da çarpan etkisiyle ekonomideki toplam büyümeyi aşağı çekmiştir. İkinci kanalda ise, kriz döneminde Türkiye'de ihracatla birlikte ithalatın da azaldığını görüyoruz (Grafik 7). İthalattaki bu azalmada iç talebin azalmasının yanı sıra ithalat-ihracat bağımlılığının da önemli bir rolü olduğu savunulabilir. Türkiye ekonomisi için 1989-2012 yılları arasında aylık ihracat ve ithalat verileri arasındaki korelasyon katsayısı 0.99 bulunmuştur[6]. Ayrıca Granger nedensellik testi sonucuna göre de Türkiye'de ihracat aynı yıllar içerisinde yüksek anlamlılık düzeyinde ithalata sebep olurken, ithalatın ihracatı açıklamadığı gözlenmiştir[7]. Bu durumda ihracattaki düşüşe bağlı olarak ithalatta da bir düşüş olduğunu ve bunun da üretim için gerekli

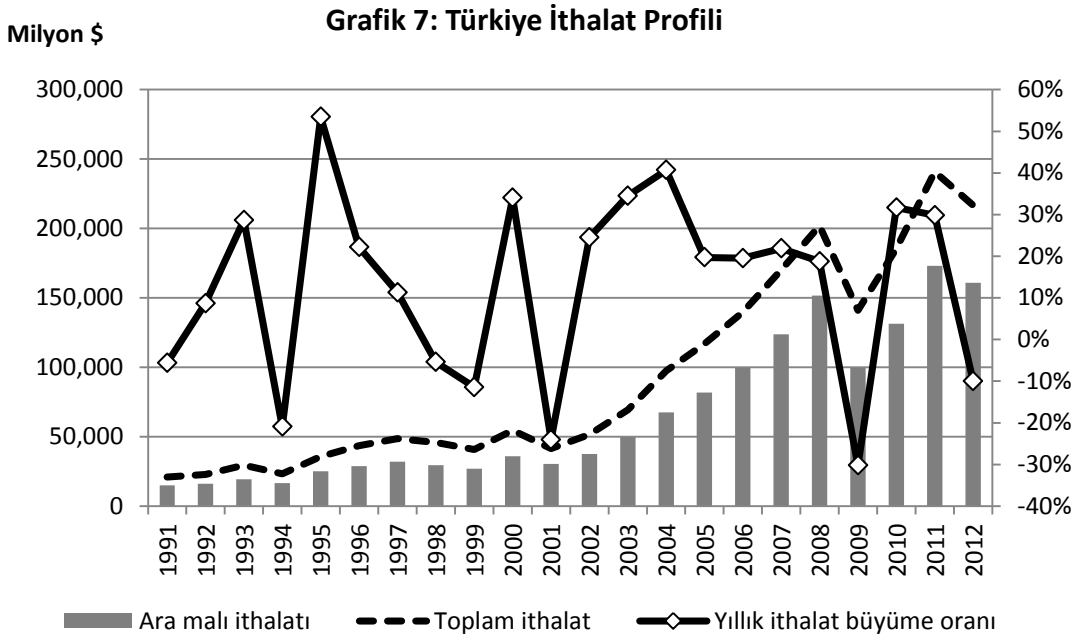
---

artırmakta, bu birim maliyette düşüşe neden olarak daha rekabetçi büyük ölçekli firmaların oluşmasına yol açmaktadır. Bunlar da ihracat büyüme ilişkisini kriz dönemleri dışında daha uzun vadede açıklayan faktörlerdir.

[6] İhracat yıllık büyüme oranları ve ithalat büyüme oranları arasında bulduğumuz korelasyon katsayısı 0.52'dir..

[7] Granger testi, iki değişken arasında, değişkenlerin birbirleri arasındaki ilişkiyi gösteren ve değişkenlerden birindeki değişimin diğer değişkende de bir değişime sebep olup olmadığını açıklayan bir yöntemdir. Granger değeri bir değişkenden diğerine doğru nedenselliğin olduğunu söylüyorsa o değişkendeki hareketler diğer değişkendeki hareketleri açıklıyor demektir. Bu örnekte, gözlem sayısı 93, ihracattan ithalata doğru Granger-nedensellik hipotezi p değeri 0.0176 ve ithalattan ihracata doğru nedensellik hipotezi p değeri 0.1976'dır.

olan ara mal kısıtına yol açarak toplam GSYIH'da küçülmeye sebep olmuş olabileceğini söyleyebiliriz.[8]



Kaynak: Tüik

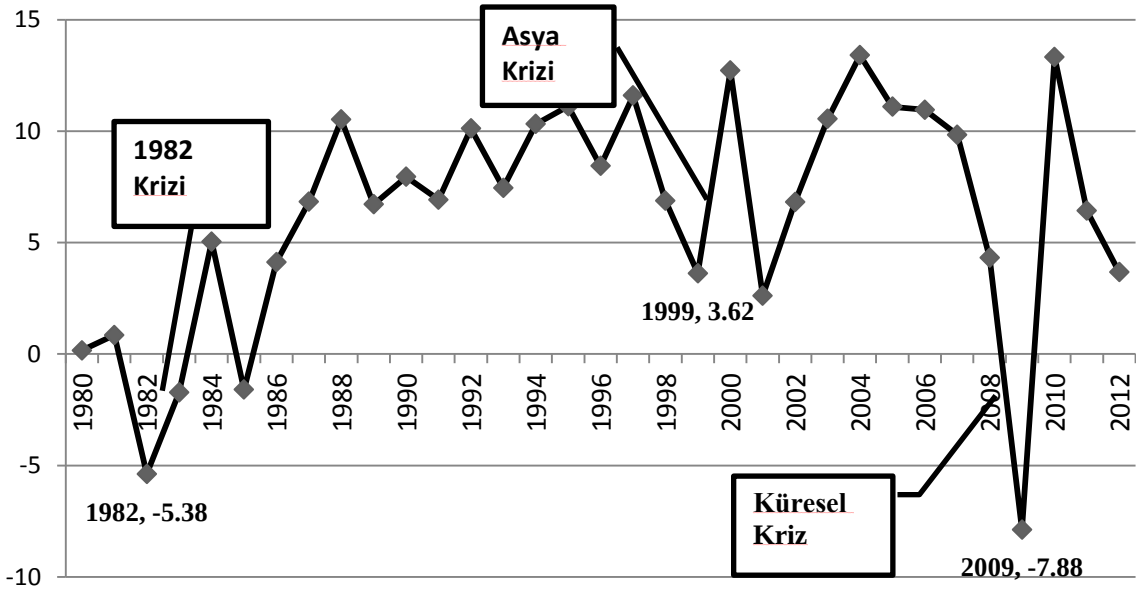
Türkiye ekonomisi için büyüme ve ihracat ilişkisini inceleyen literatürdeki çalışmalar da yukarıdaki tartışmamızı doğrular nitelikte, ihracat ile ekonomik büyümenin çok bağlantılı olduğunu göstermektedir. Örneğin 1950 – 2008 yılları arasında ihracat ve GSYH büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen Karahasan (2009), çift yönlü güçlü bir nedenselliğin olduğunu göstermiştir. Halıcıoğlu'nun (2007) 1980 – 2005 yılları için çeyrek yıllık verilerle yaptığı ve Bilgin ve Şahbaz'ın (2009) 1987 – 2007 dönemi için aylık verilerle yaptığı nedensellik analizleri göstermektedir ki Türkiye'de ihracat değişimi tek yönlü olarak sanayi üretimine ve dolayısıyla büyümeye etki etmektedir. Kısaca 2008 krizinde ihracat kanalından maruz kalınan şok, büyümedeki düşüşü önemli ölçüde açıklayabilir.

İhracat kanalı küresel krizde diğer gelişen ekonomilerdeki durumu anlamamız açısından da bize ışık tutmaktadır. Türkiye'nin ihracat kanalından yaşadığı şok diğer gelişmekte olan ekonomilerin yaşadığı şoktan farklı bir özelliğe sahip değildir. Gelişmekte olan ekonomilerin yaşadığı ihracat şokunun boyutu daha önceki küresel ölçekteki krizlerdeki şoklardan oldukça

[8] Bu konularda daha fazla ampirik çalışmaya ihtiyaç olmakla birlikte, literatürdeki genel kanı da bu yöndedir.

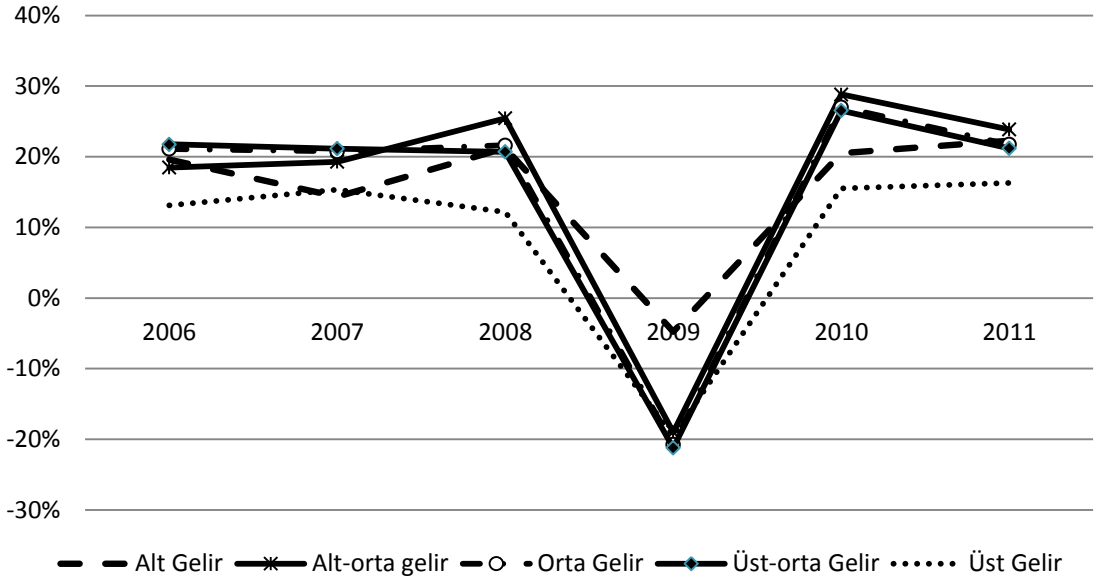
büyüktür (Grafik 8). Örneğin benzer bir şok merkez ülkelerinin durgunlukta olduğu 1982 yılında yaşanmıştır fakat gelişmekte olan ülkelerin 2009 yılındaki ihracat düşüşleri çok daha büyüktür. Asya krizinde ise gelişmekte olan ülkelerin ihracat hızı negatif olmamış sadece yavaşlamıştır. Ayrıca gelişen ekonomilerin ihracat artış hızındaki düşüş son krizde gelişmiş ekonomilerin ihracat hızındaki düşüş kadar büyük olmuştur (Grafik 9). Bunun dışında ihracatında Türkiye'deki gibi büyük düşüş yaşayan ekonomiler krizden en çok etkilenen ülkeler arasında başı çekmektedir. Örneğin Meksika ekonomisi en önemli ticaret ortağı ABD olmasından dolayı 2009 yılında ihracat gelirlerinde %20 kayıp yaşamıştır. Bu durum Meksika ekonomisinin 2009 yılında %6 küçülmesinde etkili olmuştur.

Grafik 8: İhracat Yıllık Büyüme Oranları, Tüm Gelişen Ekonomiler



Kaynak: WDI

Grafik 9: Gelir gruplarına göre ihracat büyüme oranları, yıllık %



Kaynak: WDI

2.3 Finans Kanalı

Literatürde krizin gelişmekte olan ülkelere yayılma mekanizmalarından biri olarak finans kanalı gösterilmektedir. Bu kanal gelişmiş ekonomilerle finansal açıdan çok bağlantılı olan gelişen ülkelerin finans kesiminin likidite veya döviz kuru sorunları yaşaması olarak tarif edilmektedir. Literatürde tartışıldığı gibi gelişen ekonomiler finansal açıdan gelişmiş ülkelerdeki kadar derin bir kriz yaşamamışlardır (Didier, Hevia ve Schumkler, 2011). Türkiye özelinde de bunu söylemek mümkündür. Özellikle geçmiş 2001 ve 1994 krizleriyle bir kıyaslama yapmak gerekirse, Türkiye finans kesimi küresel krizden oldukça sağlam çıkmıştır. Mesela 2001 krizinde 18 tane banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilirken 2008 krizinde hiçbir banka böyle bir sıkıntı yaşamamıştır. Üstelik son krizde bankacılık sektörü karlılığında düşme olmamış, ayrıca bankaların sermaye / aktif oranları da yükselmiştir[9] (Uygur, 2011 ve Yörükoğlu ve Atasoy, 2010). Bu durum bile aslında Türkiye ekonomisinin küresel krizde finansal açıdan çok fazla sarsılmadığının göstergesidir.

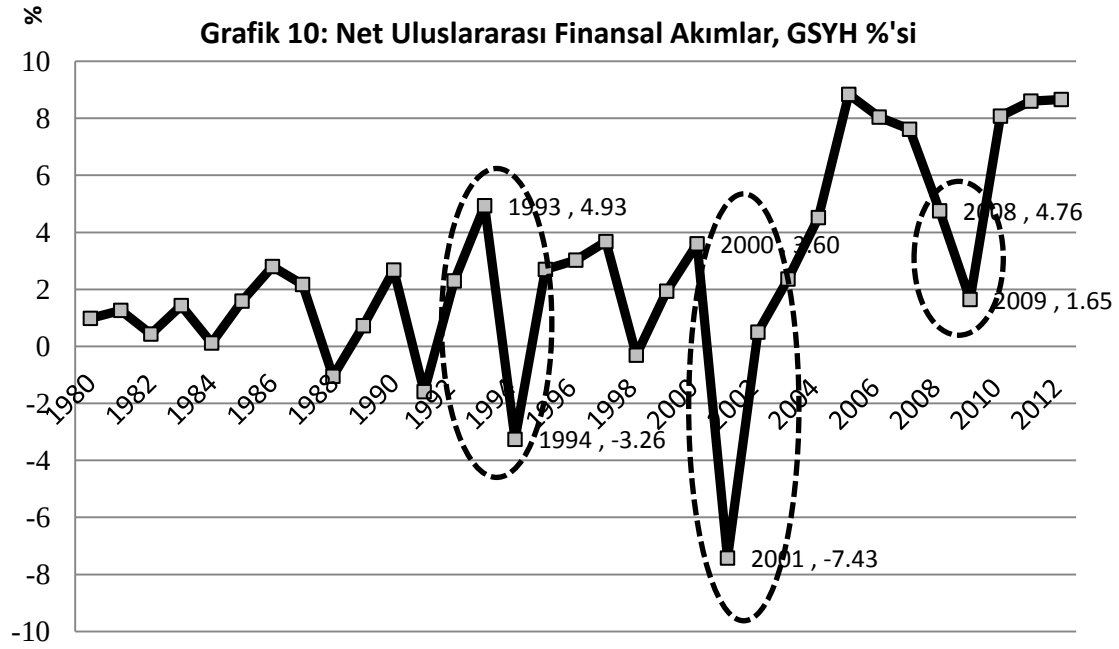
Literatürde gelişmekte olan ülkelerin finans sektörünün yara almamış olması birkaç faktöre bağlanmaktadır. Giriş bölümünde de belirttiğimiz gibi uygulanan yüksek rezerv politikası

[9] 2008 yılı ilk çeyreğinde %11 olan Sermaye / Aktif oranı 2009 Eylül ayında %13.2 olmuştur.

ve dalgalı kur rejimi bu bağlamda en çok savunulan görüşlerdendir. Bunun dışında finansal sektörün kriz öncesi güçlü altyapısı ve bilanço göstergeleri, bankaların yüksek riskten uzak durması ve 2001 krizinden itibaren bankacılık ve finans sektörünün düzenlenip yapılandırılmış olması, krizin finansal açıdan Türkiye ekonomosini vurmamasınadaki sebepler olarak gösterilmektedir (Kılınç, Kılınç ve Turhan, 2012; Yörükoğlu ve Atasoy, 2010). Ayrıca TCMB nin kriz esnasında uyguladığı faiz politikalarının ve döviz kuru müdahalelerinin de krizin finansal sektör faturasının büyümemesinde etkili olduğu savunulmaktadır.

Literatürde bahsedilen bütün bu gerekçelerin kriz sırasında ve krizden çıkışta bir rol oynadığı bir gerçektir. Fakat literatürün de üzerinde durmadığı bir gerçek daha var ki o da Türkiye'nin bu krizde finansal açıdan aslında test edilmiş olmamısıdır. Türkiye finans sektörünün karşılaştığı şok bu son krizde geçmiş 2001 ve 1994 krizleriyle kıyaslanamayacak kadar küçüktür. Bu da doğal olarak finans sektörünün krizden çok büyük yara almamasına sebep olmuştur. Daha büyük bir şok karşısında Türkiye finansal sisteminin sağlam durup duramayacağı sorusu henüz cevaplanabilmiş değildir.

Finans şokunun ülkelere yayılması yabancı finansal akımlarda meydana gelen ani duruşlar veya geri dönüşler ile en açık şekilde gözlenebilir. Bu bağlamda Türkiye için net finansal akımların toplam GSYH içerisindeki payı önemli bir göstergedir (Grafik 10). Küresel kriz Türkiye'de etkisini 2008 3. Çeyreğinden başlayarak 2009 yılı 3. Çeyreğine kadar hissettirmiştir. Bu durumda 2008 ve 2009 yılındaki akımların oranına bakmak şokun boyutunu görmemizi sağlar. 2007 yılında GSYH'nın %7.2'sine ulaşan şermaye akımları 2008 yılının son iki çeyreğindeki azalmanın etkisiyle 2008 yılında bu oran %4.76 olmuştur. 2009 yılında ise sermaye akımları daha da yavaşlamış ve toplam GSYH 'nın %1.65'i kadar net yabancı sermaye girişi olmuştur. Yani krizin en yoğun hissedilidiği 2009 yılı genelinde Türkiye'de net sermaye çıkışı olmamış sadece net sermaye girişilerinin miktarında durma gözlemlenmiştir.



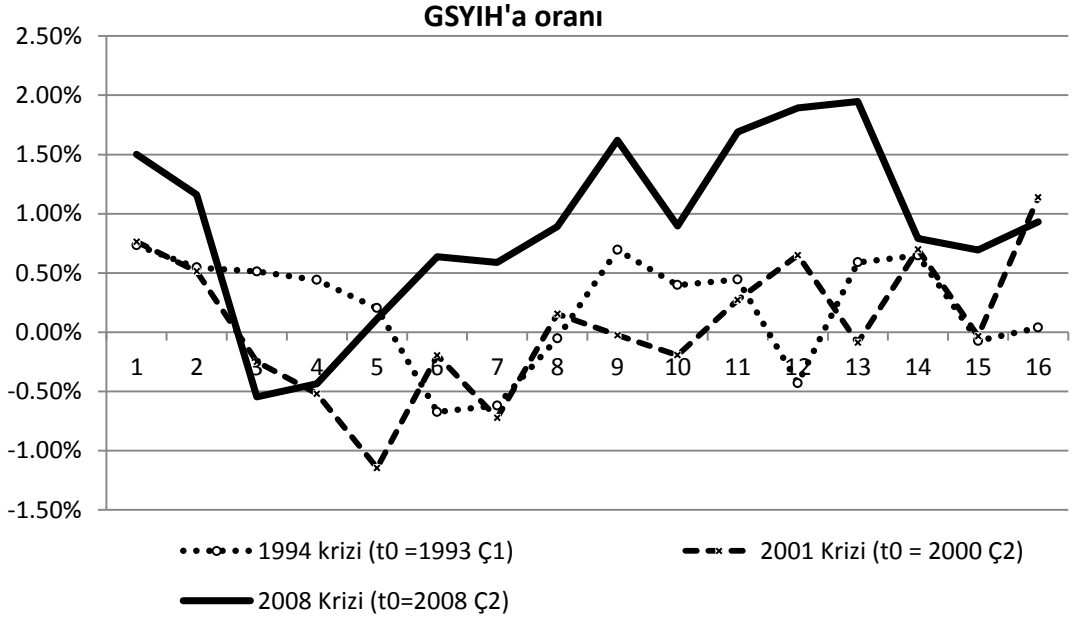
Kaynak: TCMB

Bu durum geçmiş kriz örneklerinden farklıdır. Çünkü 2001 yılında Türkiye'den net olarak GSYH'nın %7.5'una ulaşan miktarda çıkış gerçekleşmiştir. Benzer şekilde 1994 krizinde yıllık net çıkış miktarı GSYH'nın %3'ü kadardır. Yani 1994 ve 2001 krizlerinde finansal geri dönüş gerçekleşmiştir ve bu da sermaye kanalından Türkiye ekonomisinin bu krizlerde büyük bir şoka maruz kaldığını göstermektedir.

Grafik 10'da, krizlerde net sermaye akımlarının azalmaya başladığı T_0 anından itibaren şokların boyutunu ve kaç çeyrek devam ettiğini görebiliriz. (T_0 zamanı kriz dönemlerinde sermaye akımlarının en yüksek değerde olduğu çeyrektir ve o çeyrekten itibaren sermaye akımları azalmaya başlamıştır) 1994 krizinde sermaye akımları 1993 ilk çeyreğinde düşme eğilimine girmiş ve 5. ve 8. çeyrek arasında net çıkışlar olmuştur. Yani sermaye akımlarının ani duruş ve geri dönüşleri yaklaşık 8 çeyrek boyunca devam etmiştir. 2001 krizinde ise sermaye akımları T_0 anından itibaren 3. ve 10. çeyrek arasında sürekli bir net çıkış eğilimindedir. Bu da 2001 krizinde net negatif finansal akımların yaklaşık 10 çeyrek boyunca sürdüğü anlamına gelmektedir. Son küresel krizde ise sermaye akımlarının zirvede olduğu 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren ani duruş gözlemlenmiş ve sadece bu tarihi takip eden 3. ve 4. Çeyreklerde net çıkışlar olmuş, 5. Çeyrekten itibaren sermaye akımları artarak ülke içine gelmeye başlamıştır. Bir diğer deyişle sermaye akımlarındaki ani duruş ve geri çekilme toplamda 5 çeyrek sürmüş ve

daha önce de bahsettiğimiz gibi yıllık bazda net çıkış olmamıştır. Bu durumda 2008 krizi sırasında hem finansal akımlardaki duruşun boyutu hem de bu duruşun devam ettiği sürenin uzunluğu geçmiş krizlerde yaşanan şoklara göre daha hafif olduğunu söyleyebiliriz.

Grafik 11: Kriz süreçlerinde 3 aylık net finansal akımlar, Yıllık GSYIH'a oranı

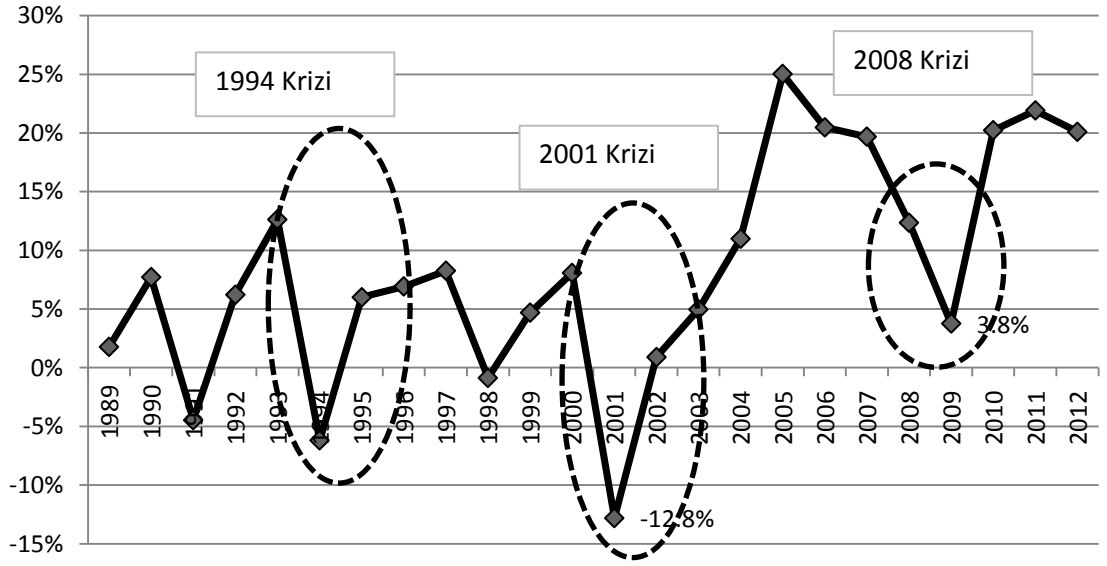


Kaynak: TCMB

Krizlerde meydana gelen finansal şokların boyutunu kıyaslamakta, yurt dışına dönen veya ani duruş yapan sermayenin ülkenin toplam dış yükümlülüklerine oranı göstergesi de kullanılabilir. Grafik 12 ve 13' de toplam finansal akımların Türkiye'nin toplam yabancı yükümlülüğüne oranlarını görebilmekteyiz[10]. 1994 yılında net toplam yükümlülüğün %5 i bir çıkış olmuştur. 2001 yılında ise bu oran %12'dir. 2009 yılında ise hâlihazırdaki toplam yabancı sermayenin %3'ü kadar net giriş olmuştur. Benzer bir şekilde 2008 krizi şokların toplam dış yükümlülüğe oranı olarak hem daha küçük boyutlu bir krizdir hem de şokların etkisini gösterdiği süre diğer krizlere göre oldukça kısadır.

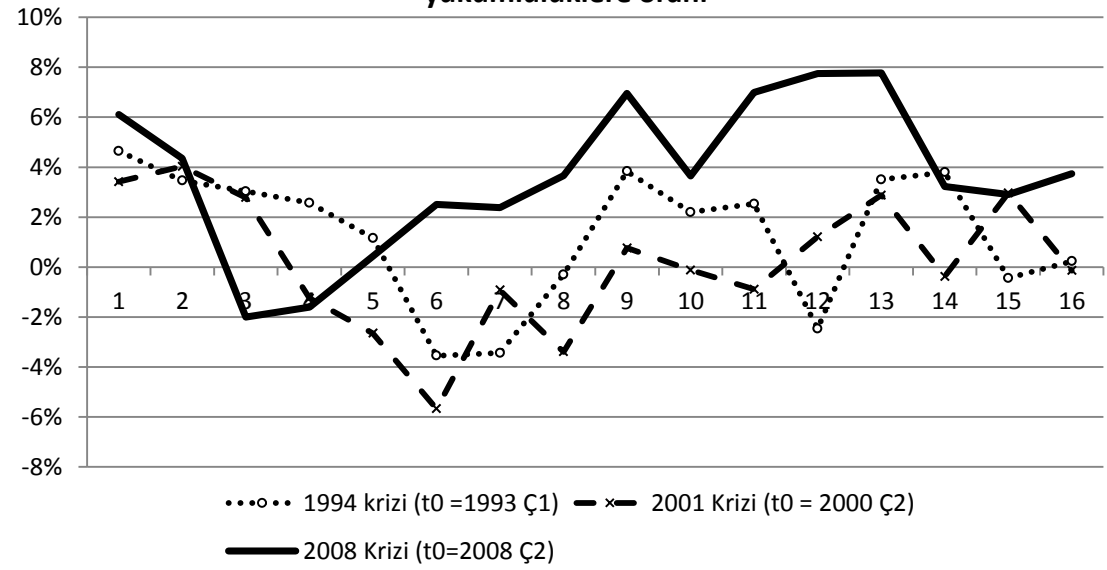
[10] Toplam dış yükümlülükler, bir ülkenin döviz cinsinden kısa vadeli ve uzun vadeli toplam finansal borçlarını göstermektedir.

Grafik 12: Net Finansal Akımlar, Toplam Yabancı Yükümlülükler içinde oranı



Kaynak: TCMB

Grafik 13: Kriz süreçlerinde 3 aylık net finansal akımlar, Toplam dış yükümlülüklere oranı



Kaynak: TCMB

Net finansal akımlardaki değişimin kriz süreçlerinde nasıl bir seyir izlediğini net sermaye akımlarının toplam ithalat ve toplam uluslararası rezervler içindeki oranına bakarak da gözlemleyebiliriz. Net 3 aylık finansal akımların, onlardan 2 dönem önce gerçekleşmiş 3 aylık ithalata oranını ve 2 dönem önceki gerçekleşen toplam rezervlere oranına baktığımızda şokların

son krizde daha hafif olduğunu söylemek mümkündür (Tablo 2)[11]. Net finans akımlarının toplam ithalat içindeki payının değişimi 2008 krizinde 2 çeyrek boyunca negatifte kalmış diğer krizlerde ise daha uzun süre negatifte kalmıştır. Ayrıca negatifte kaldığı süre boyunca net şokun boyutu 1994 ve 2001 krizlerinde çok daha büyüktür. Net akımların toplam rezervler içersindeki payına baktığımızda ise, son krizde 2 çeyrek boyunca %7 ve %5'lik net geri dönüşler gözlenmektedir. Fakat 1994 ve 2001 krizlerinde hem oranın boyutu daha büyük hem de net çıkışın gözlendiği çeyrek sayısı daha fazladır.

Tablo 1: Net finansal akımların 2 dönem önceki toplam ithalat ve rezerv birikimine oranları

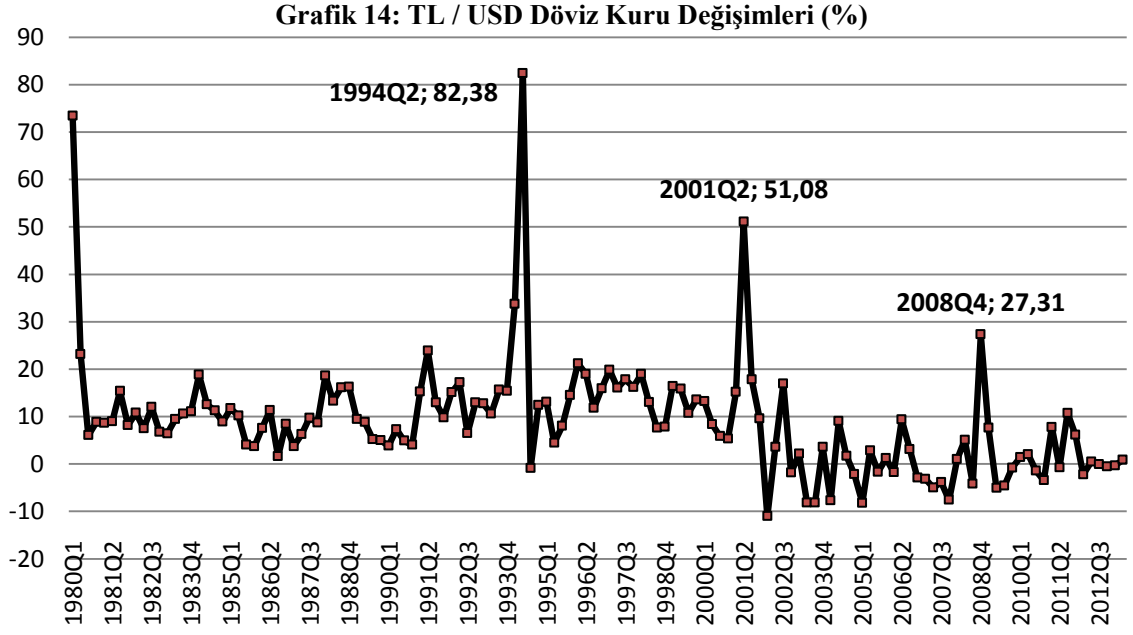
	Net finansal akımlar / toplam ithalat				**Net finansal akımlar / toplam rezervler**		
	1994 Krizi (t0= 1993 Ç1)	2001 Krizi (t0= 2000 Ç2)	2008 Krizi (t0= 2008 Ç2)		1994 Krizi (t0=1993 Ç1)	2001 Krizi (t0=2000 Ç2)	2008 Krizi (t0=2008 Ç2)
0	48%	37%	34%		50%	19%	22%
1	33%	27%	26%		36%	13%	17%
2	35%	**-10%**	**-10%**		29%	-6%	**-7%**
3	23%	**-22%**	**-7%**		27%	**-13%**	**-5%**
4	11%	**-44%**	3%		12%	**-29%**	2%
5	**-30%**	**-10%**	24%		**-40%**	**-6%**	10%
6	**-41%**	**-39%**	19%		**-73%**	**-23%**	10%
7	**-4%**	8%	26%		**-5%**	5%	14%
8	53%	-1%	46%		42%	-1%	26%
9	24%	-11%	27%		24%	-5%	15%
10	28%	13%	45%		17%	7%	29%
11	-22%	28%	50%		-14%	15%	30%

Finansal hareketliliğin döviz kuru üzerinde ne kadar baskı yarattığına bakmak da Türkiye ekonomisinin yaşadığı şokları karşılaştırmak açısından faydalıdır. Son küresel krizde döviz kuru 2008 yılı son çeyreğinde %25 değer kaybetmiştir ve yıllık bazda toplam değer kaybı maximum %35'dir. 2001 krizinde TL sadece 2. Çeyrekte %50 değer kaybetmiş ve yıllık 2001 değer kaybı %80'nin üzerindedir. 1994 krizinde döviz kuru sadece 2. Çeyrekte %80 lik bir düşüş göstermiş

[11] 2 dönem önceki değerlere göre kıyaslamak şokla karşılaşmadan ekonominin ne kadar hazırlıklı olduğunu göstermesi açısından daha uygun bir methoddur. Ayrıca şoklar aynı dönemde etkisini hem rezervlere hem de ithalata göstereceğinden, t zamanındaki bir şokun t zamanındaki rezervlere ve ithalata oranı yanıltıcı olabilir.

ve yıllık bazda toplam değer kaybı %150'lere ulaşmıştır (Grafik 14). Döviz kurunda yaşanan dalgalanmanın hafifliğini merkez bankasının rezervlerini agresif bir şekilde kullanmasıyla ilişkilendirmeye çalışanlar da olabilir. Ancak 2008 krizinde kurun oynaklığını gidermek için merkez bankası tarafından yapılan müdaheleler diğer krizlere göre oldukça sınırlıdır. 2008 yılı 3. Çeyreğinde 76 milyar dolar olan uluslararsı rezerveler döviz piyasası müdaheleleriyle 2009 yılı 2. Çeyreğinde 63 milyar dolara kadar düşmüştür. Yani toplam rezervlerin yaklaşık %17'si kadar bir rezerv erimesi olmuştur. Oysa ki 2001 krizinde 25 milyar $ civarındaki rezervler 6 ay içinde 16 milyar $'a gerilemiş ve yapılan müdahele toplam rezervlerin %36'sı kadardır. 1994 yılındaki müdahele çok daha büyüktür. 1993 yılı ilk çeyreğinde 7 milyar $ olan uluslararası rezervler 1 sene içerisinde %50 den fazla eriyerek 3 milyar $'a düşmüştür. Kısaca merkez bankası rezervlerini büyük oranda eritecek bir şok son krizde oluşmamıştır.

Grafik 14: TL / USD Döviz Kuru Değişimleri (%)

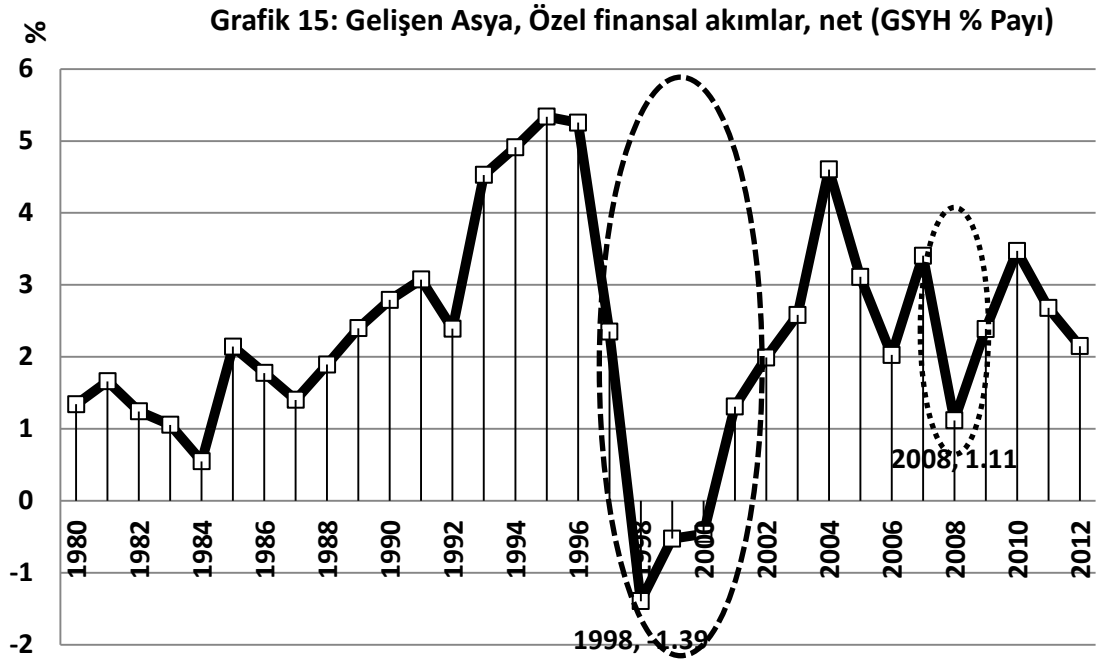


Kaynak: TCMB

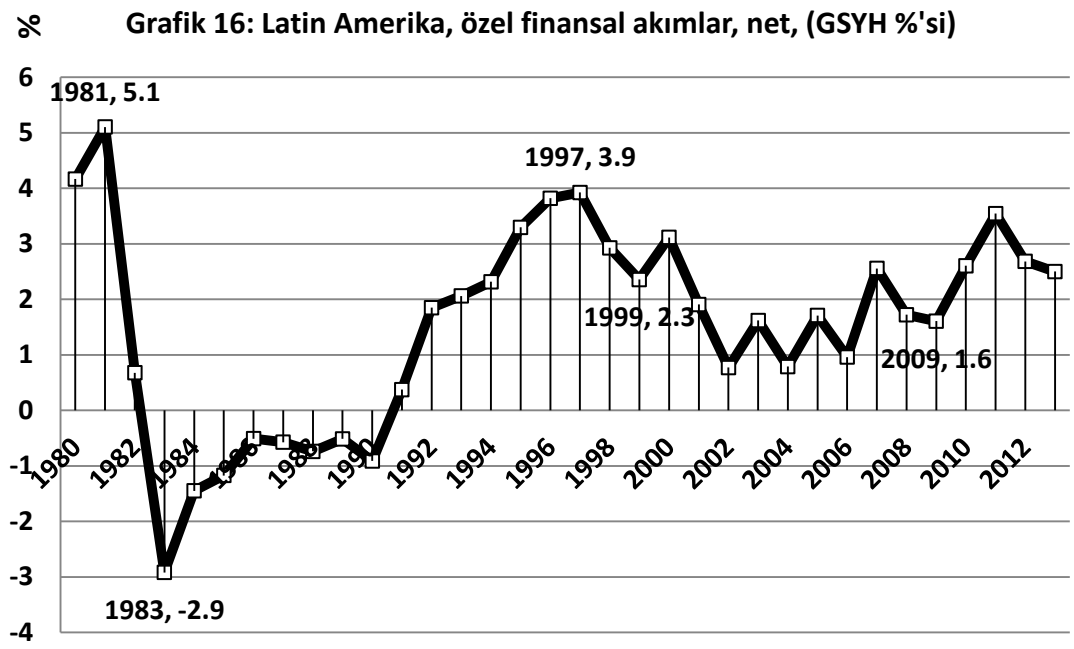
Gelişen Ülkelere Finansal Akımlar

Gelişen ekonomilerin son küresel krizde yaşadığı finansal şoklar da genel itibariyle çok büyük boyutlu olmamıştır. Bu şoklar Türkiye ekonomisinin yaşadığına benzer bir şekil almıştır. Özellikle geçmiş küresel boyuttaki krizlerde gelişen ekonomilerin finans hesapları bu krize kıyasla çok daha derin bir şekilde sarsılmıştır.

Bunu 1998 Asya krizinde açık bir şekilde görmekteyiz. Gelişmekte olan Asya ekonomileri 1998 krizinde finansal açıdan güçlü bir geri dönüş yaşamışlardır. Özel finansal akımlardaki net geri dönüş miktarının o ülkelerdeki toplam GSYH'nin içindeki payı 1998 yılında %1 civarındadır ve 2000 yılına kadar net olarak negatifte kalmıştır (Grafik 15). 2008 krizinde ise toplamda net bir geri dönüş olmaz iken ani duruş gözlemlenmiştir ve bu da süre olarak sadece 2008 yılında olmuştur. 2009 yılı itibariyle finansal yatırımlar Asya ülkelerine artarak gelmeye devam etmiştir. Yani son krizde Asya ülkelerinde şokun boyutu daha az ve devamlılığı çok daha kısa olmuştur. Benzer bir şekilde Latin Amerika bölgesi de bir bütün olarak kriz sırasında ciddi bir finansal şokla karşılaşmamışlardır (Grafik 16).



Grafik 1: Kaynak: WDI



Grafik 2: Kaynak: WDI

Genelde gelişmekte olan ülkelerin özelde ise Türkiye ekonomisinin son dönemdeki kriz sırasında yaşadığı şokun görece sınırlı kalmasını nasıl açıklayabiliriz?[12] Biz bu durumu 2008-2009 krizi sırasında merkez ülkelerinin güvenli liman olma özelliğini kaybetmelerine bağlıyoruz.

3. Güvenli Liman Hipotezi

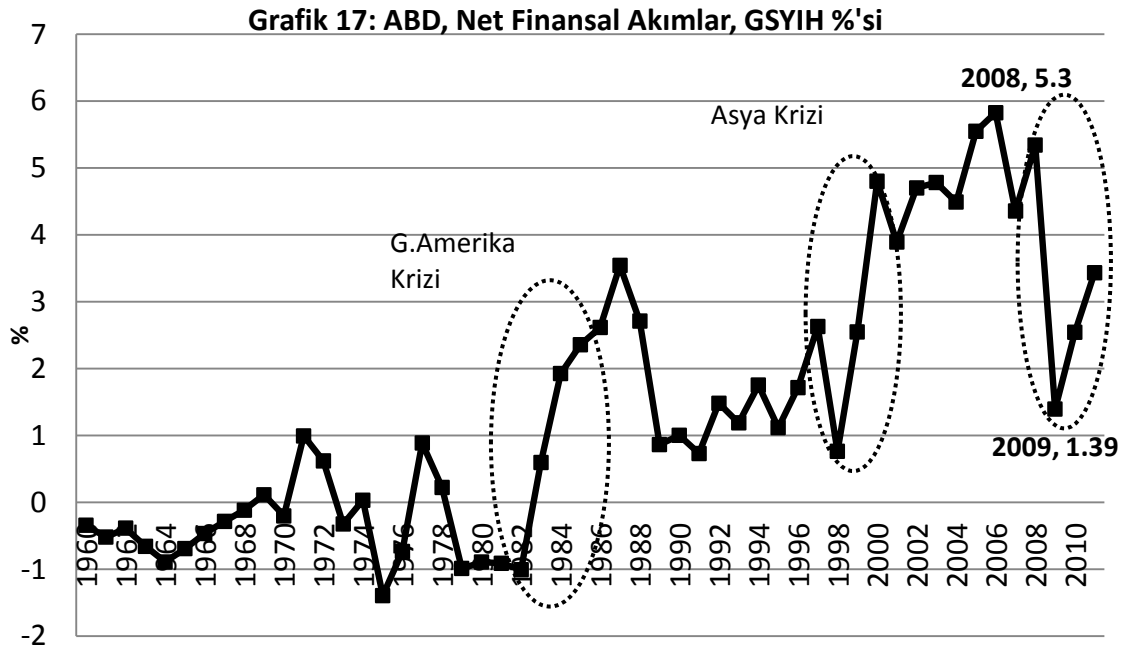
Literatürde güvenli liman, finansal risklerin arttığı ortamlarda yatırımcıların yatırımlarını yönlendirdiği nispeten daha az riskli finansal araçlar veya para birimleri olarak yer almaktadır. Çoğunlukla Abd Doları, İsviçre Frangı, Japon Yeni ve İngiliz Pound'u gibi paralar güvenli liman olarak düşünülmektedir (Ronaldo and Söderlind, 2010). Bu finansal araçların yoğun olduğu, genellikle gelişmiş ve risksiz olan ülkeler ise güvenli liman ülkeleri olarak adlandırılmaktadır.

[12] Bazıları Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin son kriz sırasında karşılaştığı finansal şokların boyutunun küçüklüğünü 2002-2008 sırasında bu ülkelerde uygulanan makroekonomik politikalara bağlamaktadır. Ancak finansal hareketlerin tarihine baktığımızda gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları önemli ölçüde dışsal koşullar tarafından belirlenmektedir. Özellikle net sermaye kaçışları ı ülkelerin var olan ekonomik performanslarından ziyade beklentiler tarafından yönlendirilmektedir. Asya krizinde görüldüğü gibi güçlü bir net sermaye çıkışı ise daha önceden örnek gösterilebilecek ekonomileri çok kolayca alt edebilmektedir. Net sermaye çıkışları güvenli limanların varlığına önemli ölçüde bağlıdır. 2008 krizi gibi merkezin güvenli liman özelliklerini kaybettiği dönemlerde, çevrenin karşılaştığı şokların boyutunu bu ülkelerin politikalarına bağlamak ciddi yanılgılara sebep olabilir. Bu bağlamda biz gelişmekte olan ülkelerin uygulamış oldukları ekonomik politikaların kriz öncesinde ve sonrasında bir takım olumlu etkilerini kabul etmekle birlikte güvenli liman faktörünün altını çizmenin kriz sırasında ve bundan sonraki süreci anlamak için gerekli olduğunu düşünmekteyiz.

Güvenli limanlar, küresel risklerin arttığı zamanlarda ve kriz esnalarında uluslararası yatırımcıların sığındığı güvenli ve risksiz yerlerdir (Habib ve Stracca, 2011). Ve bu zamana kadarki gelişmekte olan ekonomilerin yaşadığı krizlerde Abd ekonomisi ve diğer gelişmiş ekonomiler güvenli liman statüsündedirler ve krizler sırasında yatırımcılar bu ülkelere kaçmışlardır. Örneğin Asya Krizinde yaklaşık 100 milyar dolar sermaye kriz ülkelerini terk ettikten sonra önce Avrupa bankalarına ve dolaylı yoldan da Abd ekonomisine ulaşmıştır (Wincoop ve Yi, 2000). Fakat son küresel krizde böyle bir tablo pek oluşmamıştır. Gelişmiş ekonomilerde 2000 li yıllarda %0'lara yaklaşan nominal (bazı durumlarda negatif reel getiriler) ve 2008 krizinde bu ülkelerdeki risklerin artması merkez ülkelerin güvenli liman özelliklerini kaybetmelerine sebep olmuştur. Bu da gelişmekte olan ülkelerin finansal açıdan büyük geri dönüşler yaşamamalarına yol açmıştır. Aynı şekilde merkez ülkelere yönelik finansal akımlarda azalma gözlemlenmiş ve ayrıca bu akımların kompozisyonunda büyük değişiklikler gözlemlenmiştir. Bütün bunlar güvenli liman hipotezinin son küresel krizde ne kadar geçerli olduğunu göstermektedir. Tipik bir gelişen piyasa ekonomisi olan Türkiye'nin küresel krizde yaşadığı düşük finansal şokun da aslında iç politikalardan ziyade güvenli limanların etkisizliğinden kaynaklandığını söyleyebiliriz.

Küresel Krizde Merkez Ülkelere Yönelik Finansal Akımlar

Gelişmiş olan ülkelerin güvenli liman özelliğini kaybedip kaybetmediğine dair tartışmayı Abd finansal pazarların tartışılmaz öneminden dolayı Abd ekonomisine son küresel krizde yönelen finansal akımların boyutuna ve kompozisyonuna bakarak yürütmek mümkündür (Grafik 16). 2008 krizinde, ABD ekonomisinde GSYH'nın yaklaşık %5'i kadar finansal ani duruş gerçekleşmiştir. Bu durum çok rahat bir şekilde ABD'nin o süreçte artık güvenli liman olmaması ile açıklanabilir. Oysaki geçmiş krizlerde çevre gelişmekte olan ülkeler krizdeyken güvenli liman olan ABD ekonomisine sermaye girişlerinde artış gerçekleşmiştir. Örneğin 1982'den itibaren yaklaşık 6-7 sene Latin Amerika ülkeleri negatif finans hesabıyla boğuşurken, bu süreçte ABD ekonomisinin net finansal hesabı sürekli bir artış içerisindedir. Aynı şekilde bir önceki bölümde gösterdiğimiz gibi, 1998-2000 yılları arasında Asya ülkelerinden net finansal çıkışlar olmuştur ve aynı yılları kapsayan dönemde ise ABD ekonomisine yönelen net finansal akımlar da artış eğilimindedir. Bu krizlerde gözlenen bu durumlar ABD ekonomisinin o süreçte güvenli liman olması ile açıklanabilir.

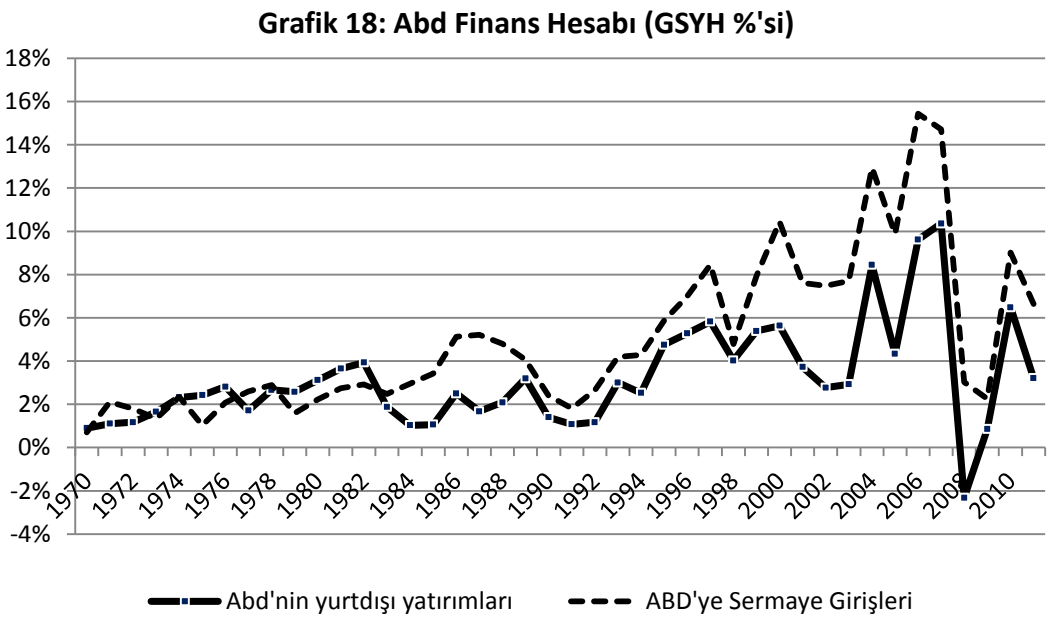


Kaynak: WDI

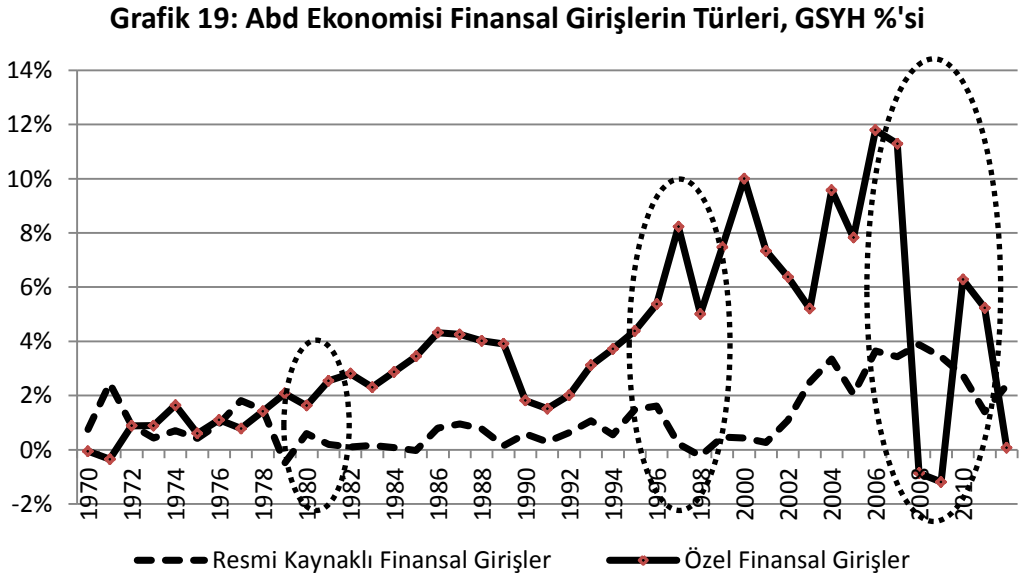
Ayrıca net sermaye akımlarındaki bu düşüş, Amerikan yatırımcılarının yurt dışındaki finansal yatırımlarını ülkelerine yönlendirmelerine rağmen gerçekleşmiştir. Krizde merkez ülke konumundaki Abd, diğer ülkelerdeki yatırımlarını kendi sorunlarını çözmek için geri çağırmıştır (Grafik 18)[13]. Geri çağırılan paranın önemli bir miktarı ise krizde olan Avrupa piyasalarından gelmiştir.

2008 ve 2009 yıllarında Abd nin yurtdışında yaptığı sermaye yatırımlarında ciddi bir düşme olmaktadır. Hatta bu oran negatif değerlere ulaşmıştır. Bu da hem yeni yatırımlar yapılmadığı hatta hâlihazırda yapılmış yatırımların da geri çağırıldığını göstermektedir. Ayrıca ülkeye giriş yapan yabancı sermaye miktarında da büyük bir ani duruş vardır. 2007 yılında GSYH'nın %15'i civarında olan yabancı sermaye girişleri krizle birlikte %3'lere kadar düşmüştür. Bu da aslında Abd ekonomisinin krizde yatırımcılar tarafından ne kadar riskli bir yer olarak algılandığını göstermektedir.

[13] Sermaye girişleri ve yurtdışı sermaye yatırımları arasındaki fark net sermaye akımlarını vermektedir.



Bureu of Economic Analysis (BEA)



Kaynak: BEA

Her ne kadar Abd ekonomisi daha önceki hiçbir krizde gerçekleşmeyen boyutta bir ani duruşla sarsılmış olsa da, neden finansal bir geri dönüşle karşılaşmadığı sorusu okuyucuların aklına gelebilir. Aslında bu sorunun cevabı da Abd'ye giriş yapan sermayenin çeşitlerindedir (Grafik 19).

İlginç bir şekilde resmi kaynaklı yabancı sermaye girişi kriz sürecinde hiç azalmamış hatta kısmi bir artış göstermiştir. Resmi kaynaklı yabancı sermaye büyük çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının rezerv yatırımlarından oluşmaktadır. Bu durumda çevre gelişen ekonomiler kriz esnasında rezervlerini çok fazla kullanma ihtiyacı hissetmediğinin bir göstergesidir. Bu da ayrıca gelişen ekonomilerin krizde Abd'den nispeten daha dayanıklı olduğunu gösteren diğer bir göstergedir. Grafikte görceğimiz gibi 1998 Asya krizinde tam tersi bir durum gerçekleşmiştir. Bu krizde gelişen ülkeler kendileri krizde olduğu için yüksek rezerv ihtiyaçları oluşmuş bunu da Abd'de ki yatırımlarını çağırarak karşılamşılardır.

Özel sektör kaynaklı girişlerde ise ani duruşun ötesinde geri dönüşler gerçekleşmiş ve 2008-2009 yıllarında özel sermaye Abd ekonomisinden net olarak çıkmıştır. Yani riske karşı daha hassas olan özel yatırımcı küresel krizde Abd ekonomisini tercih etmemiştir. Abd'ye giden özel yatırımlardaki geri dönüş resmi yatırımlardaki artış tarafından yumuşatılmış ve bu da net ölçekte bir ani duruşa yol açmıştır. Abd'nin güvenli liman olduğu Asya krizinde ise, özel yatırımlar 1998 yılında kısmi azalmış ve 1999 – 2000 yıllarına büyük bir yükselişe geçmiştir. Bu yıllarda Asya ekonomilerinden ciddi miktarda sermaye geri dönüşü olduğu göz önünde tutulursa, bu kaçan sermayenin güvenli liman olan Abd'ye geldiğini söyleyebiliriz.

Resmi kaynaklı sermaye girişinde 2008 krizinde bir artış olduğunu söylemiştik. Burda akla gelen diğer bir soru; resmi kaynaklı sermayenin güvenli liman olmayan bir ekonomiye yönelmesi ne ile açıklanabilir? Buna cevabı gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının yöneldiği Amerikan araçlarına bakarak verebiliriz. Tablo 2, Abd'ye gelen yabancı sermayenin en çok hangi finansal araçlarında değerlendirildiğini göstermektedir. Kriz dönemine baktığımızda resmi akımların özel sektör finans kuruluşlarının çıkardığı araçlardan çıkıp Abd devlet kağıtlarına yöneldiğini görüyoruz. Yani resmi akımlar bile Abd özel finansal kuruluşlarını riskli ve güvensiz bulmuştur ve görece güvenli saydıkları devlet kâğıtlarına yönelmiştir. Üstelik bu süreç Abd tahvillerinin getirileri sıfıra yaklaştığı döneme rağmen gerçekleşmiştir. Yüksek rezerv politikası uygulayan gelişmekte olan ülkelerin bu rezervleri değerlendirebilecekleri başka şansları da yoktur. 1998 Asya krizinde ise böyle bir ikame mevcut değildir. O dönemde çevre ülkeler krizde olduğu için resmi yatırımlarını ülkelerine çağırmışlar ve bu çağırma sonucu hem özel hem de devlet kâğıtlarına yatırımları düşüş göstermiştir. Özetleyecek olursak çevre kötü durumdayken resmi yatırımlarını ülkeye çağırmak durumunda kalmaktadır. Çevre iyi durumdayken ve

merkezde problemler baş gösterdiğinde çevrenin resmi finansal yatırımları merkezin özel kağıtlarından devlet kağıtlarına kaymaktadır.

Tablo 2: ABD'ye Resmi Sermaye Girişleri ve Türleri, GSYH %'si Kaynak: BEA

Yıllar	Toplam Resmi Girişler	Devlet Tahvilleri ve Hazine Kâğıtları	Bankacılık ve Özel Sektör Kâğıtları	Diğerleri
1993	1.08%	0.81%	0.22%	0.04%
1994	0.56%	0.54%	0.05%	-0.03%
1995	1.48%	0.98%	0.46%	0.04%
1996	1.62%	1.53%	0.07%	0.02%
1997	0.23%	-0.04%	0.27%	0.00%
1998	**-0.23%**	**-0.08%**	**-0.11%**	**-0.04%**
1999	0.47%	0.32%	0.14%	0.01%
2000	0.43%	0.34%	0.06%	0.03%
2001	0.27%	0.51%	-0.29%	0.06%
2002	1.09%	0.86%	0.20%	0.03%
2003	2.50%	2.01%	0.44%	0.05%
2004	3.36%	2.66%	0.58%	0.12%
2005	2.05%	1.69%	0.21%	0.16%
2006	3.65%	3.22%	0.17%	0.26%
2007	3.43%	1.96%	0.78%	0.69%
2008	**3.88%**	**4.20%**	**-1.05%**	**0.73%**
2009	**3.44%**	**3.55%**	**-0.49%**	**0.38%**
2010	2.75%	2.52%	-0.05%	0.28%
2011	1.41%	1.11%	0.20%	0.09%

3. Sonuç: Öngörüler

Gelişmekte olan ekonomiler 2000 li yıllarda finansal istikrar sürecine girmiş ve geçmişteki örnekler kadar etkili finansal krizler yaşamamışlardır. Bu durumun oluşmasında her ne kadar ülkelerin içsel politikaları etkili olsa da, dünya ekonomisindeki kriz öncesi ve kriz sırasındaki gelişmelerin etkisi daha fazladır. 2000 li yıllarda süregelen merkez ülkelerdeki çok düşük getiri oranları ve likidite bolluğu ve ayrıca küresel krizde gelişmiş ülkelerin güvenli liman özelliklerini yitirmesi, bu istikrarlı süreçte çok önemli yere sahiptir. Çalışma boyunca ifade ettiğimiz gibi gelişmekte olan ülkeler 2002 yılından itibaren finansal açıdan test edilmemişlerdir. Küresel krizdeki sermaye akımı yavaşlaması eski gelişen ekonomi krizleriyle karşılaştıralamayacak kadar küçük boyutlu ve daha kısa sürelidir.

Gelişen ülkelerin uyguladığı finansal istikrara yönelik içsel politikaların sonuç verip vermediğini görebilmek için bu ülkelerin finansal bir stres testinden geçmeleri gerekmektedir. Şu an için böyle bir örnek mevcut olmadığından sonucu kestirmek zordur. Fakat çalışma boyunca gösterdiğimiz geçmiş kriz örnekleri ve güvenli limanlar hipotezi ışığında bazı öngörülerde bulunmak mümkündür.

Orta vadede gerçekleşebilecek en yakın senaryo, gelişmiş piyasaların zamanla getiri oranlarının da yükselmesiyle özellikle özel finansal akımlar açısından cazibesinin artmasıdır. Bu durumda içsel bazı finansal kırılganlıkları olan gelişen ekonomilerde, siyasi veya ekonomik olayların tetiklemesi neticesinde, sermaye geri dönüşleri yaşanması muhtemeldir. Gelişmiş iletişim teknolojileri sayesinde, sermaye bir ülkeden diğer ülkeye çok kısa bir süre içerisinde yer değiştirebilmektedir. Bu geri dönüşlerin boyutuna ve ülke rezervlerin yeterliliğine bağlı olarak bazı gelişen ekonomiler bu süreçte yeni krizlerle karşı karşıya kalabilirler. Bu senaryoyu destekleyen gelişmeler günümüzde de gözlenmektedir. Mayıs 2013'de Abd ekonomisine dair olumlu beklentiler ve resmi bir açıklama olmamasına rağmen FED'in faizleri yükselteceği beklentisi bile Türkiye dahil birçok gelişen piyasada doların değerini yükseltmiştir. Yine 2011 ikinci yarısında Abd ekonomisine dair olumlu göstergeler birçok gelişen ülkede doların yükselmesine ve Türkiye'nin 6 ay içerisinde 17 milyar dolar civarında rezerv kaybına sebep olmuştur. Son birkaç ay içinde bu rezerv kaybı ve kurlardaki baskı eş zamanlı olarak giderek artmaktadır. Tüm bunlar Avrupa derin bir krizde iken ve Abd faiz oranları sıfıra yakın iken gerçekleşmiştir. Avrupa ve Abd ekonomisinin ilerde çok daha sağlamlaşması ve faiz oranlarını yükseltmesi durumunda daha büyük finansal şokların Türkiye gibi gelişen ekonomileri vurma ihtimali çok yüksektir.

Yabancı sermayenin Tükiye ve gelişmekte olan ülkeleri hızlı bir şekilde terk etmesi kurlar üzerinde çok büyük bir baskı oluşturabilir. Şokun boyutuna göre merkez bankası müdahalelerinim kısa vadede etkisiz kalması yerli yatırımcının da spekülatif ve de bilanço kaygıları yüzünden yabancı para cinsinden pozisyon alma iştahını artırabilir. Böyle bir durumda merkez bankası rezervlerinin büyüklüğü ve de şirketlerin önceki dönemlerdeki bilançolarının sağlamlığı önemini kaybedebilir. Sonuçta, özellikle Türkiye gibi 2002 yılı sonrası özel sektör dış borçları çok ciddi olarak artmış olan ülkelerde döviz kurundaki yukarı yönlü kalıcı hareketler bilançolarda ciddi hasarlara yol açabilir.

Diğer bir senaryo, gelişmiş ekonomilerin sorunlarını uzun vadede hala çözememesi ve sıfır faiz politikasına devam etmeleri durumudur. Bu senaryoda gelişen ekonomiler bugün de olduğu gibi ciddi boyutta yabancı sermaye çekmeye devam edeceklerdir. Krizden sonraki sürece bakıldığında, merkez ülkelerdeki genişlemeci para politikasının da etkisiyle, gelişen ekonomiler çok yüksek miktarlarda kısa vadeli yatırım çekmektedirler. Yoğun ve kısa vadeli dış sermayenin kredi büyümesi, varlık fiyatlarını tırmandırması gibi finansal istikrarsızlığa yol açtığı bilinen bir olgudur. Bu durumun farkında olan nerdeyse tüm gelişen ülke merkez bankaları ajandalarına fiyat istikrarı yanında faiz koridoru gibi finansal istikrar politikaları da eklemişlerdir. Fakat gelişen ülkeler büyüdükçe daha çok yabancı yatırımcıyı çekmekte, bu da cari açık, kredi büyümesi, varlık fiyatı balonu gibi sorunlara yol açmaktadır. Beklentilerdeki ufak bir bozulma bile bu finansal kırılganlıkları derinleştirebilir ve ülkelerde sistematik kredi iflasları veya varlık fiyatı deflasyonuna yol açabilir. Bu bağlamda Türkiye ve bir sürü gelişmekte olan ülkede son yıllarda gözlenen hızlı kredi büyüme oranı, konut fiyatlarının hızlı yükselişi gibi örnekler de finansal istikrarsızlığın bacakları olarak düşünülebilir.

Yukarıda anlattığımız ikinci senaryo küresel krizden sonra birçok gelişen ekonomilerde gözlenmeye başlamıştır. Merkez ülkelerin genişlemeci politikaları gelişen ekonomilere yoğun bir şekilde sermaye akımına yol açmaktadır. Türkiye gibi kronik cari açıklarla boğuşan ülkeler için bu politikayı sürdürebilir kılmak çok zordur. Bir yandan işsizlik ve toplam talep için güçlü bir büyümeye gereksinim vardır. Bu da özellikle ithal ara mallarına bağımlı gelişen ülkelerde iç talebi artırmakta ve cari açığı çok yükseltmektedir. Cari açığın finansmanı için ise bu ülkeler yeni yabancı sermaye kaynaklarına ihtiyaç duymaktadır. Yeni yabancı sermaye de açıkladığımız gibi finansal istikrarsızlığa yol açar. Bu durumda gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları finansal akımların oynaklığını önlemek ve kredi büyümesini engellemek için munzam karşılık oranlarını artırmak vb gibi bir takım tedbirlere başvurabilir. Eğer merkez bankası aldığı tedbirlerde başarılı olursa (sermaye akımlarının güçlü bir şekilde devam ettiği ortamlarda başarılı olamayabilir) kredi büyümesinin yavaşlamasıyla yatırımlar düşeceğinden büyümede yavaşlayacaktır. Türkiye'nin 2012 yılı örneği bu durumu açık bir şekilde göstermektedir. Yani Türkiye benzeri gelişen piyasaların politika yapıcılarının önünde iki yol kalmaktadır. Ya uzun süreli düşük büyüme ve yüksek işsizlik ortamı devam ettirilecektir. Ya da hızlı büyüme, yüksek cari açık ve dış sermayeye bağımlı ve finansal yönden istikrarsız ortam sürdürülecektir. Bu ikinci durum ise oldukça büyük riskler taşımaktadır. En ufak siyasi veya makroekonomik değişimlerin bile

piyasaları kısa sürede sarstığı günümüzde, beklentilerdeki ufak bir değişiklik bile finansal istikrarsızlığı finansal krizlerle sonuçlandırabilir. Özellikle gelecekte olası güvenli limanların varlığı gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye için çok ciddi riskler taşımaktadır. Önümüzdeki yıllar finansal açıdan çok büyük kırılmalara ve gelişen piyasalar için büyük istikrarsızlıklara gebedir. Var olan politikalarla bu üç senaryonun dışına çıkılabilmesi mümkün gözükmemektedir.

Kaynakça

Ammer, John, Fang Cai, ve Chiara Scotti. *Has International Financial Co-Movement Changed? Emerging Markets in the 2007–2009 Financial Crisis*. Emerald Group Publishing Limited, 2011.

Bascı, E. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/, Mayıs 2013

Berkmen, P. ve diğerleri, "The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact." *Journal of International Money and Finance*, 2011

Bilgin, Cevat, ve Ahmet Şahbaz. "Causality Realations between Growth and Export in Turkey." *Gaziantep University Journal of Social Sciences* 8.1, 2009, 177-97

Bureu of Economic Analysis, "International Economic Accounts". http://www.bea.gov/. 2013

Didier, T., C. Hevia, ve S. L. Schmukler. *How Resilient were Emerging Economies to the Global Crisis?*. World Bank, 2011.

Eichengreen, B. "Lessons of the Crisis for Emerging Markets." *International Economics and Economic Policy* 7.1 (2010): 49-62. Print.

Habib, M. M., & Stracca, L., Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency? *Journal of International Economics,* 2011.

Halicioglu, Ferda. "A Multivariate Causality Analysis of Export and Growth for Turkey." *Munich Personal Repec Archieve*, 2007

Jeanne, O. "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings papers on Economic activity* 2007.1, 2007, 1-55.

Karahasan, Burhan Can. "Financial Liberalization and Regional Impacts on Entrepreneurial Behavior in Turkey." *Munich Personal Repec Archieve*, 2009

Kılınç, Mustafa, Zübeyir Kılınç, and M. Ibrahim Turhan. "Resilience of the Turkish Economy during the Global Financial Crisis of 2008." *Emerging Markets Finance and Trade* 48, 2012, 19-34.

Meirelles, H. C. *Ten years of floating exchange rate in Brazil*. Central Bank of Brazil, Ocak 2009

Mohan, R., M. Kapur, and Stanford University. Center for International Development. *Liberalisation and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies*. Stanford University, 2009.

Ranaldo, A., & Söderlind, P. (2010). Safe haven currencies. *Review of Finance, 14*(3), 385-407.

Tsangarides, Charalambos. "Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries." *IMF Working Papers* (2010): 1-26.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, 2013.

Uygur, Ercan. *The Global Crisis and the Turkish Economy*. Third world network (TWN), 2010.

Van Wincoop, E., & Yi, K. M. (2000). Asia crisis postmortem: Where did the money go and did the united states benefit? *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 6*(3)

World Bank, *World Development Indicators*. http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators, 2013.

Yılmaz, D. (Temmuz 22, 2010). *The Impact of Global Crisis on World and Turkish Economy, and the Recuperation Process.* Nineteenth World Business Congress, Karatay Üniversitesi, Konya, Türkiye. http:\\www.milliyet.com.tr

Yörükoğlu, Mehmet, and Hakan Atasoy. "The Effects of the Global Financial Crisis on the Turkish Financial Sector." *BIS Papers*.54 (2010): 387-405.