Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü
Çalışma Tebliği No:07/06

Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye'de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu

Erdal ÖZMEN
Cihan YALÇIN

Temmuz 2007

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

KÜRESEL FİNANSAL RİSKLER KARŞISINDA TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR FİNANSAL YAPISI VE BORÇ DOLARİZASYONU[1]

Erdal Özmen[a, b]
Cihan Yalçın[b]

[a] Orta Doğu Teknik Üniversitesi, İktisat Bölümü.
[b] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü

ÖZET

Bu çalışmada, TCMB Sektör Bilançoları ve TCMB Risk Merkezi şirket düzeyi verileri kullanılarak, Türkiye'de reel sektör şirketler kesiminin, temelde küresel dengesizliklerin intibakıyla uluslararası faiz oranlarındaki artış veya özellikle gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişlerindeki ani duruş veya tersine dönüş biçiminde gerçekleşebilecek dışsal küresel risklere karşı finansal kırılganlıkları tartışılmaktadır. Dışsal şoklar sonucundaki olası reel kur veya faiz artışlarının etkisinin boyutunda, ekonomideki temel sektörlerin finansal durumları, borç yapıları ve aralarındaki finansal kırılganlık kanalları temel öneme sahiptir. Reel kur artışları, yüksek düzeyde borç dolarizasyonu gibi finansal kırılganlıkların varlığında, ekonomiyi daraltıcı olabilecektir. Çalışma, borçluluk oranı ve faiz riski gibi değişkenlerde 2001 krizi sonrasında olumlu gelişmelere işaret etmektedir. Ancak, borç dolarizasyonu ve kısa vadeli borçlanma yapısı, son yıllarda gözlenen göreli iyileşmeye rağmen, Türkiye'de reel sektör şirketlerinin dışsal finansal şoklara karşı temel içsel kırılganlık kaynakları olarak değerlendirilmektedir. Özellikle küçük ölçekli veya düşük ihracat payına sahip şirketlerin kriz sonrasında borç dolarizasyonu karşısında daha temkinli oldukları gözlemlenmektedir. Borç dolarizasyonunun şirket ölçek büyüklüğü ve ihracat paylarıyla olan ve son dönemde güçlenme eğilimi gösteren positif ilişkisi, finansal piyasalara erişim ve borç-gelir para cinsi bileşimi tutarlılığı çerçevesinde, risk sınırlayıcı olgular olarak değerlendirilmektedir.

ABSTRACT

This paper discusses financial fragilities of Turkish corporate sector to exogenous financial risks stemming mainly from global imbalances, the realisation of which may lead to substantial increases in international interest rates and/or a sudden stop or reversal of capital flows especially to developing countries, by using the CBRT Risk Center and CBRT Company Accounts firm level data over the 1996-2005 period. The magnitude of the impacts of real exchange rate depreciations or interest rate increases crucially depends on the financial conditions, debt structures and intersectoral fragility linkages of the main sectors of an economy. In the presence of financial fragilities including a substantial liability dollarisation, real exchange rate depreciations may be contractionary. The findings of this study suggest that, in spite of improvements in the leverage ratios and interest risks after the 2001 crisis, liability dollarisation and short maturity structure of debt still appear to be the main sources of fragility in Turkish corporate sector against exogenous financial shocks. Small sized or low exporting firms are found to be much more prudent to liability dollarisation after the crisis. The positive and recently improving correlations of liability dollarisation with both firm size and export ratios may be limiting the risks when we consider the issues of ability to access to financial markets and debt-revenue currency composition consistency.

[1] Bu çalışmada sunulan görüşler yazarlara aittir ve kurumlarının resmi görüşleri olarak değerlendirilemez. Çalışmaya değerli katkılarından dolayı Mehtap Kesriyeli, Ahmet Kıpıcı, Fatih Özatay, Hakan Özyıldız, Erol Taymaz, Serkan Yiğit, Ferya Kadıoğlu, Zahid Samancıoğlu ve 8-9 Kasım 2006 tarihlerinde İstanbul'da düzenlenen Uluslararası Finans Arenası "*Küresel Riskler ve Risk Yönetimi*" isimli konferans katılımcılarına teşekkür ediyoruz. Tüm bu katkılara rağmen, çalışmanın eksiklikleri bize aittir

I. GİRİŞ

Finansal olarak kapalı bir ekonominin yatırım ve büyüme potansiyeli yurt içi tasarruf oranlarıyla sınırlıdır. Finansal açıklık, yurt içi tasarruf-yatırım ilişkisini zayıflatmakta ve yurt içi tasarrufların beklenen reel getiri ve risklere göre küresel düzeyde hareket etmesine yol açmaktadır. Finansal açıklık ve dalgalı döviz kuru rejimleri, makroekonomik temelleri güçlü ve finansal yapıları düzenlenmiş ekonomilerin yatırımlarının tasarruflarından sistematik olarak fazla olabilmesini ve farklı koşullarda risk unsuru olarak algılanabilecek yurt içi yatırım-tasarruf farklarının (cari işlemler açıkları) sürdürülebilirliğini sağlayabilmektedir. Finansal açıklık sağladığı olanakların yanı sıra önemli riskleri de içermektedir. Bu risklerin en önemlilerinden biri, temelde ülke koşullarından kaynaklanmasa bile, uluslararası likidite koşulları ve risk algılayışlarındaki değişikliklerin, özellikle gelişmekte olan ülkelerden ani sermaye çıkışlarına (veya sermaye girişlerindeki ani duruşlara) yol açabilmesidir. Rozada ve Levy-Yeyati (2006), gelişmiş ülkelerden kaynaklanan bu tür dışsal-küresel faktörlerin, gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetlerinin temel belirleyicilerinden birisi olduğunu ileri sürmektedir.[2] İçsel dinamikler çerçevesinde sürdürülebilir olan makroekonomik dengeler ve borçlanma yapıları, olumsuz dışsal-küresel şoklar karşısında sürdürülemez bir duruma gelebilmektedir (Calvo, İzquierdo ve Mejia, 2004; Rozada ve Levy-Yeyati, 2006).[3] Bu olumsuz dışsal etkilerin boyutunun en önemli belirleyicilerinden biri de, ülke ekonomisinin temel sektörlerindeki (kamu, reel sektör, bankacılık ve hanehalkı) içsel kırılganlıklardır.

Uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler için göreli olarak daha elverişli olarak değerlendirilebilecek durumunun son dönemde olumsuzluk yönünde bir değişim olasılığı artmaktadır. Küresel finansal dengesizlikler ve hammadde fiyatlarındaki artışların da tetiklediği enflasyonist baskılar karşısında gelişmiş ülkelerdeki faiz artışları, uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi eğilimini güçlendirmektedir.[4] Faiz artışlarının, 1930'lu yılların sarmal ekonomik durgunluğa yol açan rekabetçi devalüasyonlarına benzer bir etkide bulunabilme olasılığı önemli bir küresel risk olarak değerlendirilebilinir.

ABD'nin özel sektör tüketimi ve kamu açığı kaynaklı yüksek cari işlemler açığının sürdürülebilirliği ve sistematik olarak cari işlemler fazlası veren özellikle Güney-Doğu Asya ülkelerinin rezerv politikalarındaki muhtemel değişiklikler uluslararası finansal sistemin istikrarı konusundaki tartışmaların temel başlıklarını oluşturmaktadır. Kendi parası cinsinden borçlanabilme imtiyazina sahip bir kaç merkez ülkeden biri olan ABD'nin ikiz açıklarını parasal olarak finanse etmesi durumunda oluşabilecek küresel düzeydeki enflasyonist baskılar ve cari işlemler fazlası veren ülkeler kaynaklı küresel durgunluk, uluslararası likidite koşullarını olumsuz olarak etkileyebilecektir. Son dönemdeki

---

[2] Çulha, Özatay ve Şahinbeyoğlu (2006) çalışmasına göre de, gelişmekte olan ülkelerin risk primleri ve borçlanma maliyetleri, içsel faktörlerin yanı sıra, küresel risk algılaması ve likidite koşulları gibi dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir.

[3] Bu sonuç, "borç toleranssızlığı" (sürdürülebilir borçlanma oranlarının gelişmekte olan ülkelerde çok daha düşük olması; Reinhart vd., 2003) etkisinin daha da olumsuz olmasını sağlayabilmektedir.

[4] IMF (2006a,b) ve IMF (2007) küresel finansal dengesizlikler ve risklerin geniş bir değerlendirmesini içermektedir. ABD ikiz açıklarının sürdürülebilirliği ve olası küresel riskler karşısındaki intibak mekanizmaları konusunda *Journal of Policy Modeling* 2006, 28(6) özel sayısındaki makaleler temel bir başlangıç kaynağı sunmaktadır.

tartışmalar, küresel dengesizliklerin sürdürülebilirliğinden ziyade, sürdürülemezliği veri alınarak, uluslararası finansal sistemin intibakının düzenli/kontrollü/yumuşak geçiş (Bernanke, 2005; Calvo ve Talvi, 2006; IMF, 2005a, 2007) veya düzensiz/kontrolsuz/sert çakılma (Roubini ve Setser, 2005; Rogoff, 2006) biçimlerinde olması konularında odaklanmaktadır. IMF(2005a, 2006a,b) ve IMF(2007) tarafından da değerlendirildiği gibi küresel dengesizliklere intibakın ani ve sert olması potansiyeli dikkate alınmalıdır.

Küresel dengesizliklerin intibakı sürecinde ABD dolarının değer kaybetmesi dolar cinsinden borçlu olan ülke ve sektörlerin net dış yükümlülüklerini (dolar varlıkları veya rezervleri ile dolar yükümlülükleri farkı) ve borç servislerini reel olarak azaltabilecek ve ABD doları cinsinden ihracat payı daha yüksek olanların dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkileyebilecektir (Eichengreen ve Park, 2006, Calvo ve Talvi, 2006). Küresel likidite koşulları dikkate alınmadığında, bu tür bir intibakın olumsuz etkilerinin sınırlı ve temelde uluslararası ticaret kökenli olması beklenebilir. Gelişmekte olan ülke ekonomileri için ise asıl risk, küresel dengesizliklerin intibakı sürecindeki bir likidite daralması veya faiz artışının belirleyici olduğu finansal risktir. Sürü davranışı, bulaşma etkisi, güvenli kaliteye kaçış ve gelişmiş ülkelerdeki yurt içi varlık tercihi gibi nedenlerle, sermaye girişlerindeki ani duruş veya çıkış, geçmişte olduğu gibi günümüzde de, finansal olarak açık ülkelerin makroekonomik dengelerinin sürdürülebilirliğinde temel bir risk unsurudur. Ülkelerin döviz kuru rejimleri, makroekonomik koşulları, finansal sistemlerinin yanı sıra, temel sektörlerinin (kamu, bankacılık, şirketler kesimi ve hanehalkı) bilançolarındaki içsel kırılganlıklar, dışsal küresel risklerden etkilenme derecelerinde belirleyici olmaktadır.

Uluslararası sermaye girişlerindeki ani duruş veya çıkışın, tetikleyicisi temelde ülke koşulları olmasa bile, sabit kur rejimlerinin finansal krizlerle sonlanmasına neden olabildiği görüşü artık yaygın olarak kabul görmektedir. Dolayısıyla, küresel finansal risklerin artmakta olduğu bir dönemde, dalgalı kur rejimlerinin "şok emici" olabilme niteliği ve bunun koşulları daha da önemli hale gelmektedir. Dalgalı kur rejimlerinde reel kur intibakının "şok emici" olabilmesinin ön koşullarından biri ekonomide borç dolarizasyonu baskınlığının olmamasıdır. "Dalgalı kur çekincesi" (Hausmann *vd*., 2001; Calvo ve Reinhart, 2002) yazını, gelirleri temelde ülke parası cinsinden olan sektörlerin korunmamış (unhedged) yabancı para borçlarının varlığı durumunda, dalgalı kur rejiminin "şok yaratıcı/çoğaltanı" olabilme potansiyeline dikkat çekmektedir.

Küresel risklerin gerçekleşmesi durumundaki ani sermaye çıkışlarının boyutu ve döviz kurları üzerinde etkilerinde, ülkelerin döviz kuru rejimleri, finansal yapıları, dış borç oranları ve cari işlemler açıklarının niteliği gibi önemli içsel değişkenler de belirleyici olabilecektir. Dalgalı kur rejimlerinde, uluslararası likiditenin fiyat veya miktarındaki olumsuz gelişmeler, temelde kısa vadeli sermaye girişleriyle finanse edilen yatırım-tasarruf farklarının (cari açıklar) reel kur değişmesiyle intibak etmesine neden olabilecektir. Borç dolarizasyonu gibi finansal kırılganlıkların olmadığı ekonomilerde reel kurdaki artışın (yerli paradaki reel aşınmanın) net ihracat artışı aracılığıyla ekonomik büyümeyi desteklemesi beklenmektedir. Dolayısıyla, bu tür ekonomilerde, cari açıkların ve reel kur intibaklarının finansal kriz tetikleyicisi olması öngörülmemektedir. Reel kur artışlarının, borçları ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden olup da gelirleri ülke parası cinsinden olan sektörlerin temelde borç dinamiklerinin sürdürülebilirliğini ve genel olarak finansal durumlarını olumsuz etkilemesi kanalıyla ekonomi üzerinde daraltıcı etkisi olabilmektedir.

Küresel risklerden biri olan merkez ülkelerdeki faiz artışları, tanım gereği, dış borç servisi maliyetini artırabilmektedir. Küresel likidite koşullarındaki olumsuz gelişmeler karşısında, gelişmekte olan ülkelerin faizlerini artırmak durumunda kalmaları, kamu ve/veya özel kesimin borç sürdürülebilirlik dinamiklerini olumsuz etkileyerek ve dolayısıyla risk primlerini artırarak sermaye çıkışını engellemekte yetersiz kalabilecektir. Küresel risklerin, sermaye çıkışları ve reel kur artışları üzerindeki etkisinde belirleyici olan, ülkenin cari işlemler dengelerinin yanı sıra borçlarının düzeyi, yapısı ve sürdürülebilirliğidir. Cari işlemler yapısı benzer olan iki ülkeden borç dinamikleri (vade yapısı, oranı ve bileşimi) daha olumsuz olanın küresel likidite daralmasına karşı daha fazla kırılgan olması beklenebilir. Aynı şekilde, yüksek ve kısa vadeli borç yapısına sahip bir ülkenin cari işlemler fazlası vermesi, sürdürülebilir borç dinamiklerine sahip ve göreli olarak yüksek cari işlemler açığı verebilen bir diğer ülkeye göre, küresel riskler karşısında daha az kırılgan olmasını sağlamayabilir.

Finansal krizlere bilanço yaklaşımı[5] bir ekonominin temel sektörlerindeki (kamu, reel sektör, bankacılık ve hanehalkı) kırılganlıkların birbirlerinden bağımsız olmadığını göstermektedir. Reel sektörün ve hanehalkının bilanço kırılganlıkları, aynı zamanda kredi aldıkları bankacılık sistemi için de bir risk unsurudur. Diğer yandan, kamu kesimi bilanço riskleri, portföylerinde kamu borç araçları tutan sektörler için de bir kırılganlık kaynağıdır. Mevduat veya borç güvencesi gibi risk tercihini artıran ve risklerin gerçekleşmesinin maliyetini kamuya aktaran düzenlemeler olmasa dahi, bankacılık sistemi bilanço riskleri, gerek borç finansmanı aracılığıyla doğrudan, gerekse finansal istikrarı yeniden sağlamanın potansiyel maliyeti aracılığıyla dolaylı olarak, kamu kesimi bilançosu açısından da bir risk kaynağıdır. Bankacılık sisteminin kredi koşullarındaki gelişmeler, şirketlerin ve hane halklarının finansal durumlarını, dolayısıyla yatırım ve tüketim kararlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Küresel risklerin gerçekleşmesinin ilk doğrudan etkisi bu risklere en hassas sektör(ler)de gözlense de, sektörlerarası finansal kırılganlık bağlantıları aracılığıyla bu etkinin tüm ekonomiyi kapsayarak çığ gibi büyümesi beklenebilir.

Bu çalışmada, küresel finansal riskler karşısında Türkiye'de reel sektör finansal kırılganlıklarının gelişiminin TCMB Sektör Bilançoları ve TCMB Risk Merkezi şirket düzeyi verileri çerçevesinde tartışılması amaçlanmaktadır. Çalışmanın II. bölümünde, borç dolarizasyonu durumunda reel kur artışlarının etkilerinin özet bir tartışması sunulmaktadır. Uluslararası likiditenin miktarındaki bir daralma veya fiyatındaki bir artışın yanı sıra bunların yol açabileceği reel kur artışları da borçluların finansal durumlarını ve reel kararlarını doğrudan etkileyebilecektir. Ani ve yüksek kur artışlarının ekonomiye olumsuz etkisi karşısında ülke parasını savunmaya yönelik faiz artışlarının neden olduğu olumsuzluklarda temel sektörlerin borç yapısı belirleyici olmaktadır. Yüksek ve kısa vadeli borç stoku, borç dinamiklerinin olumsuz etkilenmesine, ülke risk primini artırarak sermaye çıkışının ve kur artışının hızlanmasına, ve dolayısıyla ekonominin beklenenin ötesinde daralmasına yol açabilmektedir. Bu çerçevede, Bölüm III Türkiye ekonomisi ve şirketler kesimi borç yapılarındaki gelişmelerin tartışılmasına ayrılmıştır. IV. Bölüm'de ise, Türkiye'de şirketler kesimi borç dolarizasyonu tartışılmaktadır. Çalışmanın sonuçları V. Bölüm'de sunulmaktadır.

[5] Allen *vd.* (2002), Aghion, *vd.* (2004), Céspedes, *vd.* (2004), Gertler *vd.* (2007) finansal krizlere bilanço yaklaşımına ilişkin son dönem çalışmalar arasındadır. Koğar ve Özmen (2006) Türkiye 2001 finansal krizini bilanço yaklaşımı çerçevesinde incelemektedir.

II. BORÇ DOLARİZASYONU VE REEL KUR DEĞİŞMELERİNİN BİLANÇO ETKİLERİ

Makroekonomi yazınının Mundell-Fleming modeli çerçevesindeki standart aktarım mekanizmasına göre, döviz kuru içsel veya dışsal şoklar karşısında intibak eden değişkendir ve reel kur artışları net ihracatı artırırken temel sektörlerin finansal durumlarını değiştirmemekte ve sonuçta büyümeyi olumlu etkilemektedir. Ekonomideki sektörlerin borç dolarizasyonu ve yabancı para (YP) açık pozisyonlarını dikkate almayan standart modelin "genişlemeci reel kur artışı" önermesi Tablo 1'deki "ticaret kanalı" temeline dayanmaktadır. Ticaret kanalına göre, reel kur artışlarının dış ticareti ve üretimi olumlu etkileyebilmesi için, sırasıyla Marshall-Lerner koşulunun geçerli olması[6] ve ihracatçı sektörlerdeki üretim artışının diğer sektörlerdeki daralmadan fazla olması gerekmektedir. Ticaret kanalı çerçevesinde, reel kur artışlarının genişlemeci etkisi, ülkenin uluslararası ticarete olan açıklığı, ihracatçı sektörlerin ekonomideki göreli ağırlığı ve üretimdeki yurt içi (ithalata bağlı olmayan) girdi oranı ile doğrudan ilişkilidir (Calvo, vd., 2004; Frankel, 2006).

Tablo 1. Reel Kur Artışının Sektörel Etkileri

	İhracatçı Sektörler	İthalatçı Sektörler	Yurt içi Üretim	Toplam
Ticaret Kanalı	+	-	-	+ (?)
Finansal Kanal (Açık Pozisyon)	-	-	-	-
Toplam	(?)	-	-	- (?)

Son dönemlerde reel kur artışları ve devalüasyonların, gelişmekte olan bir çok ülkede, yüksek oranda reel gelir daralmalarına ve ekonomik istikrarsizlığa yol açması, standart yaklaşımın hangi koşullarda geçerli olmayabileceği tartışmalarını yoğunlaştırmıştır.[7] Bu tartışmalarda temel belirleyici, "genişlemeci reel kur artışı" önermesinin dikkate almadığı kur değişmelerinin bilanço etkisidir (finansal kanal). Borç dolarizasyonu ve YP açık pozisyonu durumunda, reel kur artışları, borç miktar ve servis maliyetinin reel olarak artmasına neden olmaktadır. Borç dolarizasyonun bulunduğu düzey, reel kur hareketlerinin neden olduğu servet etkisinin büyüklüğünü ve şirketlerin ödeme kapasitesini etkileyebilmektedir. Reel kur artışlarının borçluların temerrüt riskini artırmasından dolayı borç verenler (bankalar) için kredi riski kaynağı oluşturması, para krizlerinin reel ekonomiyi şiddetle daraltan finansal krizlere dönüşmesinin temel nedenlerindendir. Ekonomik birimlerin reel kararlarının finansal durumlarından bağımsız olmadığını gösteren

[6] Akbostancı (2004) sonuçları Marshall-Lerner koşulunun Türkiye verileri için uzun dönemde geçerli olduğu önermesini desteklemektedir. Aydın, *vd*. (2004) çalışmasına göre, Türkiye'de reel kur artışlarının dış ticaret dengesi üzerindeki etkisinde temelde ithalat daralması belirleyicidir.

[7] Bu çerçevede, Frankel (2005, s. 155) de aktarıldığı üzere, 1992 yılında İngiltere'de yaşanan para krizi sırasında, devalüasyon karşısında İngiltere Hazine Bakanının "sevinçten banyoda şarkı söylemesi" anektodu gelişmekte olan ülkeler hazine ve para politikası sorumluları için geçerli olmayabilir.

"bilanço kanalı" yaklaşımına göre, kriz sürecinde olunmasa dahi, reel kur artışları bilanço ve servet etkisi kanallarıyla reel yatırımları ve üretimi olumsuz etkileyebilmektedir (Aghion, *vd*., 2004). Reel kur artışları, ticaret ve finansal kanallar yoluyla (Tablo 1), ithalatçı veya uluslararası ticarete konu olmayan (yurt içi) sektörleri olumsuz etkileyebilmektedir. İhracatçı sektörlerin etkilenme durumları ise, temelde *net* gelirlerinin reel kur esnekliği ve YP borçlarının yapısı tarafından belirlenmektedir.[8]

"Dalgalı kur çekincesi" ve "krizlere bilanço yaklaşımı" yazınının da belirttiği gibi, gelirleri temelde ülke parası cinsinden olan sektörlerin[9] YP cinsinden borçlanması, dalgalı kur rejiminin "şok yaratıcı/çoğaltanı" olabilme potansiyelini artırmaktadır. Borç dolarizasyonu sonucunda, sermaye hareketlerindeki ani değişiklikler gelişmekte olan ülkelerin ekonomik dalgalanmalarının boyut ve sıklığını artırabilmektedir. Sermaye girişlerindeki ani duruş veya çıkışla reel olarak değer kaybeden ülke parası, borçların artmasına, kırılgan sektörlerin kredibilitesinin azalmasına ve bilanço etkisiyle üretim ve yatırımların düşmesine neden olabilmektedir. IMF (2005, s.116) "açık pozisyonlar ve vade uyumsuzlukları yükselen piyasalarda dışsal şokların etkisini şiddetle ağırlaştırabilmekte, krizleri derinleştirmekte ve kriz sonrası intibak sürecini yavaşlatabilmektedir" görüşünü öne sürmektedir. Calvo *vd*., (2004), borç dolarizasyonunu temelde sürdürülebilir olan açıkların olumsuz dışsal koşullar karşısında sürdürülemez duruma gelmesinin temel nedenleri arasında görmektedir. Eichengreen *vd.* (2005) belirttiği gibi, bu etkiler, merkez bankalarının dalgalı kur rejimini daha az tercih etmelerine, daha fazla rezerv tutmalarına ve daha aktif döviz piyasası müdahalesi veya faiz oranı ayarlamalarına yol açmaktadır. Borç dolarizasyonu merkez bankalarının son borç verme makamı olarak likidite krizlerine müdahale kabiliyetini de sınırlayabilmektedir (Calvo, 2006).

Finansal kırılganlıklar ve borç dolarizasyonu, enflasyon hedeflemesi rejimi altında, merkez bankalarının faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanabilme olanağını ve etkinliğini sınırlayabilmektedir. Bu çerçevede, merkez bankaları ani dışsal şoklar karşısında kur artışını dizginleyebilmek için "şok emici" olarak kullanabilecekleri YP cinsinden rezerv tutmak durumunda kalmaktadır.[10] Calvo (2006), döviz kuru geçişim mekanizması da dikkate alındığında, aşırı kur artışlarını dizginlemeye yönelik döviz satış müdahalelerininin

---

[8] Levy-Yeyati (2006) borç dolarizasyonu neden ve sonuçlarına ilişkin kapsamlı bir değerledirme çalışması sunmaktadır. Borç dolarizasyonunun nedenleri ve sonuçlarının şirketler kesimi düzeyinde incelenmesi, veri olanaklarına koşut olarak, son dönemde artmaya başlamıştır. Bu konuda, Galindo *vd.* (2003) tarafından özetlenen altı Latin Amerika ülkesi verilerini inceleyen çalışmalar önemli katkılar içermektedir. Galindo *vd.,* (2003, 2005) ve Cowan *vd.* (2005), Latin Amerika ülkelerinde borç dolarizasyonunun reel kur artışlarının yatırımları azaltıcı ve ekonomiyi daraltıcı olumsuz bilanço etkilerine yol açtığı önermesini genellikle desteklemektedir. 54 ülke makro verilerini kullanan Bebczuk *vd.,* (2006) yüksek borç dolarizasyonun olduğu durumlarda reel kur artışlarının ekonomiyi daraltıcı etkilerinin daha baskın olabileceğini ileri sürmektedir. Kesriyeli *vd.,* (2005)'e göre, Türkiye'de finansal dışı şirketler kesimi borç dolarizasyonu sektörel değişkenlerin (maddi teminat, borçluluk/kaldıraç ve ihracat oranları) yanı sıra makroekonomik durum değişkenleri (reel kur değişmesi, enflasyon, bütçe açıkları ve makroekonomik belirsizlik) tarafından da belirlenmektedir. Kesriyeli *vd.,* (2005), yüksek borç dolarizasyonu altında, reel kur artışlarının şirket bilançolarını ve yatırımlarını negatif etkilediği önermesini ampirik olarak destekleyen sonuçlar elde etmiştir.

[9] Bu bağlamda, özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan kendi paraları cinsinden borçlanamamalarını tanımlayan "temel günah" (Eichengreen, *vd*., 2005 ve Özmen ve Arınsoy, 2005) sonucunda gelirleri temelde ülke parası cinsinden olan kamu sektörünün borç dolarizasyonu kırılganlıkları da önemlidir. Bu çalışmada tartışılan reel sektör kırılganlıklarının kamu için de geçerli olduğu önerilebilinir.

[10] YP cinsi rezerv tutmanın "şok emici" ve zımni "aşırı" kur artışı olmaması garantisi gibi olumlu veya olumsuz sonuçlarının yanı sıra, yüksek ekonomik ve sosyal maliyetleri de (Rodrik, 2006) vardır.

enflasyon hedeflemesi rejimi ile tutarlı ve ekonominin "kötü denge"ye sürüklenmesinin engellenmesinde etkili olabileceğini önermektedir. Bu çerçevede, YP rezervler, finansal kırılganlıklar altında dalgalı kur rejiminin şok artırıcı etkileri karşısında şok emici bir rol oynayabilmektedir. Rezervlerin aktif olarak kullanılması, Calvo (2006)'ya göre, geçici de olsa, dalgalı kur rejiminden sabit veya yönetilen kur rejimine geçiş anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, sermaye girişlerindeki ani duruş karşısında mümkün üçlemenin (bağımsız para politikası, dalgalı kur rejimi ve serbest sermaye hareketleri) geçerli olabilmesi için yüksek borç dolarizasyonu ve diğer finansal kırılganlıkların giderilmesi gerekmektedir. YP cinsi borçlanma riskinin reel kur dalgalanmalarına bağlı olarak artması beklenebilir (Levy-Yeyati, 2006). Dolayısıyla, merkez bankalarının, ani ve yüksek kur artışlarını dizginleyebilmek için YP rezervlerini kullanacağı beklentisi, ekonomik birimlerin kur riskini yeterince içselleştirememelerine ve sabit kur rejimlerinde olduğu gibi borç dolarizasyon eğiliminin yüksek olmasına neden olabilmektedir (Schneider ve Tornell, 2004; Kamil, 2006). Sonuçta borç dolarizasyonu ve dalgalı kur çekincesi arasındaki iki yönlü ilişki sarmalı[11] birbirini besleyerek finansal kırılganlığın olumlulaşan içsel ekonomi dinamikleri karşısında bile kalıcılığına yol açabilmektedir.

III. CARİ AÇIK, BORÇLANMA VE FİNANSAL SİSTEM

Küresel düzeydeki finansal risklere karşı Türkiye ekonomisinin temel kırılganlık kaynaklarından birinin cari işlemler açığı olduğu önermesi son yılların önemli tartışma konuları arasındadır. Tanım gereği, *t* dönemindeki cari işlemler dengesi (CAD) ekonomideki toplam tasarruf (S) ve yatırım (I) farkına eşittir:

$$CAD_t = (S_t - I_t) = (S^P{}_t - I^P{}_t) + (S^G{}_t - I^G{}_t) \qquad (1)$$

Özdeşlikte (S^P - I^P) özel sektör tasarruf (S^P)-yatırım (I^P)açığını, (S^G - I^G) ise kamu kesimi tasarruf (S^G) - yatırım (I^G) açığını tanımlamaktadır. Toplam tasarruf açığı cari işlemler açığına (CA) eşit olmaktadır. Bilindiği gibi, finansal olarak açık bir ekonomide cari işlemler açığı dönemlerarası bir olgudur ve dalgalı kur rejimlerinde kritik CA eşikleri önermesi geçerliliğini yitirmektedir (Özmen, 2004). Cari işlemler açığı, temelde tasarruf/tüketim ve yatırımları etkileyen makro, mikro ve kurumsal düzeydeki gelişmeler tarafından belirlenmektedir. Bu açığın sürdürülebilirliği ise, finansal sistem ve kurumsal yapı, döviz kuru rejimi, makroekonomik koşullar, söz konusu açığın kaynakları ve finansman biçimi, küresel finansal koşullar gibi değişkenlere bağlı olmaktadır.

Türkiye ekonomisi cari işlemler dengesi ve kaynakları 1995 yılı sonrası için Şekil 1'de sunulmaktadır. Dönem boyunca, Türkiye ekonomisinin yapısal olarak cari işlemler açığı verdiği (cari işlemler dengesi, kriz dönemleri hariç, genelikle açık vermektedir) ve bunun son yıllarda daha önceki dönemlerle[12] karşılaştırılamayacak düzeyde yüksek olduğu

[11] Borç dolarizasyonu ve döviz kuru politikalarinin iki yönlü ilişkili ve içsel olarak belirlendiğini öneren teorik modeler için bkz. Chamon ve Hausmann (2005) ve Chang ve Velasco (2006). Bunlara göre, ekonomik birimlerin portföylerinin YP ve ülke parası bileşimi beklenen döviz kuru politikaları tarafından belirlenmekte ve merkez bankaları bu beklentileri karşılamak durumunda kalmaktadır. Dolayısıyla, sabit veya istikrarlı döviz kuru beklentisiyle gerçekleşen borç dolarizasyonu karşısında, farklı bir kur politikası sürprizine geçişin risklerini dikkate alan merkez bankaları beklentilerin kendini gerçekleştirmesini sağlamaktadır.

[12] Türkiye ekonomisi 1975-2006 döneminde, genellikle ekonomik daralma dönemlerinde olmak üzere, sadece altı yıl cari işlemler fazlası vermiştir. Bu bilgi, Türkiye'de yurt içi tasarrufların gerçekleşen ekonomik büyümeyi finanse edecek düzeyde olmadığını ve sürekli dış kaynak ihtiyacını ifade etmektedir.

gözlemlenmektedir. Cari işlemler açığının kaynakları 2001 finansal krizi sonrasında çok önemli yapısal değişim göstermektedir. Kamu yatırımları oranının göreli olarak istikrarlı olduğu dönem boyunca, kamu açıkları temelde kamu tasarrufları tarafından belirlenmektedir. 2001 kriz yılına kadar azalmakta olan kamu tasarrufları, uygulanmakta olan sıkı maliye politikaları sonucunda son yıllarda hızla artmaya başlamış ve kamu tasarruf açığı önemli ölçüde kapanmıştır. Kamu maliyesinde yüksek faiz dışı fazla hedeflerine ulaşılması, kamu kesimi borçlanma gereksiniminin ve risk priminin hızla düşmesini, finansal dışlama (*crowding-out*) etkisinin azalmasını[13] ve dolayısıyla özel kesimin finansman kısıtının göreli olarak rahatlamasını sağlamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimlerinin başarısı ve makroekonomik istikrar, bir yandan yatırımcı ve tüketici güvenini desteklemek yoluyla yurt içi talebin, diğer yandan verimlilik artışlarıyla toplam üretim kapasitesinin artmasına neden olmuştur. Ayrıca, küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler ve Türkiye'nin Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerine başlaması da, özel kesimin kullanabileceği fon olanaklarını artırmıştır. Son yıllarda artan özel tüketim ve yatırım harcamaları sonucunda oluşan özel sektör yatırım-tasarruf açığı cari işlemler açığının temel belirleyicisi olmuştur (Şekil 1). Dolayısıyla, kriz öncesinin ikiz açık (kamu açığı ve cari açık) sürdürülebilirliği son yıllarda özel kesim yatırım-tasarruf açığının sürdürülebilmesine dönüşmektedir. Bu gelişme, toplam talebi daraltıcı politikaların, doğrudan hedeflenmese dahi, cari işlemler açığını azaltıcı etkisini arttırabilmektedir.

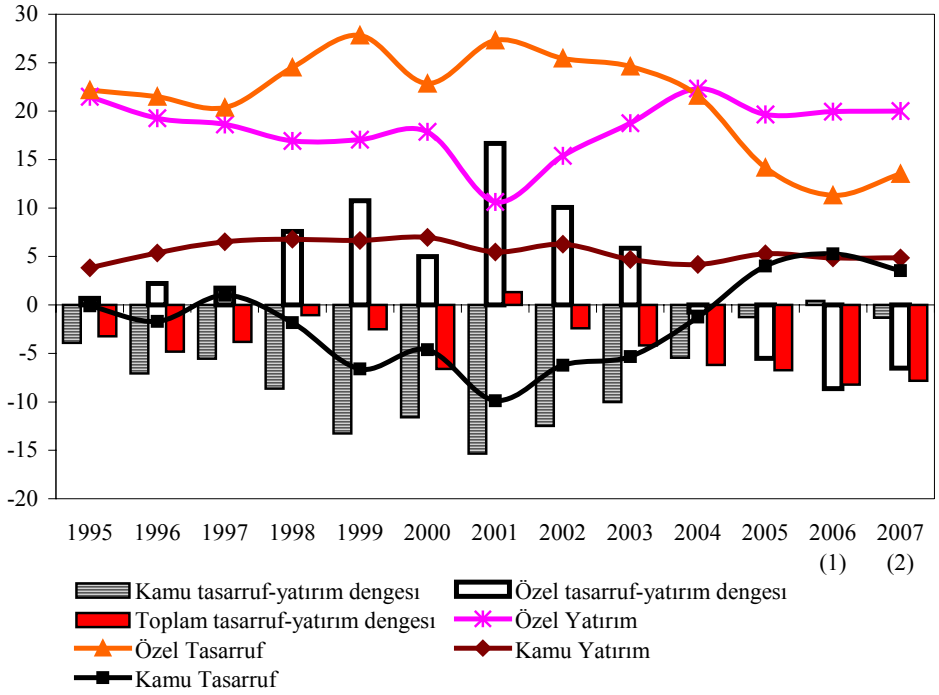
Düzenlenmemiş ve yükümlülükleri kamu garantisi altında olan finansal sistemlerin riskli projeleri finanse etmeyi tercih edebilecekleri bilinmektedir. Bu çerçevede, finansman kısıtların azaldığı ve makroekonomik istikrarın olduğu ortamlarda yatırımların ve tüketimin dönemlerarası beklenen gelir çerçevesinde planlanabilme olanaklarının gelişmesiyle oluşan cari açıkların düzenlenmiş bir finansal sistemde temel bir risk unsuru olması beklenmeyebilir. Cari açık oranının olumsuz dışsal küresel şoklar karşısında reel kur intibakının boyutunda etkili olabileceği önermesinin geçerli olması durumunda bile[14], reel ekonominin etkilenme yönü ve düzeyi, II. Bölümde tartışıldığı gibi, ekonomideki temel sektörlerin borç dolarizasyonu ve bilanço yapıları tarafından belirlenebilecektir.

---

[13] Kaplan, Özmen ve Yalçın (2006) tarafından TCMB şirketler kesimi verileri kullanılarak bulunan sonuçlara göre Türkiye'de reel sektör şirketlerinin finansal ve reel yatırım kararları birbirinin tamamlayıcısı değil ikamesi durumundadır ve kamu borçlanmasındaki artışlar yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir. "Sıkı maliye politikalarının genişlemeci etkisi"önermesini de destekleyen bu sonuç, son yıllarda mali disiplin ve makroekonomik istikrarla birlikte artan yatırımlar olgusu ile de tutatlıdır.

[14] Cari açık oranının olumsuz dışsal küresel şoklar karşısında reel kur intibakının boyutunda temel belirleyici olmayabileceği konusunda bir örnek, ABD faiz artırımı ve likidite daralması beklentisi karşısında yaşanan Mayıs-Haziran 2006 gelişmeleridir. Bu süreçte, "yüksek" cari açık veren Türkiye (18.1,-6.7), İzlanda (14.6, -12.5), G. Afrika (13.8, -5.5), Macaristan (4.8, -9.1) yanı sıra, cari işlemleri göreli olarak dengede olan Meksika (10.4, -0.1), Brezilya (6.5, 0.6), Şili (3.3, 1.8) gibi ülkeler de olumsuz etkilenmiştir. Parantez içindeki sayılar sırasıyla ülkelerin ulusal paralarının Şubat-Haziran döneminde yüzde olarak değer kaybetme oranlarını (BIS'ten alınmıştır) ve cari işlemler dengesini (GSMH'nin yüzdesi, 2006 tahmin değerleri IMF-*World Economic Outlook* Eylül 2006'dan alınmıştır) vermektedir. Bu veriler, Calvo (2006) çalışmasında da belirtildiği gibi, dönemin dışsal şoku karşısında sadece "günahkarlar" değil, bazı, Latin Amerika ülkeleri gibi, geçmiş finansal krizleri nedeniyle cari işlemler açıklarından kaçınan "tövbekarlar" da olumsuz etkilenmiştir. Aynı sürecin bir başka çarpıcı gözlemi ise, yüksek cari işlemler açığı veren özellikle AB sürecindeki Doğu Avrupa ülkelerinin yüksek cari açıklarına rağmen ulusal paralarının reel olarak değer kazanmasıdır: Romanya (-2.1, -10.9), Latviya (-2.0, -6.0), Hırvatistan (-2.0, -6.8), Estonya (-1.8, -12.0), Bulgaristan (-0.4, -12.4).

Şekil 1: Yurt İçi Tasarruf –Yatırım Dengesi/GSMH (Cari Fiyatlarla, %)



Kaynak: DPT, (1): Tahmin, (2): Program.

Şirketlerin, özkaynak artışının mümkün kıldığının ötesinde yatırım yapabilmeleri borçlanabilmeleriyle mümkündür. Son yıllarda özel yatırım harcamalarındaki artışta borçlanabilmenin önemli bir katkısı vardır. Diğer yandan, artan kredi olanakları ve azalan finansal kısıt etkisiyle özellikle dayanıklı tüketim başta olmak üzere özel tüketim harcamalarında belirgin bir artış gözlenmiştir. Tanım gereği, yurt içi yatırım-tasarruf açığı ancak yurt dışı tasarruflarla finanse edilebilmesi durumunda gerçekleşebilir. Tablo 1, 1996-2006 döneminde dış borç stokunun borçluya göre dağılımını sunmaktadır.

Tablo 1'de sunulan veriler, tasarruf-yatırım açığındaki gelişmelerle tutarlı olarak, Türkiye'de son yıllardaki dış borç stokundaki ivmenin temelde özel sektör borçlanmasındaki hızlı artışlardan kaynaklandığını göstermektedir. Toplam dış borç içerisindeki payı 2006'da yüzde 60'lara yaklaşan özel sektör dış borçlanmasındaki önemli gelişmelerden biri de, 2001 krizi sonrasında, finans-dışı özel kesimin (şirketler) payındaki hızlı artıştır. Özel sektör dış borçlanma vade yapısında, özellikle finans-dışı kesim için, son yıllarda göreli bir iyileşme gözlenmektedir.[15] Makroekonomik koşullardaki olumlu içsel

[15] Finans dışı özel sektör dış borç yapısı incelenirken, kısıtlı sayıdaki şirketin büyük miktarlarda ve orta/uzun vadeli borçlanmasının etkileri de dikkate alınmalıdır. Örneğin, 2006 yılında finans dışı kesimin dış borçlanmasının yaklaşık yarısı iki kamu kuruluşunun özelleştirilmesine ilişkin iki şirketin yurt dışından sağladığı uzun vadeli kredilerden oluşmuştur. Bu bağlamda, daha sonra şirket düzeyi verileri çerçevesinde de tartışılacağı gibi, Tablo 1'deki vade ve borçlanma oranları kısıtlı sayıdaki şirket davranışının çok yüksek miktarlı borçlanmasının etkisini içerebilir ve dolayısıyla şirketler kesiminin genel eğilimini eksik yansıtabilir.

gelişmelerin yanı sıra, küresel likidite bolluğu ve artan risk iştahı da şirketler kesiminin dış borçlanma düzey ve yapısında etkili olmuştur.[16]

Tablo 1: Dış Borç Stoku ve Borçluya Göre Dağılımı (Yüzde)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dış Borç Stoku (Milyar $)	**79,4**	**84,2**	**96,3**	**103,1**	**118,5**	**113,6**	**129,7**	**144,3**	**160,8**	**168,8**	**206,5**
Kısa Vadeli Borçlar	21,5	21,0	21,6	22,2	23,9	14,4	12,7	16,0	19,8	22,0	20,3
Kamu ve TCMB	1,2	1,1	0,9	0,7	1,4	0,7	1,3	2,0	2,0	1,6	1,2
Özel Sektör (ÖS)	20,3	19,9	20,6	21,6	22,5	13,8	11,4	14,0	17,8	20,3	19,1
Bankalar	10,6	10,1	11,6	12,8	14,3	7,0	4,9	6,7	9,0	10,5	9,6
Diğer	9,7	9,8	9,0	8,8	8,2	6,7	6,5	7,3	8,7	9,8	9,5
Orta-Uzun Vadeli Borçlar	78,5	79,0	78,4	77,8	76,1	85,6	87,3	84,0	80,2	78,0	79,7
Kamu ve TCMB	65,0	59,0	53,8	51,2	51,5	61,4	64,7	63,1	57,2	47,9	40,0
Özel	13,5	20,0	24,6	26,5	24,6	24,2	22,6	21,0	23,0	30,1	39,6
Finansal Kuruluşlar	4,2	6,6	7,1	7,3	6,4	4,2	3,6	3,6	5,2	9,4	13,9
Bankalar	2,9	4,5	4,4	4,6	3,8	2,8	2,3	2,2	3,6	7,3	10,7
Bankacılık Dışı	1,4	2,1	2,7	2,6	2,6	1,4	1,3	1,4	1,7	2,2	3,2
Finansal Olm. Kurul.	9,3	13,4	17,5	19,3	18,2	20,0	19,0	17,4	17,8	20,7	25,7
Dış Borç (DB) Oranları (Yüzde)											
ÖS DB/Toplam DB	33,8	39,8	45,2	48,1	47,1	38,0	34,0	34,9	40,8	50,4	58,7
ÖS Kısa Vadeli DB/ÖS Toplam DB	60,0	49,9	45,6	44,8	47,8	36,3	33,5	40,0	43,6	40,3	32,5
Finans-Dışı ÖS DB/Toplam ÖS DB	56,1	58,2	58,6	58,4	56,1	70,4	74,9	70,5	65,0	60,5	59,9
Toplam DB/GSMH	43,2	43,7	47,1	55,5	59,0	79,1	71,2	60,6	53,5	46,7	51,5

Kaynak: TCMB ve Hazine Müsteşarlığı

Finansal sisteminin gözetimi ve denetimiyle ilgili yapılan düzenlemeler bankacılık sektörünün yüklendiği risklerin izlenmesine imkan tanırken, finans-dışı özel sektörle ilgili bilgi akışının yeterli olmaması bu kesimin dış borç gelişmelerinin önemini artırmaktadır.. Söz konusu kesimin dış borç stoku, 2001 yılından itibaren yıllık ortalama olarak yüzde 20 düzeyinde artmıştır. Böylece, 2006 yılı sonunda 2005 yılı sonuna göre yüzde 41 artışla 73 milyar ADB doları düzeyine çıkmıştır. Buna bankacılık sisteminden sağlanan YP cinsinden borçlar da eklenince finans-dışı özel kesimin kura duyarlı borç stoku 90 milyar ABD dolarının üzerine çıkmaktadır. Özel kesim dış borç stokundaki hızlı artış, cari açık karşısında temel politika olarak önerilen reel kur artışının olası olumsuz etkilerini de

[16] World Bank (2007) son dönemdeki küresel likidite bolluğu ve artan risk iştahı ortamında, özellikle gelişmekte olan Avrupa ve Orta Asya ülkeleri banka ve büyük şirketlerinin yüksek miktarda borçlandıklarını rapor etmektedir. World Bank (2007) raporuna göre, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan banka sendikasyon kredileri ve tahvil biçimindeki borçlanmaları, 2002 yılındaki 88 milyar dolar düzeyinden, yaklaşık yüzde 400 artarak, 2006 yılında 333 milyar dolara ulaşmıştır. Bu borçlanmanın yaklaşık yüzde 70'i özel sektör tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu gelişme, şirketlerin büyüme ve yatırımlarını desteklerken küresel risklere karşı kırılganlıklarını da arttırmaktadır. World Bank (2007) bu risklerin yönetilmesi için makroekonomik istikrarla birlikte finansal piyasa düzenlemelerinin de gerekliliğine işaret etmektedir.

artırmaktadır. Reel kur artışı cari işlemler açığını dolayısıyla yeni dış borçlanmayı azaltabilse dahi, cari borçları ve servisini hızla artırarak ekonominin dış borç sürdürülebilirliğini olumsuz olarak etkileyebilme potansiyeli taşımaktadır.[17]

Finans-dışı (FD) özel kesimin dış borç stokundaki artışın sağlıklı olarak değerlendirilebilmesi için ilgili ekonomik değişkenlerdeki gelişmelerin de dikkate alınması gerekmektedir. Bir şirketin ya da sektörün dış borcunun riskliliği, borcun yapısı, kullanılma biçimi, varlıkların miktar ve fiyatlarındaki gelişmeler, döviz kazandırıcı faaliyet düzeyi gibi faktörler tarafından da belirlenmektedir. Şekil 2'de, 2000-2006 dönemi için, yatırımlar, ihracat gelirleri, FD özel kesimin dış borçları ve varlık değerleri, her değişken için 2000 yılı için 100'e endeksli ve dolar cinsinden sunulmaktadır. Buna göre, söz konusu dönemde, FD özel kesimin dış borcu, ihracat, toplam yatırımlar, makine teçhizat yatırımı, İMKB sınai endeksi ve varlık değerlerinden (dört bine yakın imalat sanayi şirket için tarafımızca hesaplanan) daha yavaş artmıştır. Bu dönemde, FD özel kesimin borç stokuna göre, toplam yatırımlar 1,4, imalat sanayi ihracatı 1,8, makine teçhizat yatırımları 1,5, İMKB Sınai Endeksi 1,3 kat daha hızlı artmıştır. Diğer yandan, TL cinsi banka kredileri artış hızı bu değişkenlerin tümünün üzerinde gerçekleşmiştir. Bankalardan sağlanan YP cinsi krediler ise çok daha yavaş oranda artmıştır.[18] Bankacılık sektörü varlıklarındaki TL cinsi kredi oranının daha hızlı artması, söz konusu sektörün yükümlülüklerindeki yabancı para ikamesinin dönem içerisinde azalma eğilimine girmesi ve bireysel kredilerdeki TL tercihinin yanı sıra bankaların ve şirketlerin kur riskini üstlenmekte daha temkinli olduğunu da gösteren olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Tüm bu göstergeler, şirketler kesimi dış borç stokunda sadece miktar değişmelerine dayalı değerlendirmelerin yanıltıcı olabileceğini, yatırımlar, ihracat gibi değişkenler ile birlikte değerlendirildiğinde büyüme ile tutarlı borç artışlarının riskli olmayabileceğini göstermektedir. Borçluluğun riskinde, sonraki bölümlerde tartışılacağı gibi, vade ve YP-TL türünden borç dağılımı ve sektör/şirket özellikleri de temel belirleyiciler arasındadır.

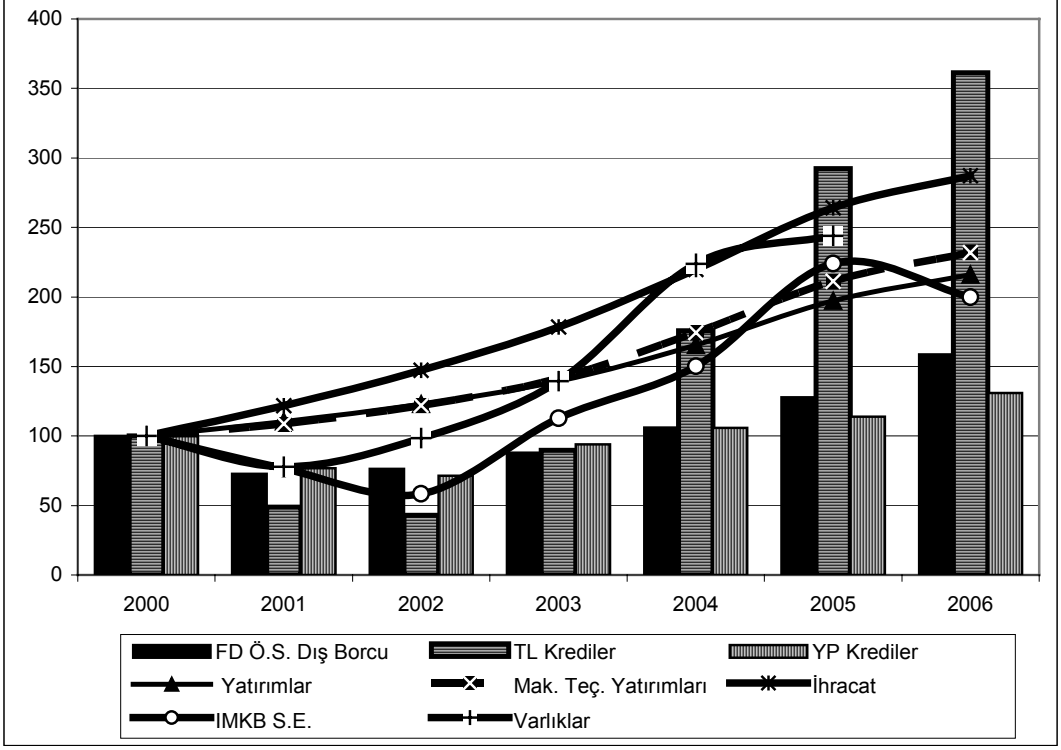
Kaplan, *vd*. (2006) çalışmasına göre, Türkiye'de finans-dışı şirketler kesimi genel bir finansman kısıtı altındadır. Kamu yurt içi borçlanmasının ağırlıkla bankacılık sistemi tarafından finanse edilmesinin özel kesim fonlarını finansal dışlama etkisi bu kısıtı derinleştirmektedir. Ancak, kamu borçlanma gereğinin azalması ve makroekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik gelişmemelerle, 2003 sonrasında özel kesimin bankacılık sektöründen sağladığı kredilerde de hızlı bir artış gözlenmektedir (Şekil 2). Özel kesime yönelik banka kredilerindeki hızlı artış, finansal sistemin genel durumu ile birlikte değerlendirilmelidir. Şekil 3'de 60 dolayında ülke için, finansal sistem varlıklarının GSYİH'ya oranı bir finansal derinlik ölçütü (Beck, *vd*., 2000) olarak sunulmaktadır. Buna göre, banka kredilerindeki, dolayısıyla varlıklarındaki son yıllardaki artışa rağmen, Türkiye'de finansal sistem derinliği benzer gelişme düzeyindeki bir çok ülkenin hala gerisinde kalmaktadır. Türkiye, Arjantin, Brezilya ve Meksika ile birlikte, finansal sistemin özel sektör kredilerinin toplam varlıklara oranı biçiminde tanımlanabilecek Kredi Tahsisat Endeksi (KTE) değeri en düşük (ve KTE<0.5) olan dört ülke arasındadır. Özel kesim

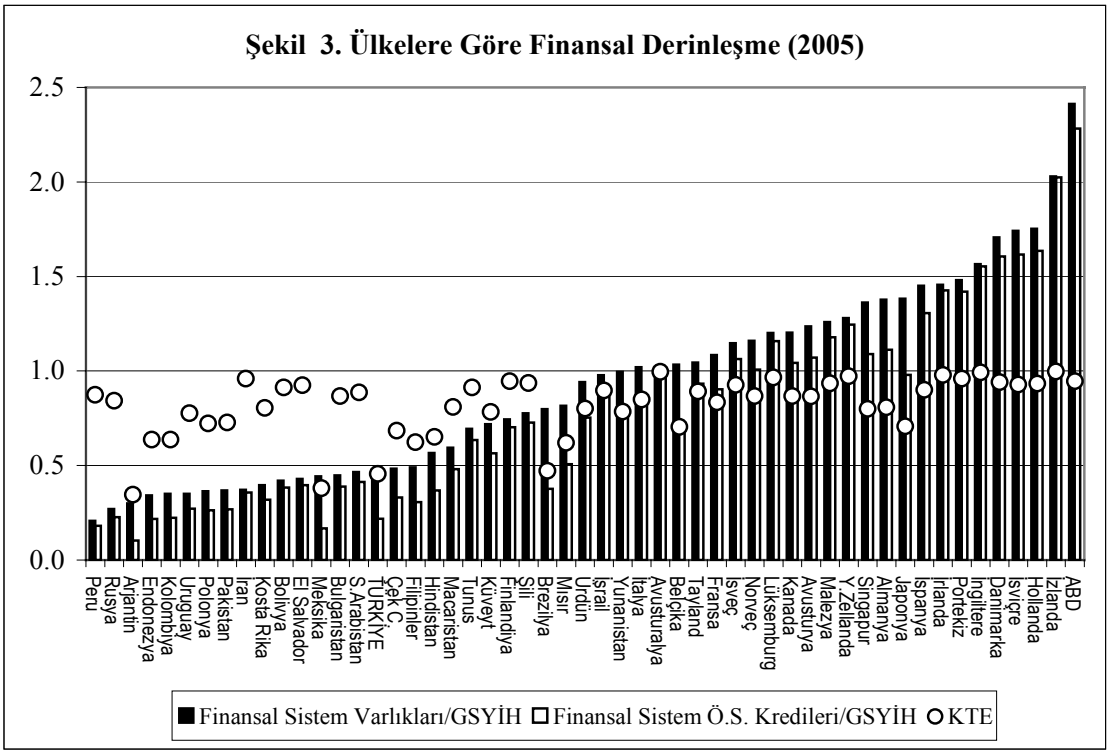
[17] Reel kurdaki, örneğin, yüzde 20'lik bir artış, dış borçların reel olarak 2006 cari açık miktarından daha fazla artmasına yol açabilecektir. Ekonominin toplam YP borçları dikkate alındığında, reel kur artışlarının dış borç dinamiklerini olumsuz etkileme potansiyeli daha da netleşebilecektir. IMF (2006c) tahminlerine göre, reel kurdaki yüzde 10'luk bir artış, dış borç-ulusal gelir oranını yaklaşık yüzde 6 arttırmaktadır.

[18] Karşılaştırma ABD doları bazında yapılmıştır. Döviz kurlarının dalgalı kur rejiminde belirleniyor olması nedeniyle cari kurun bilinmeyen ve teorik yaklaşıma göre değişen bir denge reel kurdan farklılığı ve bunun sonuçları çalışmanın kapsamı dışındadır

kredilerinin GSYİH'ya oranının en düşük olduğu beş ülke arasında Arjantin, Meksika, Peru, Endonezya ve Türkiye yer almaktadır. Tüm bunlar, finansal sistemin göreli olarak sığ ve özel kesim kredilerinin payının, son yıllardaki hızlı artışa rağmen, hala düşük düzeyde olduğunu göstermektedir. Düzenlenmiş finansal sistemlerde, enflasyon hedefiyle çelişmeyen reel kredi genişlemesinin, sürdürülebilir finansal derinleşmeyi destekleyeceği görüşü çerçevesinde, özel sektör kredilerindeki son yıllardaki artış tek başına bir risk unsuru olarak değerlendirilmeyebilir. Borç riski, sadece borç miktarı tarafından değil, borçlunun ödeme kapasitesi, borca iliskin beklenen faaliyet gelirleri, borcun içerdiği kur ve vade riski gibi değişkenler tarafından belirlenmektedir. Çalışmanın takip eden bölümlerinde, bu olgular şirketler kesiminin borçlanma yapısı ve borç dolarizasyonu çerçevesinde tartışılmaktadır.

Şekil 2. Finans-Dışı Ö.S. Borçlanması ve İlgili Ekonomik Göstergeler





Kaynak: Beck *vd.* (2000) ve World Bank, *Financial Development and Structure Database*

IV. TÜRKİYE'DE ŞİRKETLER KESİMİ BORÇLANMA YAPISI

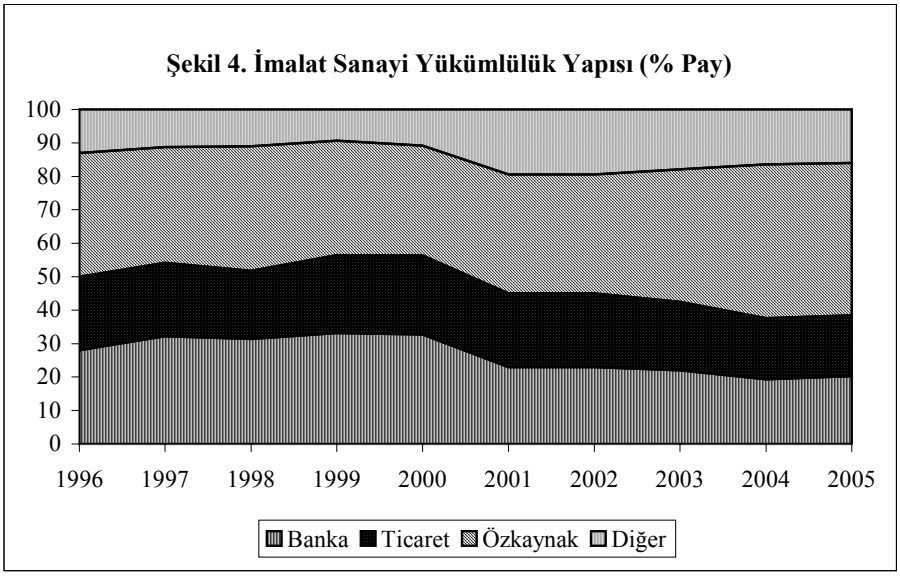
Yeterince derinleşmemiş ve gelişmemiş bir finansal sistemde, yüksek borçluluk oranı ve borç dolarizasyonu yanı sıra zayıf bir yükümlülük yapısı da finans-dışı özel sektörün dolayısıyla ekonominin finansal kırılganlıklarının önemli kaynaklarındandır. Bu bölümde, *TCMB Sektör Bilançoları* çalışmasında yer alan şirket düzeyi bilgileri[19] kullanılarak finans-dışı şirketler kesiminin bilanço yapısının faiz ve kredi risklerine karşı kırılganlıkları değerlendirilmektedir.

Uluslararası düzeyde karşılaştırıldığında, Türkiye'de reel sektör şirketlerinin borçluluk oranları (borçlar/toplam varlıklar) göreli olarak yüksektir (Aydın *vd*., 2006). 2001 krizi sonrasında, şirketlerin göreli olarak daha fazla özkaynak kullandıkları, dolayısıyla borçlanma oranlarının azalma eğiliminde olduğu gözlemlenmektedir (Şekil 4). Türkiye'de imalat sanayi (İS) şirketlerinin yükümlülük yapısının önemli bir özelliği, finansal sistemin yeterince etkin olmadığı önermesi ile tutarlı olarak, ticari borçlar oranının yüksekliğidir.[20] Banka kredileri oranı ise, 2001 finansal krizi sonrasında azalma eğilimindedir.

---

[19] TCMB *Sektör Bilançoları* yıllık ortalama 8000'i aşkın şirket bilgilerini içermektedir. Şirketlerin yaklaşık yarısı imalat sanayinde faaliyet göstermektedir. *Sektör Bilançoları'*na ilişkin bilgiler TCMB web sitesi tcmb.gov. tr adresinde Yayınlar/Süreli Yayınlar bölümünde ayrıntılı olarak sunulmaktadır. Çalışmada 1996-2005 dönemi içerisinde bilançolarını en az üç kez raporlayan finans-dışı kesim şirket bilgileri kullanılmıştır.

[20] Ticari borçların yükümlülükler içindeki oranının G-7 ülkelerinde yüzde 6, küçük sanayileşmiş ülkelerde yüzde 8 ve yükselen piyasa ekonomilerinde yüzde14 düzeylerinde (Kaynak, Davis ve Stone, 2004) olduğu verisi çerçevesinde, Türkiye'deki ortalama yüzde 20'lik bir oranın çok yüksek olduğu söylenebilir. Türkan (2004) banka kredilerindeki yüksek aracılık maliyetleri ticari borçları yaygın olarak kullanılmasına yol



Şekil 5 ve 6, sırasıyla, İS ve diğer FD özel kesim (imalat dışı) şirketlerinin borçluluk ve banka kredileri kullanım oranlarını sunmaktadır. Dönem içerisinde, İS şirketlerinin borçluluk oranının diğer FD şirketlerine göre daha düşük olduğu gözlenmektedir. İS şirketleri için, borçluluk oranı ve ölçek büyüklüğü[21] arasında sistematik bir ilişki gözlenmemektedir. Özellikle küçük ölçekli şirketlerin borçlarının ağırlıklı olarak ticari borçlardan oluşması (Yalçın *vd*., 2005) dikkate alındığında, Şekil 6'da sunulan banka kredi kullanım oranlarının da desteklediği biçimde, orta ve büyük ölçekli İS şirketlerinin finansal piyasalara erişim olanaklarının daha fazla olduğu söylenebilir. Banka kredileri oranı İS şirketlerinde, diğer FD şirketlerine oranla, dönem boyunca daha yüksektir. İS banka kredileri oranı, 2001 krizi sonrasındaki hızlı düşüşten sonra kademeli olarak artmaya başlamış, fakat bu artış, bankaların veya şirketlerin daha temkinli olmaları sonucunda sınırlı olmuştur.

Şekil 5'te sunulan önemli sonuçlardan biri de, hem İS hem de diğer FD şirketlerin borçluluk oranlarında 2001 krizi sonrasında gözlenen hızlı düşme eğilimidir. Bu veri, reel sektörün son yıllarda çok yüksek oranda borçlanmasına bağlı olarak kırılganlığının arttığı yönündeki görüşleri desteklememektedir. Reel sektör borç stoku değer olarak artmış olmasına karşın, varlıkları değer olarak daha hızlı arttığı için, borçluluk oranları azalma eğilimindedir. Tüm şirket ve İS ölçek grupları için, 2005'deki göreli bir artışa rağmen,[22] borçluluk oranı 2002-2005 döneminde, 1996-2001 döneminin yıllarından genellikle daha düşüktür. Bu çerçevede, reel sektörün borçluluk kaynaklı kredi riski kriz sonrasında azalma eğilimindedir. Şekil 7,

---

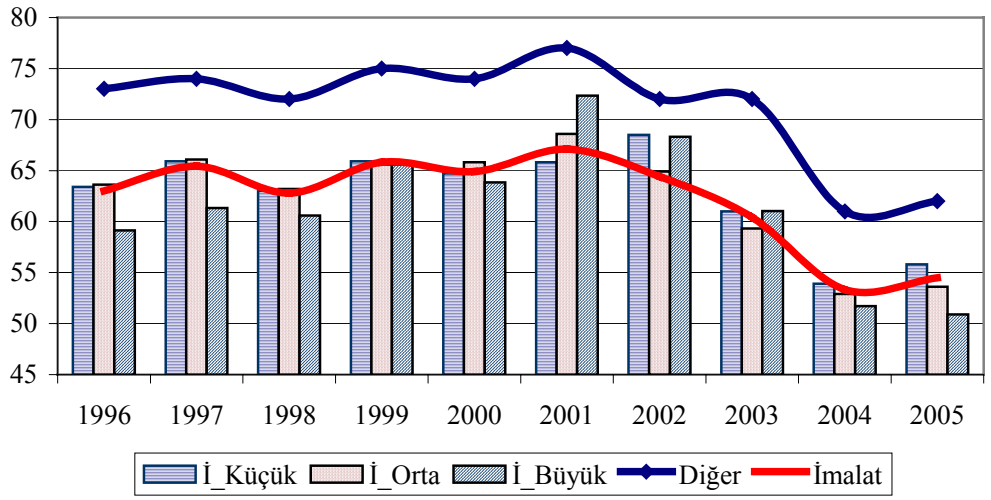
açtığını ileri sürmektedir. Yalçın *vd.* (2005) TCMB *Sektör Bilançoları* şirket düzeyi verilerini kullanarak ticari kredilerin ampirik bir incelemesini de sunmaktadır.

[21] BACH (The Bank of Harmonised Data on Company Accounts) ölçütleriyle tutarlı olarak, net satışları veya toplam varlıkları 40 milyon Euro'dan fazla olanlar büyük, 7 milyon Euro'dan az olanlar küçük, diğerleri ise orta ölçekli şirketler olarak tanımlanmıştır. Şirketler finansal tablolarını düzenlerken 2004 yılında enflasyon muhasebesi diğer yıllarda ise maliyet esası yötemini kullanmışlardır. 2004 yılı verileri bu muhasebe farklılığı da dikkate alınarak yorumlanmalıdır.

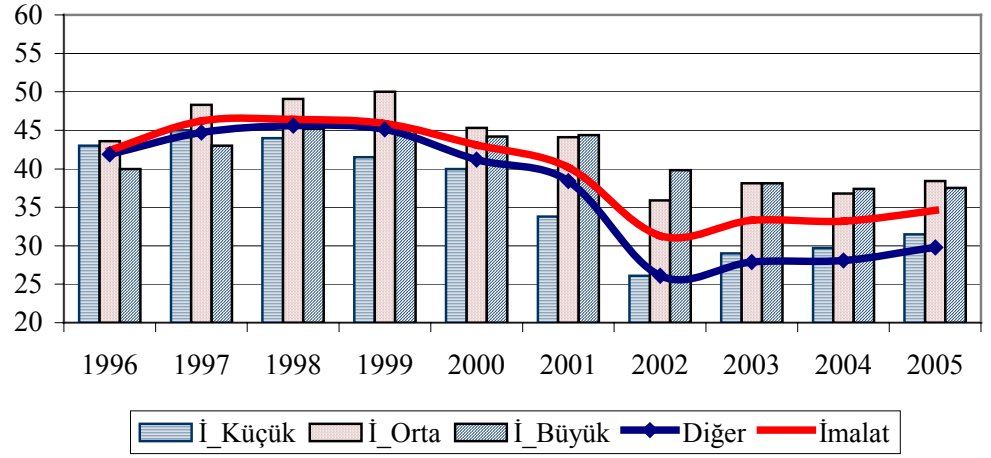
[22] 2004 yılı verileri, sadece o yıl için uygulanan enflasyon muhasebesinin etkisini de içermektedir. 2004 yılı dışarıda bırakıldığında da, borçluluk oranında 2001 yılından sonra başlayan düşüş eğiliminin 2005 yılında da devam ettiği görülmektedir.

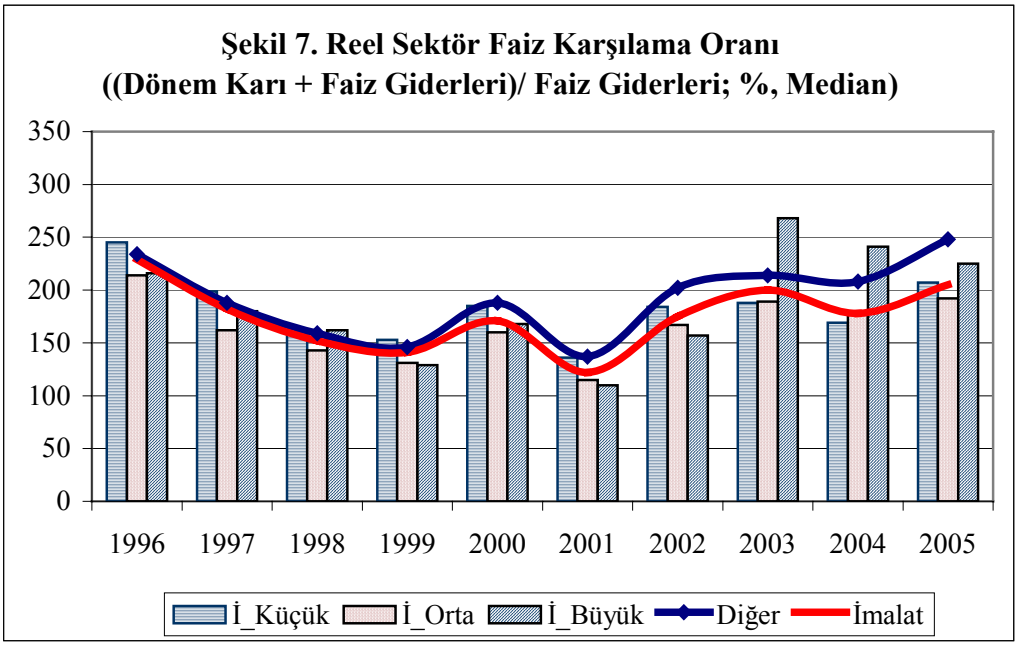
şirketlerin borç ve faiz risklerinin göstergelerinden olan faiz karşılama oranlarını (FKO) sunmaktadır. 2001 krizi döneminde, özellikle büyük şirketlerin dönem karları faiz giderlerini ancak karşılayabilecek durumdadır. Kriz sonrasında, makroekonomik istikrarın göreli olarak sağlanması ve enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısıyla birlikte hızla düşmeye başlayan faiz oranları, şirketlerin faiz karşılama oranlarının artmasında etkili olmuştur. Sonuç olarak, reel kesim şirketlerinin, daha fazla miktarda borçlanmalarına rağmen, faizlerdeki düşüş ve varlık değerlerindeki artış sonucunda, kriz sonrası dönemde faiz ve borçluluk kaynaklı risklere karşı kırılganlıklarında bir azalma olduğu gözlemlenmektedir.

Şekil 5. Reel Sektör Borçluluk Oranı
(Borçlar/Toplam Varlıklar, %)



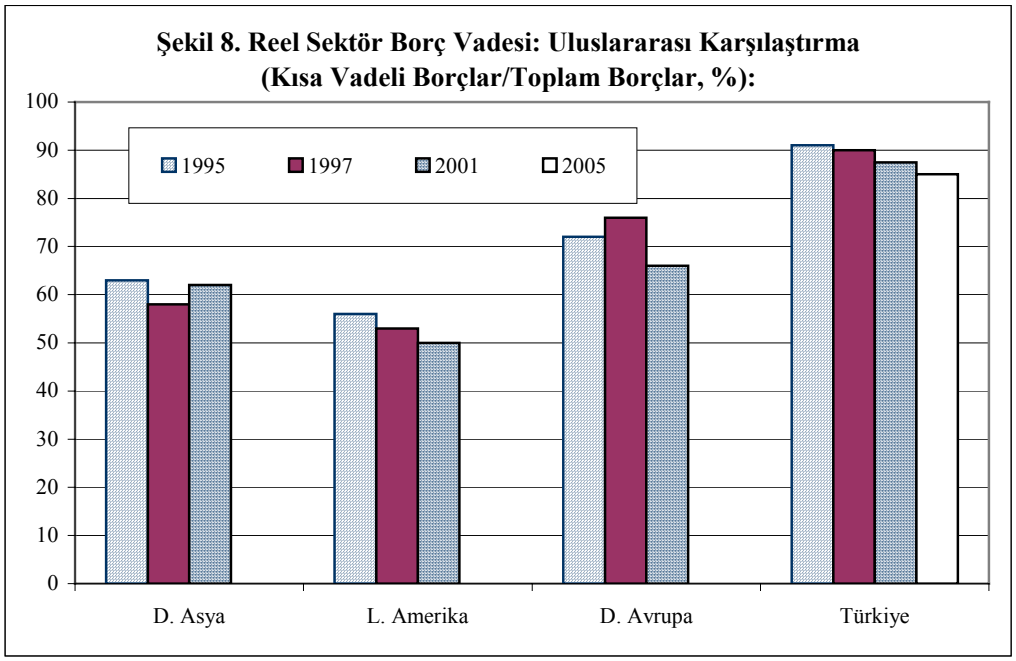
Şekil 6. Reel Sektör Banka Kredileri Kullanım Oranı
(Banka Kredileri/Toplam Borçlar, %)



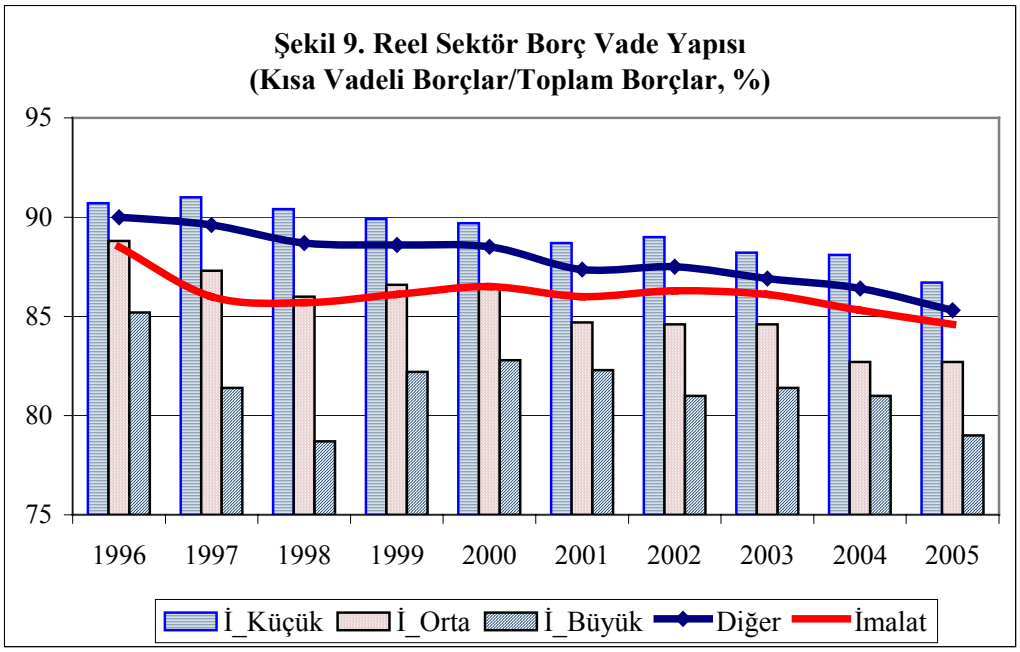


Türkiye'de reel sektör şirketlerinin temel kredi risklerinden biri de borçlarının vade yapısından kaynaklanmaktadır. Uzun yıllar süren yüksek kronik enflasyon ve makroekonomik istikrarsızlık sonucunda ekonomik aktivitelerde kısa vadeli bakış açısı yaygınlaşmıştır. Ekonomideki belirsizlikler, krediler, mevduatlar ve kamu borçlanma araçları gibi finansal kontratların vadesini kısaltmıştır. Ülke grupları ile karşılaştığında, Türkiye'de şirketler kesimi borçlanma vadesinin, son yıllardaki artma eğilimine rağmen, daha kısa olduğu gözlenmektedir (Şekil 8). IMF (2005b, s.118)'e göre, gelişmekte olan ülkeler arasında, şirketler kesimi kısa vadeli (1 yıldan az) borçların toplam borçlara oranı en yüksek olan ülke Türkiye'dir. Şekil 9'a göre, İS şirketleri diğer FD şirketlere göre daha uzun vadeli borçlanabilmekte ve borç vade yapısı İS şirket büyüklüğü ile doğru orantılı gelişmektedir. Kısa vadeli borç yapısı, şirketlerin faiz şokları ve likidite daralması karşısındaki kredi risklerinin ve finansal kırılganlıklarının temel belirleyicilerindendir.[23] Söz konusu risk ve kırılganlıklar şirket ölçeği küçüldükçe daha da artmaktadır.

[23] Kaplan, *vd.* (2006)'ya göre, özellikle büyük ölçekli firmalar, vade uyumsuzluğu riskine karşı da korunabilmek için, kamu borçlanma araçları ve YP mevduatları gibi, likit finansal varlıkları tutma eğilimindedir. Likit finansal varlıklar risklere karşı kırılganlıkları azaltabilirken, finansal dışlama etkisi sonucunda, firmaların reel yatırımlarını olumsuz etkileyebilmektedir.



Kaynaklar: Türkiye: TCMB Sektör Bilançoları, Diğerleri: Ratha *vd*. (2003).

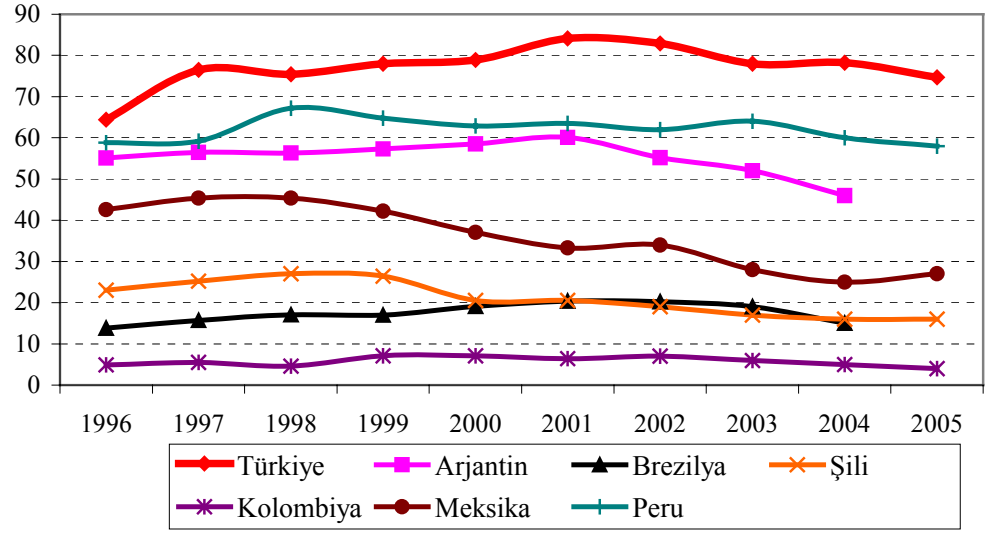


IV. TÜRKİYE'DE ŞİRKETLER KESİMİ BORÇ DOLARİZASYONU

Borç dolarizasyonu, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin küresel finansal şoklara ve yüksek reel kur artışlarına karşı temel kırılganlık kaynaklarından biridir. Ani sermaye çıkışları veya duruşları karşısında ülke parasının yüksek oranda değer yitirmesi, özellikle yurt içi üretime yönelik veya yüksek oranda ithal girdi kullanan sektörlerdeki YP borçlusu şirketlerin kur riskine karşı korunmamış bilançolarını olumsuz etkilemekte ve sektörler arası etkileşimler nedeniyle de tüm ekonomi daha kırılgan hale gelebilmektedir. Bu gelişme risk primini artırarak kur riski yanında faiz riskini de gündeme getirebilmektedir. Türkiye'de uzun yıllar süren yüksek kronik enflasyon, yüksek bütçe açıkları ve makroekonomik istikrarsızlık ekonomideki belirsizliği artırarak gerek varlık gerekse yükümlülük dolarizasyonunun artmasında belirleyici olmuştur. Sonuç olarak, Türkiye'de borç dolarizasyon (BD) oranının (YP cinsi borçun toplam borç içindeki yüzde payı) genellikle yüksek dolarizasyon bölgesi olarak tanımlanan Latin Amerika ülkelerinden (IMF, 2005b, s. 118) bile daha yüksek bir düzeye ulaşmıştır (Şekil 10).

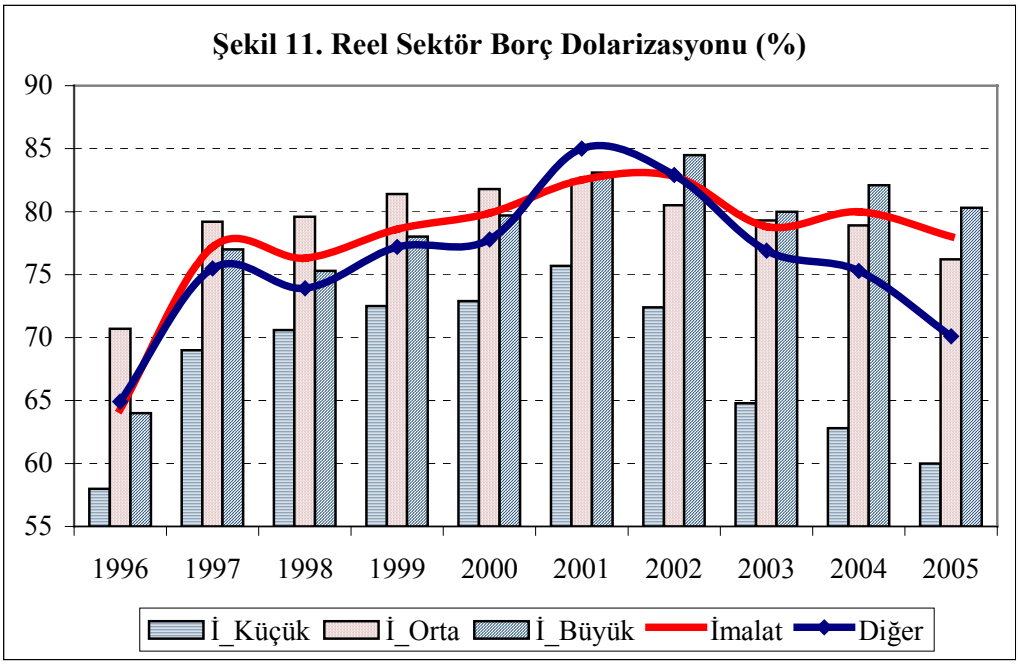
Şekil 10'da sunulan verilere göre, borç dolarizasyonunun genellikle kalıcı ve döviz kuru rejiminin göreli olarak daha serbest olduğu ülkelerde (Brezilya, Şili ve Kolombiya) daha düşük olduğu gözlemlenmektedir. Brezilya, Şili ve Kolmbiya'nın (bir ölçüde Meksika'nın) aynı zamanda YP cinsi işlemlere katı finansal düzenlemeler de uyguladıkları dikkate alındığında, kur rejimi-dolarizasyon ilişkisi belirsizleşmekte ve söz konusu finansal düzenlemelerin dalgalı kur rejiminin uygulanabilme olanaklarını güçlendirebileceğini ima edebilmektedir. Türkiye'de, son yıllardaki azalma eğilimine rağmen hala çok yüksek düzeyde olan BD ise, içsel bir de-dolarizasyon sürecinin temel ön koşulu olan güçlü makroekonomik yapı ve fiyat istikrarının yanı sıra, finansal piyasa düzenlemelerinin de içerildiği aktif bir de-dolarizasyon stratejisinin (Galindo ve Leiderman, 2005, Levy-Yeyati, 2006 ve Yılmaz, 2006) önemine de işaret etmektedir.

Şekil 10. Türkiye ve Latin Amerika'da Borç Dolarizasyonu

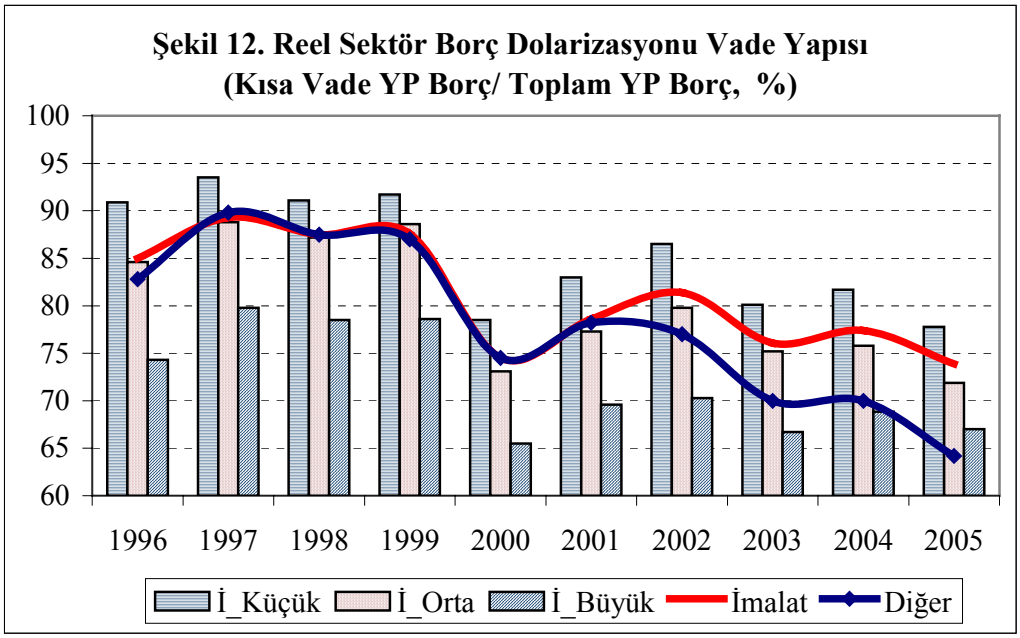


Kaynak: Latin Amerika: Cowan ve Kamil (2004) ve Kamil (2006); Türkiye: TCMB Sektör Bilançoları.

Şekil 11 ve Şekil 12, sırasıyla, Türkiye'de reel sektör borç dolarizasyonu oranını ve YP cinsinden borçların vade yapısını sunmaktadır.[24] 2001 krizi sonrasında, özellikle diğer FD şirketlerde, BD azalma eğilimindedir. YP cinsi borçlanma vadesi, özellikle diğer FD şirketlerde, kriz sonrasında belirgin bir biçimde artmaktadır. Daha düşük oranda ve daha uzun vadede YP cinsi borçlanma eğilimi, diğer FD şirketlerin, 2001 krizi sonrasında, dolarizasyon risklerine karşı daha temkinli olduklarını göstermektedir. Küçük ölçekli İS şirketlerinin diğerlerine göre daha düşük BD oranına sahip oldukları fakat daha kısa vadeli borçlanabildikleri gözlemlenmektedir. Küçük ölçekli şirketlerin, kriz sonrasında, BD oranlarını hızla düşürmelerinde TL cinsinden bankacılık kredi imkanlarının ortaya çıkması etkili olmuştur. Zira, küçük şirketlerin bankacılık borçlarının payında kriz sonrası dönemde artış gözlenmiştir. Borç dolarizasyonunun, kriz öncesinde orta ölçekli şirketlerde, kriz sonrasında ise büyük ölçekli şirketlerde en yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Bu gelişmede, orta ölçekli şirketlerin, kriz sonrasında dolarizasyona karşı daha temkinli olmaları belirleyici olmuştur. Borç vade yapısı, beklendiği gibi, dönem boyunca, şirket ölçek büyüklüğü ile doğru orantılı olarak gelişmiştir. Buna göre, büyük şirketler küçük şirketlere oranla daha fazla oranda uzun vadeli borç kullanmışlardır. Dönem boyunca şirket gruplarının borç vadelerinde artış gözlenmiştir.



[24] TCMB Temmuz 2006 Enflasyon Raporu'nda (Kutu 5.1), 2000-2005 dönemi için, Türkiye'de şirketler kesimi borç dolarizasyonu yapısı incelenmiştir. Burada sunulan sonuçlar, söz konusu çalışmanın bulgularını temelde desteklemektedir.



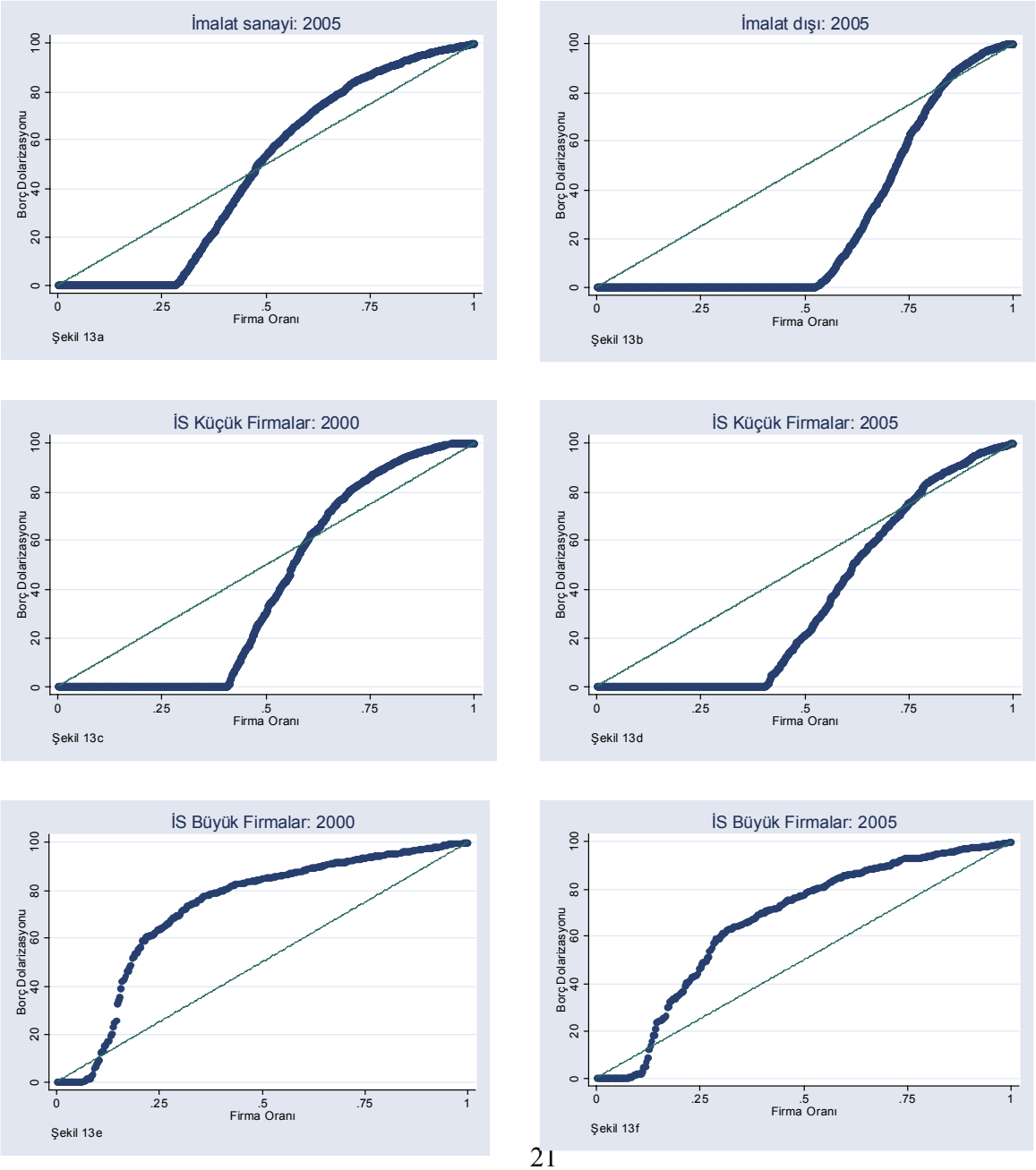
Şekil 13, şirketlerin BD oranını şirket sayısı payına göre vermektedir. Buna göre, diğer FD şirketlerin yaklaşık yarısının İS şirketlerinin ise dörtte birinin 2005 yılında YP cinsinden borcu bulunmamaktadır –sıfır BD oranı– (Şekil 13a,b). Her iki grupta da, şirketlerin yaklaşık dörtte biri çok yüksek dolarizasyon oranına (yüzde 80 ve üzeri) sahiptir. Küçük ölçekli İS şirketlerinin yarıya yakını YP cinsinden borçlanmamaktadır (Şekil 13c,d). 2000 yılı ile karşılaştırıldığında 2005 yılında, YP cinsinden borcu olmayan şirket oranında sınırlı bir artış olurken yüksek dolarizasyon oranına sahip şirketlerin payında önemli bir düşüş gözlenmektedir. Büyük ölçekli İS şirketlerinin ancak çok küçük bir oranı (yaklaşık yüzde 10) YP cinsinden borçlanmamakta ve çoğunluğu yüksek BD oranına sahip olduğu hesaplanmıştır (Şekil 13e,f). Çok yüksek BD oranına sahip şirketlerin 2000 yılındaki payı yaklaşık yüzde 65 düzeyinden 2005 yılında yaklaşık yüzde 45'e gerilemiştir. Borç dolarizasyonunun şirket bazındaki dağılımı, önemli oranda diğer FD ve küçük ölçekli İS şirketlerinin TL cinsinden kredi imkanlarının artmasının da etkisiyle YP cinsi borçlanmaya daha temkinli yaklaştığını göstermektedir.

Bölüm II'de tartışıldığı gibi, yerli paradaki değer kayıpları, BD oranı yüksek şirketlerin, reel borç stokunu ve borç servisini artırarak finansal durumlarını dolayısıyla yatırım-üretim gibi reel kararlarını olumsuz etkilerken, ihracatçı şirketlere fiyat rekabeti avantaji sağlayarak gelirlerinin artmasına yol açabilmektedir. Bu bağlamda, BD'den kaynaklı kur riskinin, şirketlerin ihracat oranlarının da dikkate alınarak incelenmesi gerekmektedir. Şekil 14, en yüksek BD oranına yüksek oranda ihracat yapan şirketlerin[25] sahip olduğunu göstermektedir. İhracatçı şirketlerin BD oranları dönem boyunca ortalama olarak yüzde 80 düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Diğer yandan, ihracat geliri olmayan

[25] İhracat yapan İS şirketlerinin, ihracat-toplam satış oranı dönem ortalamalarına göre, en üst ve en alt yüzde 25'lik dilimi, sırasıyla yüksek ihracatçı ve düşük ihracatçı olarak tanımlanmıştır. Böylece, veri setinde, ihracat-toplam satış oranı yüzde 55'den fazla olanların yüksek ihracatçı, yüzde 5.5'den küçük olanların düşük ihracatçı olarak tanımlanmıştır. Tüm şirketlerin, yaklaşık yüzde 40'ının hiç ihracat yapmadığı gözlenmiştir.

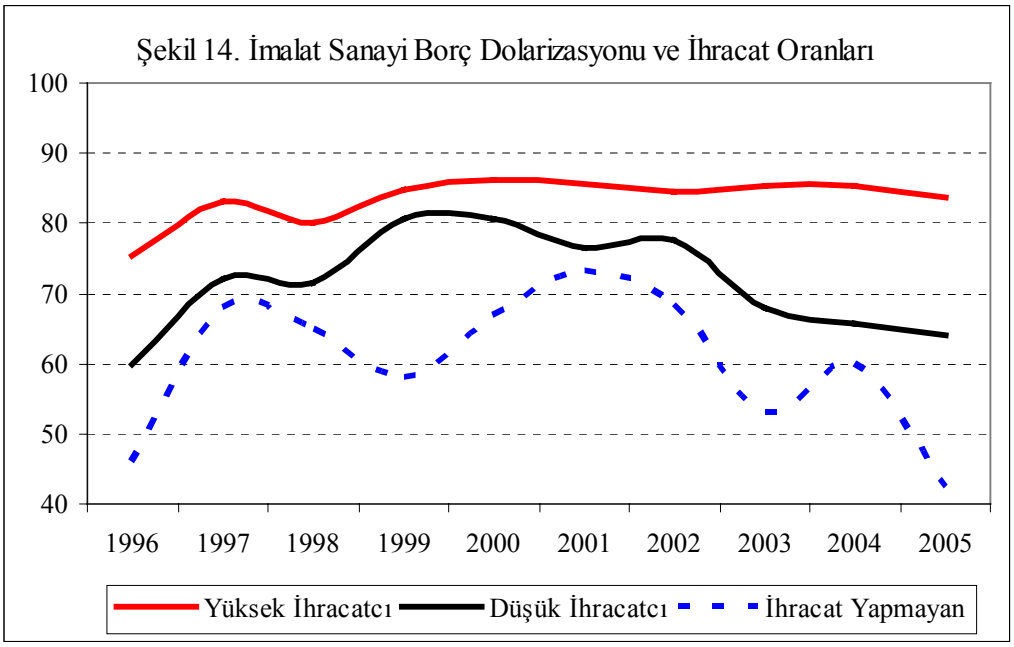
veya ihracat gelirleri düşük olan şirketlerin BD oranları 2001 sonrasında düşme eğilimindedir. Bu durum, 2001 sonrasında bu şirketlerin kur riskine karşı kendilerini koruma eğilimlerini yansıtmaktadır. BD oranındaki düşüş ihracatçı olmayan şirketlerde çok daha belirgin olup bu oran 2001 yılındaki yüzde 70'ler gibi çok yüksek düzeyinden 2005 yılında yüzde 40'lara gerilemiştir. Sınırlı döviz geliri olan şirketlerin BD oranlarını düşürmeleri olumlu bir gelişme olmakla birlikte gelinen düzeyin hala yüksek olduğu ve kur riskinin bu şirket gruplarında temel bir kırılganlık kaynağı olmayı sürdürdüğü söylenebilir.

Şekil 13. Borç Dolarizasyonun Şirket Gruplarına Göre Dağılımı

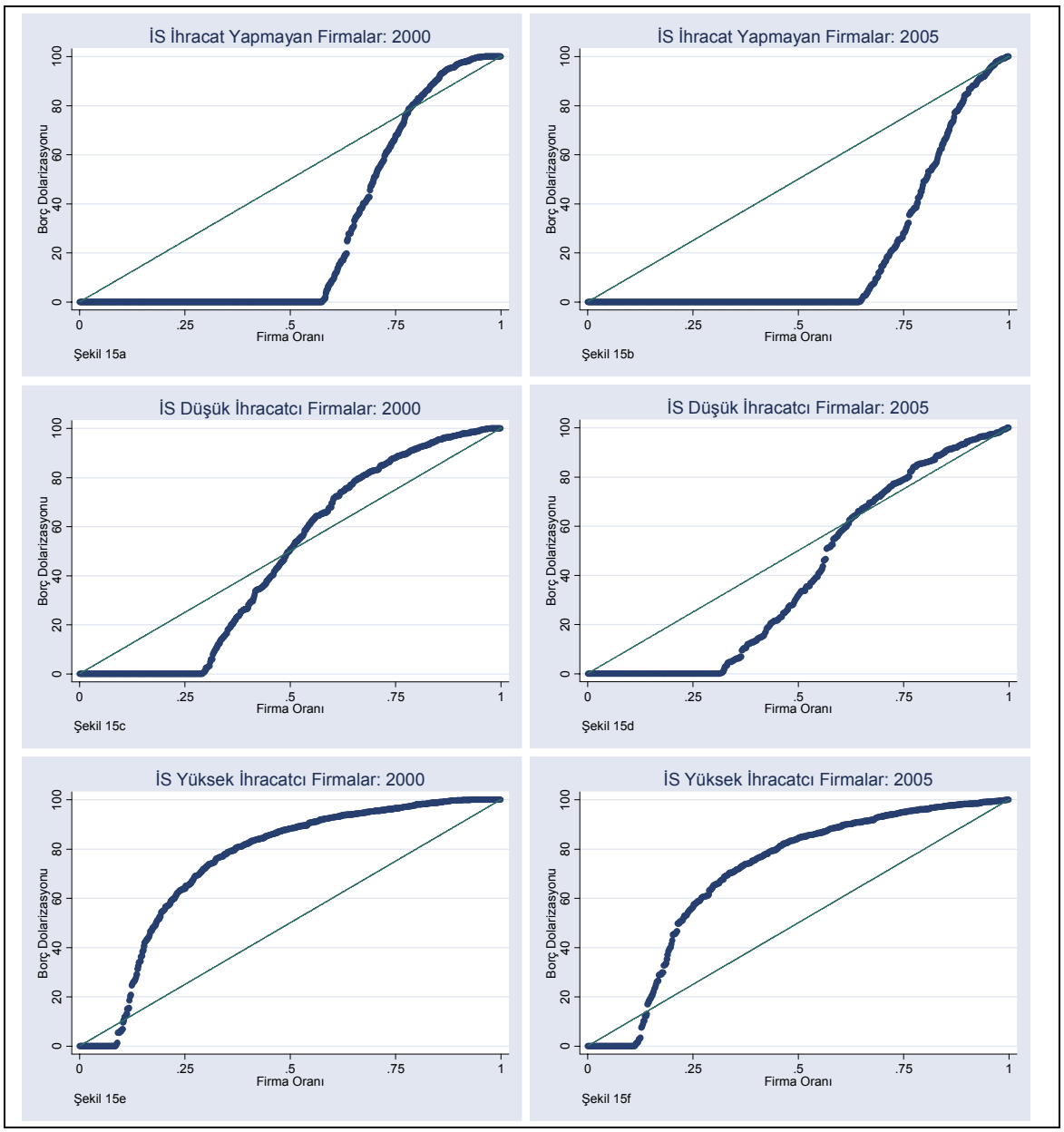


Şekil 15, Şekil 13'tekine benzer biçimde, BD oranının, ihracat oranına göre sınıflandırılmış şirket grupları bazında, sirket paylarına göre dağılımını vermektedir. Buna göre, ihracat yapmayan İS şirketlerinin yaklaşık yarısının, düşük ihracat yapan şirketlerin ise yaklaşık dörtte birinin 2000 yılında YP cinsinden borçlarının olmadığı görülmektedir. Yabancı para cinsinden borcu olmayan şirket oranında, 2005 yılında, sınırlı da olsa, artış olmuştur. Yüksek ihracat oranlarına sahip İS şirketlerinde ise, YP cinsi borcu olmayan şirket oranı yaklaşık yüzde 10 düzeyindedir. 2000 yılı ile karşılaştırıldığında, 2005 yılında yüksek düzeyde YP cinsi borçlanan ihracatçı olmayan veya düşük oranda ihracat yapan şirketlerin BD oranı önemli ölçüde azalmıştır. Bu azalmaya rağmen, 2005 yılında bu gruplardaki şirketlerin yaklaşık yarısının BD oranının yüzde 50'den fazla olması, reel kur artışlarının önemli bir risk unsuru olarak sürmekte olduğunu göstermektedir.

Şekil 16, İS sektörlerinin BD ve ihracat-toplam satış (İHR) oranlarının 2000 ve 2005 yılları verilerini sunmaktadır. Echeverry *vd.* (2003) çerçevesinde, sektörlerin ani ve yüksek reel kur artışları karşısındaki konumları "yüksek riskli", "korunaklı" ve "avantajlı" biçiminde sınıflandırılabilinir.[26] Yüksek BD ve düşük ihracat oranları, sektörlerin yerli paranın reel değer kayıpları karşısındaki durumlarının "yüksek riskli" olmasına neden olmaktadır. BD oranları ihracat oranlarıyla tutarlı olanlar ise yerli paranın reel değer kayıpları karşısında finansal durumlarını koruyabilmektedir. Yüksek ihracatçı fakat düşük YP borçlusu sektörler/şirketlerin ise, reel kur artışlarının rekabetci etkisinin belirleyici olması nedeniyle, reel gelirleri ve finansal durumları olumlu olarak etkilenmesi beklenmektedir. Bu nedenle, yüksek ihracatçı fakat düşük BD oranlı şirketler, reel kur artışları karşısında "avantajlı" olarak sınıflandırılmaktadır. Açıktır ki, yerli paranın reel olarak değer kazanması karşısında, "yüksek riskli" ve "avantajlı" durumlar tersine dönebilme potansiyeli taşımaktadır.



Şekil 15. Borç Dolarizasyonu ve İhracat Oranları: Şirket Gruplarına Göre Dağılımı



Şekil 16'da, B (korunaklı) bölgesinin alt ve üst sınırları, sırasıyla, BD=(1/3)×İHR ve BD= (2/3)×İHR oranları ile tanımlanmıştır[27]. Şekile göre, 2000 yılında, yerli paradaki reel

[26] Sektörlerin isimleri sektörlerle ilgili spekülasyonlardan kaçınmak için çalışmada belirtilmemiştir.

[27] Echeverry *vd.* (2003) korunaklı bölgenin alt ve üst sınırlarını BD=(2/3)×İHR ve BD= (3/2)×İHR olarak tanımlamakta ve "yüksek riskli" ve "avantajlı" bölgeleri, sırasıyla "cennet" ve "cehennem" olarak adlandırmaktadır. Echeverry *vd.* (2003) tarafından da belirtildiği gibi, alan sınırları tanımı görelidir. Şirketlerin borç-toplam satış oranının birden küçük olması durumunda, Echeverry *vd.* (2003) tanımının riskli bölgeleri aşırı genişletici yönde olduğu söylenebilir. Bu çerçevede, Türkiye'de şirketlerin borç-toplam satış

değer kayıplarına karşı üç sektör dışındaki tüm sektörler yüksek riskli bölgede (A) bulunmaktadır. Sadece bir sektör "avantajlı" (C) ve iki sektör "korunaklı" (B) bölgelerinde yer almaktadır. 2005 yılında ise, sektörlerin BD kırılganlıklarının genelde azalma eğilimi ve altı sektörün "yüksek risk" bölgesinden "korunaklı" bölgeye geçebildikleri gözlemlenmektedir. Her iki dönemde de, şirketlerin borçlanmalarında gelirlerinin YP kaynaklı olup olmadığını da dikkate aldıkları önermesiyle tutarlı olarak, BD ve ihracat oranları arasında pozitif bir korelasyon (2000: 0,28 ve 2005: 0,34) bulunmasına rağmen, bu temkinliliğin yüksek BD riskinden korunabilecek ölçüde olmadığı söylenebilir. Sonuçta, olumlu yönde gelişmelere rağmen, Türkiye'de İS sektörlerinin çoğunluğunun reel kur artışlarına karşı, 2005 yılı itibarıyla, hala yüksek riskli bölgede bulunduğu görülmektedir[28].

TCMB Sektör Bilançoları verilerinde şirketlerin varlıkları para cinsine göre sınıflandırılmadığından yukarıda yapılan incelemede kur riski temelde BD ve ihracat oranları çerçevesinde tartışılmıştır. Şirketlerin YP cinsinden varlık tutmaları (varlık dolarizasyonu) durumunda BD oranları kur riskinin üst sınırını tanımlamaktadır. Varlık dolarizasyonu şirketlerin YP cinsi borçları karşısında kur riskine karşı korunmalarını sağlayacaktır. TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü'nün 2005 yılında gerçekleştirdiği ve binin üzerinde şirketin varlık ve yükümlülüklerinin para cinsine göre elde ettiği anket çalışması verileri[29] bu çerçevede önemli bir bilgi kaynağı sunmaktadır. Bu veri seti kullanılarak, sektörlerin açık pozizyon oranları AP = [(YP yükümlülükler – YP varlıklar)/(YP yükümlülükler + YP varlıklar)] biçiminde hesaplanmıştır. AP Endeksi -1 ile +1 arasında değişmekte (YP yükümlülükler = 0 durumunda AP = -1 ve YP varlıklar = 0 durumunda AP = 1) ve positif sayılar pozisyon açığını işaret etmektedir.

İhracat oranlarının yanı sıra ithalat oranları da şirketlerin yerli paradaki reel değer kayıplarına karşı finansal durumlarının dolayısıyla risklerinin önemli belirleyicilerindendir. Reel kur artışları, ihracatçı şirketlere rekabet avantajı sağlarken, üretimde ithal girdi kullanan veya ithalatcı şirketleri ise olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla, kur riskinin ihracat-ithalat oranları çerçevesinde de değerlendirilmesi yararlı olacaktır.

Şekil 17, İS sektörlerinin AP ve ihracat-ithalat oranlarının 2002-2004 dönemi ortalamalarını vermektedir. Şekile göre, tüm sektörlerin pozisyon açığı pozitiftir. Sektörlerin büyük bir çoğunluğunun ihracat-ithalat oranı birin altındadır. Marshall-Lerner koşulunun geçerli olması durumunda, ihracat-ithalat oranı birden yüksek olan sektörlerin, reel kur artışlarından olumlu etkilenmeleri beklenebilir. Bu çerçevede, Şekil 17'de, ihracat-ithalat oranı birden yüksek ve açık pozisyon oranı göreli olarak düşük olan sektörler, reel kur artışlarına karşı "korunaklı" bölgede (C) sınıflandırılabilir. Yüksek ihracatçı iki sektörün ise (CC bölgesi), reel kur artışlarından olumlu etkilenmesi beklenebilir. Benzer açık pozisyon oranlarına sahip fakat ihracat-ithalat oranları birden küçük olan sektörler ise (B bölgesi) reel kur artışlarından olumsuz etkilenebilecektir. A bölgesindeki sektörler, hem ihracat-ithalat oranlarının düşüklüğü hem de açık pozisyon oranlarının yüksekliği

---

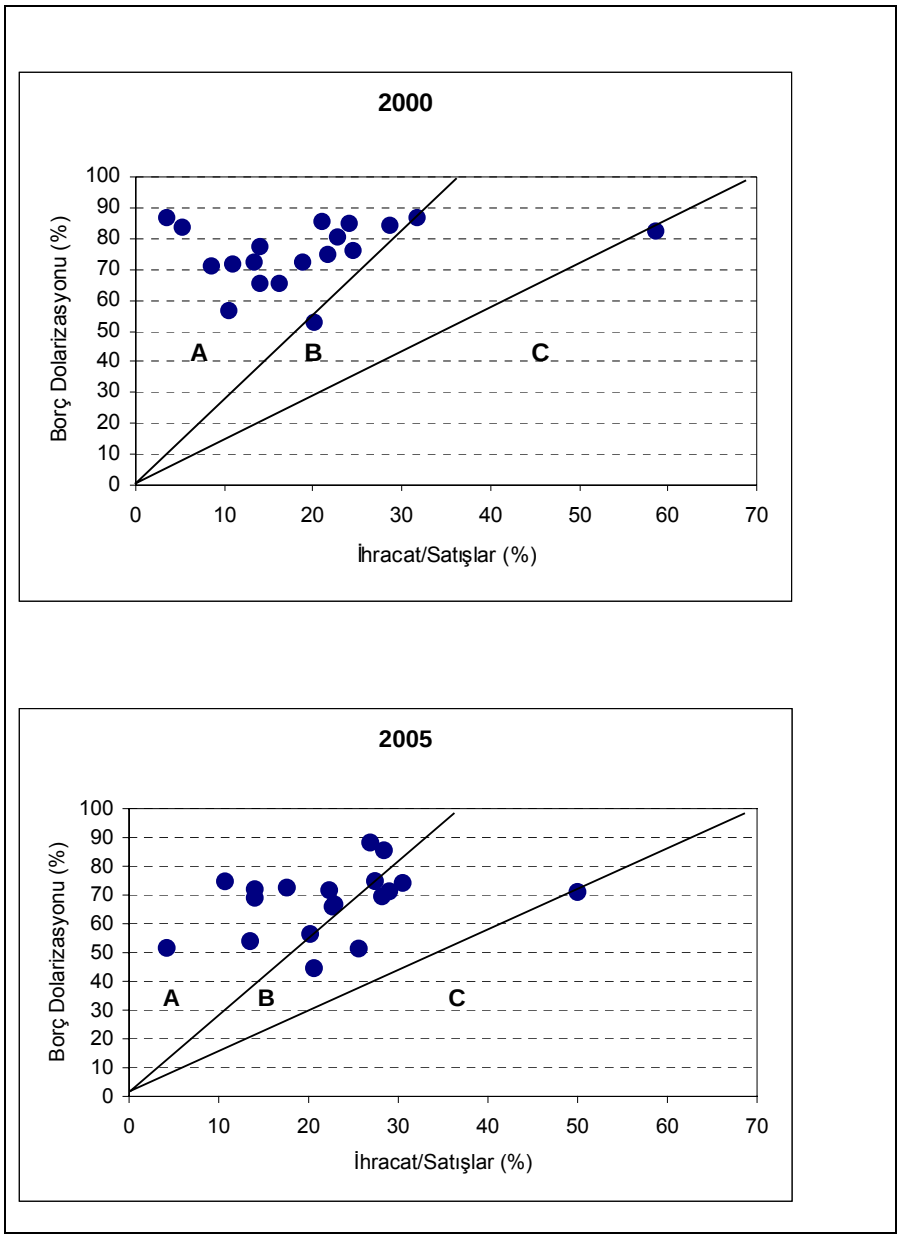
oranının birden düşük (yaklaşık 0.20) olduğu verisi de dikkate alınarak, riskli bölgelerin aşırı genişletilmemesine çalışılmıştır.

[28] Kesriyeli *vd.* (2005) 1992-2003 sektör bilançoları için benzer sonuçlar sunmaktadır. IMF (2006c) İMKB şirketleri verileri kullanarak 2005 yılında şirketlerin büyük çoğunluğunun reel kur artışları karşısında "cehennem" (yüksek riskli) bölgesinde bulunduğunu göstermektedir.

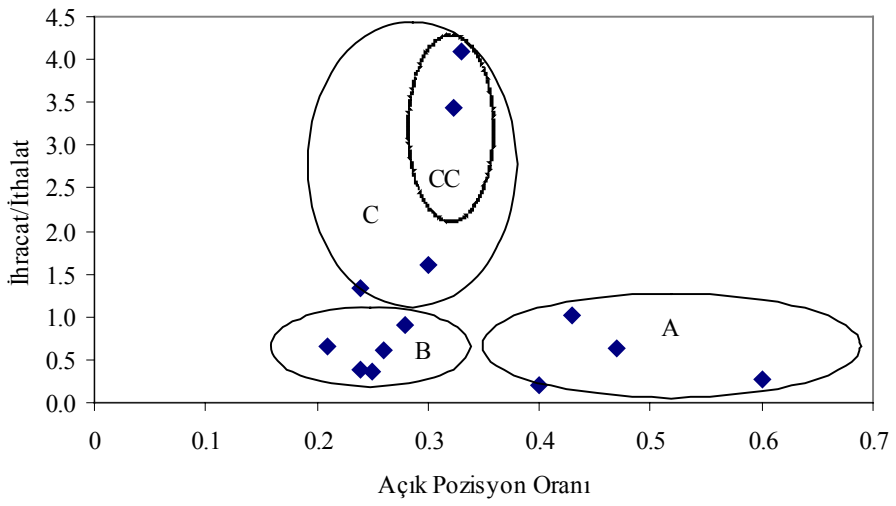
[29] Veri setinin ayrıntılı bir değerlendirmesi *TCMB Sektör Bilançoları 2005 (2002-2004)* raporunda sunulmaktadır: http://www2.tcmb.gov.tr/sektor/2005/index.htm

nedeniyle, reel kur artışlarına karşı aşırı riskli bölgede bulunmaktadır. Sonuçta, açık pozisyon ve ihracat-ithalat oranları dikkate alındığında, 2002-2004 döneminde, Türkiye'de İS sektörlerinin çoğunluğunun yüksek oranda kur riskine maruz oldukları görülmektedir.

Şekil 16. İS Sektörel Borç Dolarizasyonu ve İhracat Oranları



Şekil 17. Sektörel Pozisyon Açıkları ve İhracat/İthalat



V. SONUÇ NOTLARI

Uluslararası finansal açıklık, "imkansız üçlü" önermesinin de tanımladığı gibi, enflasyon hedefi odaklı para politikasının başarılı olabilmesi için dalgalı kur rejimi uygulanması önkoşulunu getirmektedir. Finansal açıklık, ülkelerin yatırımlarının ve büyümelerinin üzerindeki yurt içi tasarruf kısıtının etkisini azaltırken, küresel finansal şoklardan doğrudan etkilenebilmelerine de neden olmaktadır. Bunun sonucunda, küresel likidite koşulları, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik dalgalanmaların boyut ve sıklığının temel belirleyicilerinden olmaktadır. Küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler, ekonomilerin büyümelerini hızlandırırken, dalgalı kur rejimi altında, para politikasının etkinliğini güçlendirecek koşulları destekleyici olabilmektedir. Küresel likidite fiyat ve miktarındaki ani olumsuz gelişmeler ise, gelişmekte olan ülkelerde, imkansız üçlü önermesini - *kur hareketleri serbestliğinin ve para politikasının enflasyona odaklanmasının birlikte sürdürülebilirliğinin kısıtlanması* - şeklinde bir "ikileme" dönüştürebilmektedir. Bu ikilem ve dışsal finansal şokların etkilerinde, makroekonomik koşullar ve finansal sistem gelişme/düzenleme düzeylerinin yanı sıra, ekonominin temel sektörlerinin (kamu, bankacılık, şirketler kesimi ve hanehalkı) bilançolarındaki içsel kırılganlıklar (borçlanma oranları, vadeleri, döviz-ülke parası bileşimi vb.) temel belirleyici olmaktadır.

Küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler için göreli olarak daha elverişli olarak değerlendirilebilecek durumunun, son dönemde olumsuzluk yönünde bir değişim olasılığı artmaktadır. Küresel finansal dengesizliklerin ani ve göreli olarak sert/kontrolsuz intibakı sürecinde küresel likiditede daralma veya gelişmiş ülkelerdeki faiz artışı özellikle gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dengelerini ve borçlanma yapısını olumsuz etkileyecektir. Dolayısıyla, içsel dinamikler çerçevesinde aslında sürdürülebilir olan

makroekonomik dengeler ve borçlanma yapılarının bile, olumsuz dışsal şoklar karşısında sürdürülemez duruma gelebilmesi riski, özellikle gelişmekte olan ülkeler için, artmaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye'de reel sektör şirketlerinin küresel finansal riskler karşısında finansal yapı ve borç dolarizasyonu (BD) kaynaklı kırılganlıkları tartışılmıştır. Tartışmada, sektörlerarası kırılganlık bağlantılarına özel bir önem verilmiş ve reel sektör bilanço kırılganlığının aynı zamanda kredi aldıkları bankacılık ve finansal istikrarı sürdürmekle yükümlü kamu sektörleri için de bir risk kaynağı olabildiği vurgulanmıştır.

Türkiye'de şirketler kesiminin yurt içi ve yurt dışı borç stoku 2001 krizi sonrasında hızla artmıştır. Bu artışta, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı ve makroekonomik koşullardaki düzelme, kamu açıklarının özel sektör kredilerini dışlama baskınlığının azalması gibi iç faktörlerin yanında, küresel likidite fazlalığı ve risk iştahındaki artış da etkili olmuştur. Borç stokunun reel olarak artmasına karşın, borç stokunun toplam varlıklara oranı, tüm şirket ölçek gruplarında, 2001 krizi sonrasında belirgin bir düşüş eğilimi sergilemiştir. Borçlanmadaki artışın, yatırım, ihracat, şirket varlıkları gibi ilgili değişkenlerdeki artıştan daha yavaş olması, kriz sonrasında borçluluk oranı kaynaklı kırılganlıkların azaldığını göstermektedir. Yurt dışı kaynaklı borçlanmanın sürdürülebilirliği ise, şirketlerin net varlık değerlerindeki gelişim ile küresel finansal koşullara bağlılık riskini içermektedir.

Şirketler kesiminin dışsal şoklar veya içsel koşullar kaynaklı hızlı faiz artışlarına karşı duyarlılıklarında borçluluk oranlarının yanı sıra finansal kısıtlılık derecelerinin de belirleyici olması beklenebilir. Türkiye'de reel sektör, finansal sistemin derinleşmemiş yapısından kaynaklanan ve etkisi şirket ölçek büyüklüğü ile azalma eğiliminde olan, genel bir finansman kısıtı altındadır. Bu çerçevede, hızlı faiz artışlarının şirketlerin finansal durumları ve yatırım-üretim gibi reel kararları üzerindeki etkisinin, standart para politikası aktarım mekanizmasındakinden daha güçlü olması beklenebilir. Bu etkide, küçük ve orta ölçekli şirketler için finansal kısıtın, büyük ölçekli firmalar için ise borçluluk oranının daha baskın olması beklenebilir.

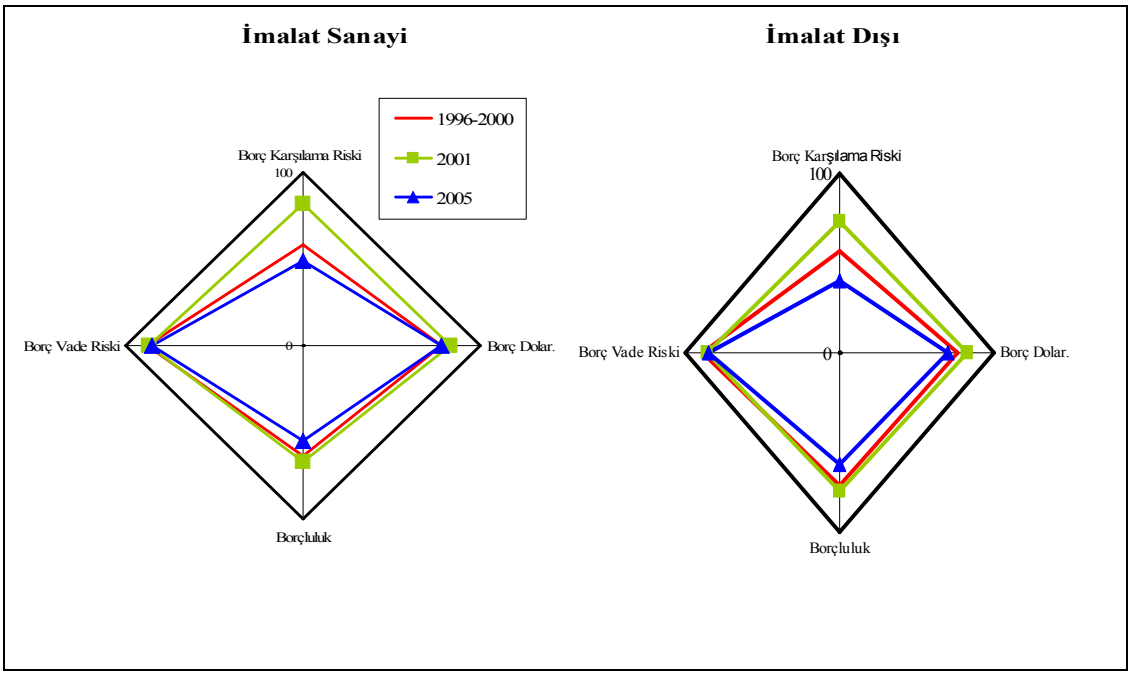
Borç vade yapısı ve borç dolarizasyonu, Türkiye'de şirketler kesiminin küresel finansal şoklara karşı kırılganlıklarının temel kaynaklarını oluşturmaktadır. Uzun yıllar süren yüksek kronik enflasyon ve makroekonomik istikrarsızlık sonucundaki kısa vadeli finansal kontrat yapısı, 2001 krizi sonrasında da, göreli olarak azalmasına karşın, ekonomideki baskınlığını sürdürmektedir. Kısa vadeli borç yapısı, ölçek büyüklüğüne bağlı olarak azalmakla birlikte, faiz şokları ve likidite daralması durumunda şirketlerin önemli bir kredi riski kaynağı olmaya devam etmektedir.

Türkiye'de reel sektör borç dolarizasyonu, özellikle küçük ölçekli veya ihracatçı olmayan İS ve diğer FD şirketlerdeki son yıllardaki belirgin azalışa karşın, hala çok yüksek düzeylerini korumaktadır. Borç dolarizasyonunun şirket büyüklüğü ve ihracat oranlarıyla olan positif ilişkisi, finansal piyasalara erişim ve borç-gelir para bileşimi tutarlılığı çerçevesindeki risk sınırlayıcı olgulara rağmen, veriler şirketlerin önemli bir bölümünün kur artışlarına karşı, son yıllarda derecesi azalmakla birlikte, kırılgan olduklarını göstermektedir. Sektörel düzeyde ise, olumlu yönde gelişmelere rağmen, İS sektörlerinin çoğunluğu hala yüksek oranda kur riskine maruz durumdadırlar.

Finansal durumlarındaki değişimi özetlemek üzere, Şekil 22'de dönemler itibarıyla imalat ve imalat dışı şirketlere ait bazı temel kırılganlık göstergeleri (borçluluk, borç

dolarizasyon, borç vadesi ve faiz karşılama riski (1/FKO, %) oranları) verilmiştir. Buna göre, grafiklerin en dışındaki çizgiler azami risk seviyelerini ve her köşe bir kırılganlık göstergesini yansıtmaktadır. 2005 yılında, özellikle borçluluk ve faiz karşılama riski oranları kaynaklı finansal kırılganlığın, 2001 yılına göre önemli ölçüde azaldığı (elmasın en iç tarafında oluşan halka) 1996-2000 dönemine göre ise belirgin bir iyileşme olduğu görülmektedir. Borç dolarizasyonu ve borç vade yapısı kaynaklı kırılganlıklarda ise ancak çok sınırlı bir azalma gözlemlenmektedir. Yüksek borç dolarizasyonu kırılganlığı, içsel bir de-dolarizasyon sürecinin temel ön koşulu olan güçlü makroekonomik yapı ve fiyat istikrarının yanı sıra, finansal piyasa düzenlemelerinin de içerildiği aktif bir de-dolarizasyon stratejisinin (Galindo ve Leiderman, 2005, Levy-Yeyati, 2006 ve Yılmaz, 2006) önemine de işaret etmektedir. Güçlü makroekonomik yapı ve fiyat istikrarının yanı sıra de-dolarizasyon sürecini destekleyebilecek TL cinsi finansal kontratların (enflasyona endeksli kamu borçlanma araçları, şirketler kesiminin tahvil-hisse senedi finansmanı gibi) geliştirilmesi, finansal derinleşme, kamu borçlanmasının finansal dışlama etkisindeki azalmanın sürmesi gibi gelişmeler de reel sektörün daha uzun vadeli TL cinsi borçlanmasını sağlayabilecektir.

Şekil 22. Reel Sektör Finansal Kırılganlıkları



Türkiye'de, temel riskin yüksek cari işlemler açığı olduğu ve borç dolarizasyonu gibi finansal kırılganlıkların dikkate alınmadığı standart Mundell-Fleming modelinin geçerli olduğu önkabulleriyle, reel kur artışları bazen temel bir politika önermesi olarak sunulmaktadır.[30] Ani ve yüksek reel kur artışları, korunmamış (unhedged) yüksek düzeyde

[30] Bu önermeler, kimi zaman, TCMB'nin cari işlemler açığı karşısında hızla faiz indirimine gitmesini de içerebilmektedir. Cari işlemler açığının yatırım-tasarruf farkı olması gerçeği ve dolayısıyla faizlerde

YP cinsinden borcu olan sektörlerin (ve finansal kırılganlık bağlantılarıyla tüm ekonominin) finansal durumlarını, üretim ve yatırımlarını olumsuz etkileyerek ekonomik daralmaya ve finansal istikrarsızlığa yol açabilecektir. Küresel finansal risklerin gerçekleşmesi nedeniyle dışsal veya cari işlemler açığı çekincesiyle içsel dinamikler sonucundaki reel kur artışları, cari işlemleri cari dönemde olumlu etkilese bile, YP cinsi borçları (miktar, risk primi ve borç servisi) reel olarak artırarak borç sürdürülebilirliğini de olumsuz etkileyebilecektir. Bu bağlamda, ekonominin dışsal küresel risklere karşı borç dolarizasyonu, kısa vadeli borçlanma gibi temel içsel kırılganlık kaynakları önemle dikkate alınmalıdır. Dolayısıyla, "cari açık çekincesi" yanında, giderilmesinin daha yüksek cari işlemler açığını sürdürülebilir kılacağı, "yapısal kırılganlık çekincesi"nin de ekonomi politikaları tartışmalarında hakettiği önemli yeri alması beklenmektedir.

enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesi dışındaki hızlı bir düşüşün, toplam talep kanalıyla enflasyonist etkisi yanında, aslinda cari işlemler açığını arttırabileceği de dikkate alınmalıdır.

KAYNAKCA

Aghion, P., Bacchetta, P. and A. Banerjee (2004) A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises, *Journal of Economic Theory*, 119, 6-30.

Akbostancı, E. (2004) Dynamics of the Trade Balance: The Turkish J-Curve, *Emerging Markets Finance and Trade,* 40(5), 57-73.

Allen, M., Rosenberg, C., Keller, C., Setser, B. ve N. Roubini (2002) A Balance Sheet Approach to Financial Crisis, IMF WP 02/210.

Aydin, H.İ., Kaplan, C., Kesriyeli, M., Yalçın, C. ve E. Özmen (2006) Export Supply and Import Demand Models for the Turkish Economy, Central Bank of Turkey, Research and Monetary Policy Department, WP No. 06/07.

Aydin, M.F., Ciplak, U. ve E.M. Yucel (2004) Export Supply and Import Demand Models for the Turkish Economy, Central Bank of Turkey, Research and Monetary Policy Department, WP No. 04/19.

Bebczuk, R., Galindo, A. ve U. Panizza (2006) An Evaluatıon of the Contractıonary Devaluation Hypothesis, IADB WP No. 582.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ve R. Levine (2000) A New Database on Financial Development and Structure, *World Bank Economic Review*, 14, 597-605.

Bernanke, B. (2005) The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit, The Federal Reserve Board, www.federalreserve.gov/speeches.

Calvo, G.A. (2005) Crisis in Emerging Market Economies: A Global Perspective, NBER WP No. 11305.

Calvo, G.A. (2006) Some Thoughts About Monetary Policy in Emerging Markets: Focusing on Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort, NBER WP No. 12788.

Calvo, G.A., A. Izquierdo ve L.F. Mejía (2004) On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance Sheet Effects, NBER WP No. 11492.

Calvo, G.A., Izquierdo, A. ve E. Talvi (2006) Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit From Systemic Financial Crises, NBER WP No. 12101.

Calvo, G.A, ve E. Talvi (2004) Sudden Stops, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile, NBER WP No. 11153.

Calvo, G.A. ve E. Talvi (2006) The Resolution of Global Imbalances: Soft Landing in the North, Sudden Stop in Emerging Markets? *Journal of Policy Modelling*, 28(6), 605-613.

Calvo, G. ve C.M. Reinhart (2002) Fear of Floating, *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 379–408.

Céspedes, L.F., Chang, R. and A. Velasco (2004) Balance Sheets and Exchange Rate Policy, *The American Economic Review*, 94(4), 1183-93.

Chang, R. ve A. Velasco (2006) Currency Mismatches and Monetary Policy: A Tale of Two Equilibria., *Journal of International Economics*, 69(1), 150-175.

Chamon, M. ve R. Hausmann (2005) Why Do Countries Borrow the Way They Borrow? *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies* içinde, Derleyenler B. Eichengreen ve R. Hausmann, Chicago: University of Chicago Press.

Cowan, K., Hansen, E. ve L.O. Herrera (2005) Currency Mismatches, Balance Sheet Effects and Hedging in Chilean Non-Financial Corporations, Inter-American Development Bank, WP No. 521.

Cowan, K. and H. Kamil (2004) A New Database on Currency Composition and Maturity Structure of Firms' Balance Sheets in Latin America: 1990–2002, Inter-American Development Bank.

Çulha, O.Y., Özatay; F. ve G. Şahinbeyoğlu (2006) The Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets, Central Bank of Turkey, Research and Monetary Policy Department, WP No. 06/04.

Davis, E.P. ve M.R. Stone (2004) Corporate Financial Structure and Financial Stability, *Journal of Financial Stability*, 1, 65–91.

Echeverry, J.C., Fergusson, L., Steiner, R. and C. Aguilar (2003) Dollar Debt in Colombian Firms: Are Sinners Punished During Devaluations?, *Emerging Markets Review*, 4(4), 417-449.

Eichengreen, B. ve Y.C. Park (2006) Global Imbalances and Emerging Markets: Implications for Emerging Asia, IADB Konferans Tebliği, 15-16 Mayıs 2006, Madrid.

Eichengreen, B., Hausmann, R. ve U. Panizza (2005) The Pain of Original Sin, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies* içinde, Derleyenler B. Eichengreen ve R. Hausmann, Chicago: University of Chicago Press.

Frankel, J.A. (2005) Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries, *IMF Staff Papers*, 55(2), 149-192.

Galindo, A.J. and L. Leiderman (2005) Living with Dollarization and the Route to Dedollarization, Inter-American Development Bank WP, May 2005.

Galindo, A., Panizza, U. ve F. Schiantarelli (2003) Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: A Summary of the Micro Evidence, *Emerging Markets Review*, 4(4), 330-339.

Gertler, M., Gilchrist, M. and F.M. Natalucci (2007) External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2–3), 295-330.

Hausmann, R., Panizza, U. ve and E. Stein (2001) Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics,* 66(2), 387–414.

IMF (2005a) Global Imbalances -A Saving and Investment Perspective, Ch. II in *World Economic Outlook: Building Institutions*, Washington DC: International Monetary Fund.

IMF (2005b) Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, April, Washington DC: International Monetary Fund.

IMF (2006a) World *Economic Outlook: Financial Systems and Economic Cycles*, Washington DC.

IMF (2006b) *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington DC.

IMF (2006c) *Turkey: Third and Fourth Reviews Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Performance Criteria—Staff Report*, IMF Country Report No. 06/402.

IMF (2007) World *Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy,* April, Washington DC.

Kamil, H. (2006) Does Moving to a Flexible Exchange Rate Regime Reduce Currency Mismatches in Firms' Balance Sheets?, Paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF.

Kaplan, C., Özmen, E. ve C: Yalçın (2006) The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-Financial Firms in Turkey: An Empirical Investigation, Central Bank of Turkey, Research and Monetary Policy Department, WP No. 00/06.

Kesriyeli, M., Özmen, E. ve S. Yiğit (2005) Corporate Sector Debt Composition and Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey, Central Bank of Turkey, Research and Monetary Policy Department, WP No. 05/16.

Koğar, Ç.İ. ve E. Özmen (2006) Sectoral Balance Sheet Fragilities and the Turkish Financial Crisis of 2001, ASSA-MEEA Yıllık Toplantısında (Boston, 6-8 Ocak 2006) Sunulan Tebliğ.

Levy-Yeyati, E. (2006) Financial Dollarization, *Economic Policy*, 61-118.

Özmen, E. (2004) Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine, *İktisat, İşletme ve Finans*, 223, 5-19.

Özmen, E. ve D. Arınsoy (2005) The Original Sin and the Blessing Trinity: An Investigation, *Journal of Policy Modeling*, 27, 599-609.

Ratha, D., Mohapatra, S. ve P. Suttle (2003) Corporate Financial Structures and Performance in Developing Countries, *World Bank Global Development Finance*, Bölüm 4. The World Bank.

Reinhart, C., Rogoff, K. ve M. Savastano (2003) Debt Intolerance, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1–74.

Rodrik, D. (2006) The Social Cost of Foreign Exchange Reserves, International Economic Journal, 20(3), 253-266.

Rozada, M.G. ve E. Levy-Yeyati (2006) Global factors and Emerging Market Spreads, IADB WP No. 554.

Rogoff, K. (2006) Will Emerging Markets Escape the Next Big Systemic Financial Crisis? *Cato Journal*, 26(2), 337-341.

Roubini, N. ve B. Setser (2005), Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006, Mimeo, New York University.

Schneider, M. ve A. Tornell (2004) Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees, and Financial Crises, *Review of Economic Studies*, 71, 883-913.

Türkan, E. (2004) Türk Ekonomisinde Makro Kredi Kanalı: Ölçek ve Kalite Açısından Bir Değerlendirme, TCMB Yayını.

World Bank (2007) *Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries*, Washington DC: The World Bank.

Yalçın, C., Çulha, O.Y. ve P.Ö. Özlü (2005) Mali Yapı ve Mali Derinliğin Ekonomik Büyümedeki Rolü: Şirketler Düzeyinde Analiz, TUSIAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Tartışma Tebliğleri Yayın No. EAF.2005-06.001.

Yılmaz, D. (2006) *Dollarization: Consequences and Policy Options*, TCMB tarafından düzenlenen Dollarization: Consequences and Policy Options Konferansı, 13-15 Aralık 2006, Açılış Konuşması.