

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİYE PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İKİ BÜYÜK GLOBAL KRİZDE DEVLETİN
EKONOMİYE MÜDAHALECİLİĞİ VE MALİYE
POLİTİKASI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ:
KAZAKİSTAN ÖRNEĞİ**

Yersultan YERZHANOV

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Hakan AY

2010

YÜKSEK LİSANS
TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI

2008801334

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : Yersultan YERZHANOV
Tez Başlığı : İki Büyük Global Krizde Devletin Ekonomiye Müdahaleciliği ve Maliye Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Kazakistan Örneği
Savunma Tarihi : 10.08.2010
Danışmanı : Yrd.Doç.Dr.Hakan AY

JÜRİ ÜYELERİ

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Yrd.Doç.Dr.Hakan AY	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Mustafa SAKAL	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Hüseyin Avni EGELİ	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği (X)

Oy Çokluğu ()

Yersultan YERZHANOV tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "İki Büyük Global Krizde Devletin Ekonomiye Müdahaleciliği ve Maliye Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Kazakistan Örneği" başlıklı Tezi () / Projesi () kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**İki Büyük Global Krizde Devletin Ekonomiye Müdahaleciliği ve Maliye Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Kazakistan Örneği**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

..../..../.....

Yersultan YERZHANOV

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

İki Büyük Global Krizde Devletin Ekonomiye Müdahaleciliği ve Maliye Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Kazakistan Örneği

Yersultan Yerzhanov

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Maliye Anabilim Dalı
Maliye Programı

Finansal serbestleşme sonrası finansal krizler, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde hızlı bir artış göstermiştir. Ulusal para biriminin değer kaybetmesi ile para birimi ve vade uyumsuzlukları, likidite problemleri ve geri dönmeyen krediler şeklindeki bankacılık sektörü problemleri, finansal zayıflığın temel nedenleri arasında yer almakta ve banka bilançolarının bozulmasına yol açmaktadır.

Makroekonomik istikrarsızlık, global finansal koşullar, yurtiçi finansal sistemin yapısı, döviz kur rejimi ve düzenleme ve denetleme sistemindeki sorunlar, finansal krizlerin nedenlerini oluşturmaktadır.

Bugün dünya 1929 Büyük Bunalımından sonraki en şiddetli krizin içinde bulunmaktadır. Küresel Krize karşı ilk ciddi tepki para politikası aracılığıyla olmuş, fakat istenen sonuç alınamamıştır. Bunun üzerine dikkatler maliye politikasına çevrilmiştir. Böylece ekonomide yeni bir çılgır açılarak daha önce devletin piyasadan tamamen elini çektiği tam liberalizm ağırlıklı bir yaklaşım egemen iken, şimdi devlet ekonomideki en önemli itici güç olmuştur. Devlet, hem maliye politikaları açısından hem Para ve Faiz Politikası açısından hem de istihdam politikasını oluşturmada yetkili olmaktadır.

Finansal krizlerin ardından, toplam üretimde (Gayri Safi Yurt İçi Hasılatı) meydana gelen kayıplar, bankaların batması, durgunluklar, işsizlikler ve bunlara karşı alınan ülkelerin anti-kriz programı, bu konunun önemini arttırmaktadır.

Sovyetler Birliği'nin yıkılmasından itibaren Kazakistan'da çok hızlı gelişmeler yaşanmış ve günümüze kadar çeşitli değişiklikler geçirerek devam etmiştir. Bu çalışmada, dünyada gerçekleşen 1929 Büyük Buhranı ile 2008'de ortaya çıkan finansal krizler arasında kıyaslama yapılarak, 2008 finansal krizin Kazakistan ekonomisine etkisi ve buna karşı Kazakistan Cumhuriyetinin uyguladığı anti-kriz programı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Maliye Politikası, Anti-Kriz Programı.

ABSTRACT

Master Thesis

The Intervention of the Government in the Economy During Two Big Global Financial Crises and the Consideration by Fiscal Policy: Example of Kazakhstan

Yersultan Yerzhanov

**Dokuz Eylöl University
Institute of Social Sciences
Department of Public Finance
Public Finance Program**

After financial liberalization, the financial crises speeded up markedly for the emerging market economy. The depreciation of national currency and the banking sector problems such as currency and maturity mismatches, liquidity problems-insolvency and non-performing loans are the main causes of financial vulnerability and lead to the deterioration of banks` balance sheet.

Macroeconomic instability, global financial conditions, the structure of domestic financial system, exchange rate regime and the problems in the regulatory and supervisory system were the causes of financial crisis.

The world has passed through probably the most severe crisis, the Global Crisis, since the Great Depression in 1929. The first measures taken against the Global Crisis were monetary character but they failed to achieve expected results. Therefore recently on the agenda is the fiscal policy that has been nearly forgotten for almost decades. Previously the economy was market-oriented and government did not do any intervention, now the government became the most important driving force in the economy in terms of fiscal policy, in terms of monetary and interest policies and also became authorized to create employment policy.

Financial crisis, the losses of the total production (Gross Domestic Product), banks failures, recession, unemployment and anti-crisis programs of the countries increases the importance of the subject.

Since the collapse of the Soviet Union the rapid developments in Kazakhstan have gone through several changes. In this thesis, the comparison among the Great Depression in 1929 and the Financial Crisis in 2008 will be explained. Also the influence of the 2008 Financial Crisis in the economy of Kazakhstan and anti-crisis program of the government will be explained.

Key Words: Financial Crisis, Fiscal Policy, Anti-Crisis Program.

**İKİ BÜYÜK GLOBAL KRİZDE DEVLETİN EKONOMİYE
MÜDAHALECİLİĞİ VE MALİYE POLİTİKASI AÇISINDAN
DEĞERLENDİRİLMESİ: KAZAKİSTAN ÖRNEĞİ**

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
YEMİN METNİ.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
KISALTMALAR.....	x
TABLO LİSTESİ.....	xii
ŞEKİL LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ KAVRAMI VE GENEL TANIMLAR

1.1.	EKONOMİK KRİZİN KAVRAMI.....	3
1.2.	EKONOMİK KRİZİN SINIFLANDIRILMASI.....	6
1.2.1.	Reel Kriz Kavramı.....	6
1.2.2.	Finansal Kriz Kavramı.....	7
1.3.	FİNANSAL KRİZ ÇEŞİTLERİ.....	7
1.3.1.	Para Krizi	8
1.3.2.	Bankacılık Krizi.....	11
1.3.3.	İkiz Krizler	14
1.3.4.	Sistemik Finansal Kriz.....	18
1.3.5.	Dış Borç Krizleri.....	19
1.4.	FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAYAN MODELLER.....	21
1.4.1.	Birinci Nesil Parasal Kriz Modelleri.....	21
1.4.2.	İkinci Nesil Parasal Kriz Modelleri.....	24
1.4.3.	Üçüncü Nesil Parasal Kriz Modelleri.....	27
1.5.	FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ.....	30

1.5.1. Makroekonomik Politikalar.....	30
1.5.1.1. Ekonomik Büyüme.....	32
1.5.1.2. Enflasyon.....	32
1.5.1.3. Cari İşlemler Dengesi.....	33
1.5.1.4. Döviz Kuru ve Faiz Oranında Değişmeler.....	33
1.5.1.5. Varlık Fiyatlarında ve Banka Ödünçlerinde Aşırı Artışlar.....	34
1.5.1.6. Kamu Finansman Dengesi.....	35
1.5.2. Global Finansal Koşullar.....	35
1.5.3. Yurtiçi Finansal Sistemin Yapısı.....	37
1.5.3.1. Finansal Kırılganlık ve Finansal Zayıflık.....	37
1.5.3.2. Finansal Serbestleşme.....	40
1.5.3.3. Mevduat sigortası.....	42
1.5.3.4. Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	43
1.5.4. Döviz Kuru Rejimi.....	43
1.5.5. Düzenleme ve Denetleme Sistemindeki Sorunlar.....	46
1.6. EKONOMİK KRİZLERE KARŞI ALINABİLECEK ÖNLEMLER.....	47
1.6.1. Makro Önlemler.....	47
1.6.2. Mikro Önlemler.....	48

İKİNCİ BÖLÜM

1929 ve 2008 KRİZLERİN ORTAYA ÇIKIŞI, ETKİLERİ VE SONUÇLARI

2.1. 1929 BÜYÜK BUHRAN.....	49
2.1.1. 1929 Krizinden Önce Genel Durum.....	49
2.1.2. 1929 Krizin Süreci ve Etkileri.....	51
2.1.3. Krizden Çıkış Programı.....	54
2.1.4. 1929 Krizin Finansal Boyutu.....	56
2.2. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ.....	62
2.2.1. Kriz Öncesi Dönemde Dünya Ekonomisinin Profili.....	63
2.2.2. Krizin Tarihsel Boyutu ve Etkileri.....	68
2.2.3. Küresel Finansal Krizin Nedenleri.....	73
2.2.3.1. Likidite Bolluğu ve Özensiz Krediler.....	73

2.2.3.2. Menkul Kıymetleştirme.....	74
2.2.3.3. Saydamlık Eksikliği.....	75
2.2.3.4. Derecelendirme Kuruluşları.....	76
2.2.3.5. Düzenleyici Denetleyici Kuruluşlar.....	77
2.2.4. Küresel Finansal Krizin Sonuçları.....	77
2.2.4.1. Konut Fiyatlarındaki Düşüş.....	78
2.2.4.2. Büyüme Oranlarında Düşüşler.....	78
2.2.4.3. İşsizlik Oranlarında Artışlar.....	79
2.2.4.4. Enflasyonist Etki.....	80
2.2.4.5. Regülasyonlar ve Müdahaleci Yaklaşımlar.....	81
2.2.5. Krizden Çıkarılan Sonuçlar Işığında Olası Yeni Krizler	
İçinÖnlemler.....	82
2.3. 1929 KRİZİ VE 2008 KRİZİNİN BENZER VE FARKLI YÖNLERİ.....	84
2.3.1. İki Krizin Arasındaki Benzerlikler.....	84
2.3.2. İki Krizin Arasındaki Farklılıklar.....	86
2.3.3. Kriz Sonrası Ekonomik Sistem Arayışları.....	88
2.4. İKİ KRİZDEN ÇÖZÜM OLARAK ÇIKAN MALİYE POLİTİKASI.....	90
2.4.1. Keynes’de Krizin Nedeni.....	92
2.4.1.1. Tüketim Eğilimindeki Dalgalanmalar.....	92
2.4.1.2. Likidite Tercihindeki Dalgalanmalar.....	94
2.4.1.3. Sermayenin Marjinal Etkinliğindeki Dalgalanmalar.....	97
2.4.2. Küresel Kriz ve Maliye Politikasının Artan Önemi.....	99

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZİ VE KAZAKİSTAN

3.1. KAZAKİSTAN EKONOMİSİNE GENEL BAKIŞ.....	104
3.1.1 Kazakistan'da Makroekonomik Gelişmeler.....	105
3.1.2 Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın Yapısı ve Sektörel Gelişmeler.....	107
3.1.3. Tarım ve Hayvancılık.....	107
3.1.4. Madencilik ve Metalürji.....	109
3.1.5. Enerji.....	110

3.1.6. Bankacılık ve Sigortacılık.....	111
3.1.7. Taşımacılık ve Telekomünikasyon.....	111
3.1.8. Kazakistan'ın Dış Ticareti.....	112
3.2. KAZAKİSTAN'DA KRİZİN NEDENLERİ.....	114
3.2.1. Bankacılık Sektöründeki İdari Baskı.....	114
3.2.2. Borsa Üzerinde Olumsuz Etki.....	118
3.2.3. Petrol Fiyatlarına Bağımlılık.....	120
3.2.4. Para Arzının Aşırı Büyümesi.....	124
3.2.5. Enflasyon ve Tenge Revalüasyonu.....	127
3.2.6. Yerli Üretimin Korunmasında Başarısızlık.....	129
3.2.7. Revalüasyonun Tasarruf Düzeyinde Olumsuz Etkisi.....	131
3.2.8. Piyasanın Aşırı Kredilenmesi ve Kurumsal Sektörün Mali Durumu...133	
3.2.9. Bankacılık Sektöründe Geri Ödenmeyen Krediler Krizi.....	135
3.3. KAZAKİSTAN CUMHURİYETİNİN ANTİ-KRİZ PROGRAMI.....	137
SONUÇ.....	147
KAYNAKLAR.....	151

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e	Adı Geçen Eser
a.g.m	Adı Geçen Makale
a.g.t	Adı Geçen Tez
AvET	Avrasya Ekonomik Topluluğu
bkz.	Bakınız
CPFF	Commercial Paper Funding Facility (Ticari Kağıt Finansman Kolaylığı)
Çev.	Çeviren
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
Diğ	Diğerleri
Ed.	Editör
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler
MMIFF	Money Market Investor Funding Facility (Para Piyasası Yatırım Fonlama Tesisi)
OAB	Orta Asya Birliği
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma)
ROA	Return On Asset (Varlık Getirisi)
s.	Sayfa No
SBE	Sosyal Bilimler Enstitüsü

SEC	Security Exchange Commission (ABD Sermaye Piyasası Kurulu)
ŞİO	Sanghay İşbirliği Örgütü
S&P	Standart and Poor Endeksi
TAFL	Term Asset Backed Securities Loan Facility (Dönem Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Kredi Kolaylığı)
TAF	Term Auction Facility (Dönem Müzayede Tesisi)
Vb.	Ve Benzeri
Vd.	Ve Diğerleri

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Finansal Krizlerin Sayısı: 1970–1995	s. 15
Tablo 2: Finansal Krizler Arasındaki Farklılıklar	s. 20
Tablo 3: Yükselen piyasalarda kırılmalık ölçütleri	s. 73
Tablo 4: Temel Makroekonomik Göstergeler	s. 106
Tablo 5: Yıllar İtibariyle GSYİH’nın Artışı (%)	s. 107
Tablo 6: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla içindeki Tarımsal Alan Payı (1990–2005, %)	s. 108
Tablo 7: Yabancı para biriminde uzun vadeli ratingler, kriz öncesi ve kriz Zamanında	s. 118

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Finansal Krizlerin Yoğunluğu: 1975-1997	s. 15
Şekil 2: Finansal Serbestleşme ve Bankacılık Krizleri	s. 41
Şekil 3: Global Cari Açık ve Fazlalar, 1996-2008	s. 64
Şekil 4: ABD’de Cari Açıklar ve Sermaye Girişi, 1990-2004	s. 65
Şekil 5: ABD’de Emlak Fiyatları, 1992-2008	s. 66
Şekil 6: Son Kriz Döneminde Varlık Fiyatları	s. 67
Şekil 7: Uluslararası Büyüme Tahminleri	s. 68
Şekil 8: Resmi Faiz Oranları	s. 69
Şekil 9: ABD Eşik Altı İpotekli Ev Kredi Piyasaları Kayıpları İle İlgili Beklentiler	s. 70
Şekil 10: Finansal Göstergeler	s. 71
Şekil 11: Reel Göstergeler	s. 71
Şekil 12: S&P/CaseShiller Endeks’ine Göre Konut Fiyatlarının Gelişimi	s. 78
Şekil 13: Hem Gelişmiş Ülkelerde Hem de Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranlarındaki Düşüş Eğilimi	s. 79
Şekil 14: Küresel Kriz İşsizlik Oranları	s. 80
Şekil 15: Enflasyon Oranları	s. 81
Şekil 16: Dünya Borsaları, Küresel Kriz ve Büyük Bunalım	s. 94
Şekil 17: Para Arzı, Küresel Kriz ve Büyük Bunalım	s. 95
Şekil 18: Merkez Bankaları Politika Faizleri, Küresel Kriz ve Büyük Bunalım	s. 97
Şekil 19: Kamu Bütçe Dengesi/GSYİH (%), Küresel Kriz ve Büyük Bunalım	s. 101
Şekil 20: ABD’de Federal Gelirler, Eyalet ve Yerel Yönetim Gelirlerinin GSYİH’ya Oranı (%)	s. 102
Şekil 21: Kazakistan’ın İhracat Yaptığı Ülkeler	s. 112
Şekil 22: Kazakistan’a İthalat Yapan Ülkeler	s. 113
Şekil 23: Aylık Olarak Bankaların Kredi Faizleri	s. 115
Şekil 24: Banka Kredilerinin Döviz Kompozisyonu	s. 117
Şekil 25: En Büyük 10 Bankanın Sermaye Yapısı	s. 117
Şekil 26: GSYİH’a Göre Bankacılık Sektörü ve Borsa	s. 119
Şekil 27: İlk Yapılan Devlet Tahvillerin Karlılığı	s. 120

Şekil 28: Kazakistan İhracatının Yapısı ve Petrol Fiyatı	s. 121
Şekil 29: Ticaret Dengesinin Büyüme Endeksi ve Brent Petrol Fiyatları	s. 122
Şekil 30: GSYİH ve Mal İthalatın Büyüme Endeksi (2000 yıl = 100%)	s. 123
Şekil 31: Kazakistan'ın Ödeme Dengesinin Yapısı (milyon dolar)	s. 124
Şekil 32: Ekonomik Sonuçları Kısır Döngüsü	s. 125
Şekil 33: Para Hacmin Büyüme Endeksi, GSYİH ve Petrol Fiyatları (2000 yıl = 100%)	s. 126
Şekil 34: 2001 Yılından Beri Kazakistan'da Yıllık enflasyon ve Amerika Birleşik Devletleri	s. 128
Şekil 35: ABD Dolarına Karşı Tenge Döviz Kuru	s. 128
Şekil 36: Yıllık Tenge ve İthalat Değişimleri Arasındaki İlişkiler	s. 130
Şekil 37: Tengenin Dolara Göre Temel Kur Projeksiyonu	s. 131
Şekil 38: Kazakistan'da Gerçek Kişi Kredilerin Artış Oranı	s. 132
Şekil 39: Bankaların “Varlıklar / GSYİH” Katsayısı	s. 133
Şekil 40: 2007 Yılında Listelenen Şirketlerin Faaliyet ve Devir Hızı Karlılığı	s. 134
Şekil 41: 2008 Yılında Listelenen Şirketlerin Faaliyet ve Devir Hızı Karlılığı	s. 135
Şekil 42: Bankaların “Müşteri Kredileri/Rezervler” Katsayısı	s. 136

GİRİŞ

Uluslararası finansal piyasalarda yaşanan krizlerin her birinin kendine has özellikleri olduğu bir gerçektir. Ancak krizlerin nedenleri ayrı ayrı olsa bile, sonuçları aynı olmaktadır. Milli gelirin düşmesi sonucunda halk fakirleşmekte, finansal piyasalardaki dalgalanmalar sonucu yatırımcılar zarar etmekte ve ekonomiler küçülmektedir.

Finansal krizlerin ortak yönlerinin de olabileceği ve bunların tespit edilememesinin, krizlerin öngörülebilmesi, teşhisi ve tedavisi konusunda elde edilecek bilgilerin önemi dolayısıyla, finansal piyasalarda yaşanan krizler konusu, son yıllarda pek çok çalışmaya konu olmaktadır.

Döviz ve menkul kıymetler piyasaları gibi finansal piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları ya da bankacılık sektöründe oluşan panik ve geri dönmeyen kredilerin artması, finansal piyasayı düzelterken belli yasaların olmaması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar görünümündeki finansal krizlerin türleri, tanımlanışı, teşhisi, göstergeleri, öngörülebilirliği ve hangi kanallardan bulaştığı konuları bu tezin genel çerçevesini oluşturmaktadır.

Ancak bu derece geniş bir konunun bir yüksek lisans tez çalışmasında ele alınmasının, konunun sınırlandırılmasını gerektireceği açıktır. Bu nedenle, dünyada finansal krizlere ilişkin geliştirilen tüm teorik görüşlere bu çalışmada yer verilmeyecektir, yaşanan tüm finansal krizler ayrı ayrı incelenemeyecektir.

Bu yüksek lisans tezi üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, yukarıda açıklanan sınırlar içerisinde öncelikle ekonomik krizlerin tanımı ve çeşitleri üzerinde durularak, kavramsal bir çerçeve çizilmeye çalışılacak, finansal krizlerini açıklayan modelleri, nedenleri ve onlara karşı alınabilecek önlemleri ele alınarak incelenecektir.

İkinci bölüm, 1929 yılında Amerika’da yaşanan Büyük Ekonomik Kriz ile 2008 yılında gerçekleşen ve hala birçok ülkede devam eden 2008 Finansal Krizlerin ortaya çıkışı, nedenleri, sonuçları ele alınarak iki kriz karşılaştırmak suretiyle incelenecektir. Bu iki kriz son derece önemlidir. Kendilerinden önceki krizlerden farklı olarak sadece ulusal boyutta yaşanmayıp, dalga dalga tüm dünya ekonomilerine yayılmış ve reel ekonomi üzerinde önemli hasarlara yol açmıştır.

Son bölümde ise, Kazakistan ekonomisine genel bakış yapılarak 2008 Finansal Krizin Kazakistan ekonomisine etkisi ve Kazakistan Cumhuriyetinin bu finansal krize karşı uyguladığı anti-kriz programın incelenmesi ortaya konulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ KAVRAMI VE GENEL TANIMLAR

Bu bölümde, ekonomik krizin genel tanımına, özelliklerine, sınıflandırılmalarına, finansal krizlerin çeşitlerine ve dünyada gerçekleşen krizlerden dolayı oluşan belli kriz nedenlerine yönelik detaylı bilgiler verilecektir.

1.1 EKONOMİK KRİZİN KAVRAMI

Etimolojik kökeni Yunanca 'krisis' kelimesine dayalı olan kriz kelimesi, özellikle tıp biliminde çok yaygın bir kullanıma sahiptir ve genel olarak 'aniden ortaya çıkan bir hastalık belirtisi' ya da 'bir hastalığın çok ileri bir safhaya ulaşması' anlamlarına gelmektedir. Kriz, sosyal bilimler alanında çoğu kez 'birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme', 'büyük sıkıntı', 'buhran' ve 'bunalım' gibi kelimelerle eş anlamda kullanılmaktadır. Ekonomik kriz, mali kriz, finansal kriz, siyasi kriz, hükümet krizi, ahlaki kriz vb. kavramlara yalnızca günlük dilde değil, bilimsel terminolojide de çok sık rastlamaktayız. Sosyal bilimler açısından kriz kavramının genel bir tanımını yapmak hiç de kolay değildir. İçinde bulunulan durumun ya da karşı karşıya kalınan olayların ne derece 'kriz' olduğu kişiden kişiye değişebilmektedir¹. Herhangi bir durumu kriz olarak adlandırmak için krizin temel unsurları ya da özelliklerinin bilinmesinde yarar var.

Kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin; makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Aniden ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğrudur. Yoksa, normal süreç içerisinde ortaya çıkan her sorun kriz demek değildir. Kriz, bu açıdan beklenmedik biçimde ortaya çıkan 'ciddi bir sorun' olarak düşünülmelidir. Rutin gelişmeler ve sorunlar kriz değildir.

¹ Coşkun Can AKTAN ve Hüseyin ŞEN, “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, Yeni Türkiye Dergisi Yayınları, Ankara 2002, s. 2.

- Krizin en önemli özelliği önceden tahmin edilemeyen ya da bilinmeyen bir anda ortaya çıkmasıdır;
- Krizin bir diğer önemli özelliği, kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehlike ve tehdit oluşturmaları, hem de yeni fırsatlar yaratmasıdır. Bu anlamda kriz, genellikle düşünüldüğü gibi tamamen negatif özellikte bir kavram değildir;
- Krizler, kısa ya da uzun süreli olabilirler. Krizlerin organizasyonlar üzerindeki etkisinin kısa ya da uzun sürmesi, organizasyonun krize karşı koyabilecek tedbirleri zamanında alıp almamasına ve bunları uygulamasına bağlıdır;
- Nihayet, krizlerin bir diğer özelliği bir bulaşıcı hastalık gibi sirayet etkisi göstermesidir. Herhangi bir organizasyonda ortaya çıkan bir kriz diğer sektörleri de etkisi altına alabilmekte ya da bir organizasyonda yaşanan kriz, bu organizasyonla ilişki içerisinde olan diğer organizasyonlara da sirayet edebilmektedir.

Enflasyon, gerek devlet gerekse birey ve firmalar açısından bir 'sorun'dur ancak 'kriz' değildir. 'Hiperenflasyon' ise bir krizdir. Çünkü hiperenflasyon, fiyatlar genel seviyesinin aniden ve beklenmedik bir biçimde hızla artmasıdır. Örneğin, bugün Türkiye'nin yaklaşık yirmi yıldır içinde bulunduğu kronik enflasyon ortamını kriz olarak adlandırmak doğru değildir. Buna karşın 1980'li yıllarda bir çok Latin Amerika ülkelerinde, 1990'lı yıllarda ise sosyalizmin yıkılması ile birlikte piyasa ekonomisine geçiş yapan ülkelerde aniden ortaya çıkan hiperenflasyon gerçek anlamda bir kriz olarak adlandırılabilir. Tarihsel açıdan ilk büyük hiperenflasyon XVI. yüzyılda Avrupa'da görülmüştür. Amerika kıtasının keşfedilmesinden sonra çok büyük miktarlarda değerli maden Avrupa'ya taşınmış ve taşınan altın ve gümüşün artması neticesinde Avrupa'da hiperenflasyon olgusu yaşanmıştır. Bu ilk krizin ardından dünyada zaman içerisinde çeşitli ülkelerde konjonktür hareketleri izlendiğinde fiyatlar genel seviyesinde ani sıçramalar ortaya çıktığı görülebilir. Fiyatlar genel seviyesi, üretim, yatırım, istihdam vs.deki iniş-çıkış hareketleri iktisat biliminde 'konjonktürel dalgalanmalar' (businesscycles) olarak adlandırılır.

Konjonktürün değişik dönemlerinde ortaya çıkan 'enflasyon', 'deflasyon', 'stagnasyon', 'resesyon' gibi gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğru değildir.²

Fiyatlar genel seviyesinde azalma eğilimi olarak tanımlanan 'deflasyon', kriz değildir. Ancak konjonktür içerisinde beklenmedik bir biçimde fiyatlardaki ani düşme dönemi olarak adlandırılan 'depresyon', bir krizdir. Örneğin, dünyada 1929-33 yılları arasında yaşanan ilk Büyük Depresyon (ekonomik buhran ya da ekonomik bunalım) gerçek anlamda bir ekonomik krizdi.³

Enflasyon ve deflasyon, nasıl tek başına kriz olarak adlandırılmayacaksa aynı şekilde 'devalüasyon' ve 'revalüasyon' kavramları da kriz olarak adlandırılmaz. Sabit kur rejiminde ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşürülmesi (devalüasyon) işleminin kriz olarak adlandırılması için, bu işlemin beklenmedik bir anda ve yüksek bir parite (kur) ayarlaması ile gerçekleştirilmesi gerekir. Yoksa, hükümetlerin tedricen ve ılımlı oranlarda başvurmak zorunda kaldıkları devalüasyon işlemini kriz olarak adlandırmamak gerekir.

Bir başka örnek de finans sektöründen verilebilir. Bankacılık krizi, bir bankanın ya da bazı bankaların likidite yetersizliği dolayısıyla ödeme sıkıntısı içine girmeleri ve mevduat sahiplerinin bankaya hücum etmeleri (banka tahaccümü) durumunda ortaya çıkar. Bu durumda bir yandan banka yönetimi panik sonucu zararına varlık satışı yapmak zorunda kalabilir; diğer yandan mevduat sahipleri panik sonucu bankadan paralarını çekmek için hemen harekete geçerler.⁴

Buraya kadar yaptığımız açıklamalar çerçevesinde ekonomik kriz kavramını şu şekilde tanımlamamız mümkündür: Ekonomik kriz, 'ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması' demektir.

² AKTAN ve ŞEN, a.g.m., s. 5.

³ Korkut BORATAV, **Finansal Kriz**, 16.05.2002 www.bagimsizsosvlabilimcilier.org (14.05.2010).

⁴ Ali İHSAN, **“Bankacılık ve Kriz”**, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s. 23.

Ekonomik krizler çok değişik şekillerde ortaya çıkabilir. Üretimde hızlı bir daralma, fiyatlar genel seviyesinde ani düşme, iflaslar, işsizlik oranında ani artış, ücretlerde gerileme, borsada çöküş, spekülâtif hareketler vb. faktörler ekonomik krizlerin başlıca örnekleridir. Hemen belirtelim ki, iktisatçıların ekonomik krizlerin nedenlerine, etkilerine ve çözüm yollarına bakış açıları oldukça farklıdır. Klasik iktisat okuluna mensup liberal iktisatçılar genel olarak ekonominin dengede olduğunu, zaman zaman ortaya çıkan krizlerin ise geçici olduğunu ve ekonominin tabii akışı içerisinde bu krizlerin kendi kendine ortadan kalkacağını savunmaktadırlar. Klasik iktisatçılardan J. B. Say'ın Mahreçler Kanunu olarak bilinen 'her arz kendi talebini yaratır' ilkesi, esasen ekonomide ortaya çıkacak bir arz krizinin söz konusu olmayacağını ya da bunun geçici olacağını savunmaktadır. Klasik liberalizmin temel ilkelerine bağlılığını sürdüren çağdaş liberal iktisat okullarına mensup iktisatçılar da, genel olarak, konjonktür hareketlerinin genel seyri içerisinde ortaya çıkan krizlere karşı devletin ekonomiye müdahale ederek krize karşı önlemler almasının gereksiz, hatta olumsuz olacağı düşüncesini paylaşmaktadırlar.⁵

1.2 EKONOMİK KRİZİN SINIFLANDIRILMASI

Bu kısımda, ekonomik krizlerin çeşitlerine ve genel olarak bu krizlerin tanımlarına yer verilmiştir.

1.2.1 Reel Kriz Kavramı

Ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri olarak sınıflandırılmaktadır. Reel sektör krizleri; mal, hizmet ve işgücü piyasasında ciddi daralmalar şeklinde ortaya çıkan kriz türüdür. Eğer mal ve hizmet piyasasındaki fiyat artışları belirli bir sınırın üstündeyse, bu durum enflasyon krizi olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir reel sektör krizi olan durgunluk krizi, fiyatlar genelseviyesindeki artışların, ekonomide yatırımları teşvik edecek düzeyin altında gerçekleşmesi olarak tanımlanabilir. Bir başka reel kriz türü olan işsizlik krizi ise,

⁵ Frankel J, Rose A. "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators". NBER Working Paper, 5437, 2006, s.43.

emek piyasasındaki işsizlik oranlarının alışılmış seviyenin üzerinde oluşması şeklinde tanımlanabilir.⁶

1.2.2 Finansal Kriz Kavramı

Finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının artması sonucu, finansal piyasaların fonları üretken yatırımlara verimli şekilde aktarmayı sağlayamaması nedeniyle, finansal piyasalardaki bozulmalardır.⁷ Finans sektörü krizleri; finans piyasalarında yaşanan fiyatlardaki ve miktarlardaki şiddetli dalgalanmalar veya bankacılık kesiminde geri dönmeyen kredilerin artması sonucu oluşan ciddi ekonomik sorunlar olarak tanımlanabilir.⁸ Krizler, ani ataklar nedeniyle döviz kurunun aşırı değer kaybı ya da döviz rezervlerinde büyük miktarlarda düşüşler veya ikisinin bileşimi olarak da tanımlanmaktadır.⁹ Finansal krizler, varlık fiyatlarındaki sert düşüşleri, finansal ve finansal olmayan şirketlerin başarısızlıklarını, deflasyonu, döviz kuru piyasalarındaki bozulmaları ya da bunların bazılarının bileşimini içermektedir. Finansal krizler iki farklı nitelik taşıyabilmektedir. Birincisi, spekülasyon amaçlı ataklar şeklinde olmasıdır. İkincisi, piyasanın likitide ihtiyacı nedeniyle döviz talebinin genişlemesi sonucu ortaya çıkmasıdır.¹⁰

1.3 FİNANSAL KRİZ ÇEŞİTLERİ

Finansal krizler para krizi, bankacılık krizi, ikiz krizler, sistemik finansal krizler ve dış borç krizi olmak üzere beş farklı çeşide ayrılabilir.¹¹ Ancak, para ve bankacılık krizleri, finansal krizlerin en önemli iki bileşenidir.

⁶ Aykut KİBRİTÇİOĞLU, "Excessive RiskTaking, Banking Sector Fragility and Banking Crises", University of Illinois College of Commerce and Business Administration Office of Research Working Paper No. 0114, s.132.

⁷ Frederic MISHKIN, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 5^m Edition, Addison-Wesley Publishing Company: USA, 1997, s.9.

⁸ KİBRİTÇİOĞLU, a.g.m., s.174.

⁹ Graciela KAMINSKY, Saul LIZONDO, Carmen REINHART, "Leading Indicators of Currency Crises", IMF StaffPapers, Vol.5, No.1, 1998, s.18.

¹⁰ MISHKIN, a.g.e, s.2.

¹¹ International Monetary Fund, **World Economic Outlook**, May 1998. ss.74-75.

1.3.1 Para Krizi

Sabit kur rejimini korumak amacıyla Merkez Bankasının rezerv kullanma politikası belirsiz olunca, ödemeler dengesi problemi yaşayan bir ekonomi üç aşamadan geçecektir; yavaş yavaş azalan rezervler dönemi, ani bir spekülasyon saldırısı süreci ve sabit kur rejiminin sürdürülemez duruma gelmesiyle ulusal paranın değer kaybetme sürecidir. Bu aşamaların sonucunda, para krizi ortaya çıkmış olur ve para krizi her zaman spekülasyon saldırısı henüz başlamamışken, rezervlerin tamamen tükenmesinden önce ortaya çıkar. Ancak, para krizi tanımı, sadece sabit kur rejimin geçerli olduğu ülke paralarına yönelik spekülasyon saldırıları değil, aynı zamanda belirli bir bandın dışında daha büyük boyutlardaki devalüasyona yol açan spekülasyon saldırıları da kapsamaktadır.¹²

Spekülasyon saldırıları, döviz piyasasına yoğun bir baskı süreci olarak tanımlanmaktadır. Bazı spekülasyon saldırıları, cari işlemler hesabındaki ani bir kötüleşme, aşırı değerlenmiş döviz kuru, artan rezerv kayıpları gibi makroekonomik değişkenlerdeki bozulma ile hareket eder. Bu nedenle, para krizine hız veren bu duruma, "ödemeler dengesi krizi" de denir. Bazı spekülasyon saldırıları ise, tamamen kendi kendini besleyen¹³ bir özellik göstermektedir.¹⁴ Özetle, para krizi gelecekte oluşacak döviz kuruna ait beklentilerdeki değişim ile kıvılcımlanan, uluslararası resmi rezervlerdeki ani ve şiddetli değişimdir.¹⁵

Para krizi, daha açık bir ifadeyle, ulusal para biriminin devalüe edilmesi ya da dalgalanmaya bırakılmasıyla sona eren, ancak döviz kurunu korumak amacıyla Merkez Bankasını döviz piyasasına müdahale ederek geniş hacimde uluslararası rezerv kullanmaya zorlayan ve/veya faiz oranlarının aniden yükseltilmesi ile

¹² Mustafa ÖZER, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrara Sağlamaya Yönelik Politikalar**, T.C.Anadolu Üni. Yayınları no.1096. Eskişehir, 1999, s.30.

¹³ Sachs, Tomell ve Velasco (10-14), kendi kendini besleyen bu paniği "spekülasyon krizi" şeklinde* nitelendirmekte ve aşırı değerlenmiş reel döviz kuru ile güçsüz bankacılık sektörü gibi zayıf temel göstergeler ile kısa vadeli (likit) yükümlülüklerine kıyasla daha az uluslararası rezervlere sahip olan bir ülkenin bu tür saldırılara konu olacağını belirtmiştir.

¹⁴ EICHENGREEN, Barry, ROSE, Andrew K. ve WYPLOSZ, Charles, **"Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks"**, 1995, s.12-35. <http://facultv.haas.berkelev.edu/aroze/ERW3EP.pdf>, (12.02.2010)

¹⁵ Paul KRUGMAN, **"Baterice Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises"**, <http://web.mit.edu/kruaman/www/FLOOD.pdf>. 1999, s. 21. (19.12.2009)

sonuçlanan spekülâtif saldırı durumudur. Bu bağlamda, devalüasyon beklentisiyle hareket eden spekülâtif saldırı, devalüasyonun asıl nedenidir¹⁶.

Gerçekleştirilen önemli ölçüdeki devalüasyonlar, para krizinin varlığına işaret edebilir.¹⁷ Örneğin, bir ülke parasında bir yıl içinde en az % 25 değer kaybı var ise ve bu kayıp da bir önceki yıldan % 10 daha fazla ise para krizi ortaya çıkar. Bir başka açıdan ise, 2-3 yılı kapsayan ve % 25 veya daha fazla reel bir değerlendirme ile GSYH'nın % 4'ünü aşan bir cari işlemler açığı, kriz için sinyal niteliğindedir.¹⁸

Para krizlerinin gerçek devalüasyonlar veya revalüasyonlar ile tanımlanamayacağını belirtenler yani "başarısız spekülâtif saldırılar"a değinenler de vardır. Bunu da şu şekilde açıklamaktadırlar; para birimi, devalüasyona gerek kalmadan Merkez Bankasının rezerv harcamaları ile destekleniyor ya da alternatif olarak, para otoriteleri bu tür saldırıları faiz oranlarını arttırarak geri çevirebiliyorlarsa, sonuçta spekülâtif saldırıların tamamı başarıya ulaşamıyor demektir.

Bu bağlamda, para krizine yol açan spekülâtif saldırıları ikiye ayırmak mümkündür;

- Başarılı spekülâtif saldırılar (döviz kurunda değişim)
- Başarısız spekülâtif saldırılar (uluslararası rezervlerde ve/veya faiz oranlarında değişim).

Para krizlerine, varlık fiyatlarında önce aşırı artışlar, sonra ani düşüşler öncülük eder. Örneğin, Asya krizinden etkilenen bir çok ülkede 1990'larda çok yüksek seviyelere ulaşan menkul ve gayri menkul fiyatları, 1996 ortalarından itibaren ani ve keskin düşüşler sergilemiştir. Asya örneğinde de görüldüğü gibi, kriz başlamadan 6 ile 12 ay öncesinden menkul kıymet fiyatlarındaki artış oranı keskin

¹⁶ Paul KRUGMAN, "Currency Crises", 1997, s. 123. www.mit.edu/kruaman/wvww/crises.html. (13.12.2009).

¹⁷ IMF WEO, May 1998; s.76.

¹⁸ DORNBUSCH, "A primer on emerging market crises", NBER Working paper No. 8326, 2001, s.145.

bir biçimde düşmeye başlar, krizden 6 ay öncesinde negatife döner ve kriz sonrasında ise, normal zamanlardakinin % 25 altına iner.¹⁹

Günümüzde, ortalama her 19 ayda bir yaşanan para krizleri oldukça maliyetlidir ve bu maliyet başlangıçta, uluslararası rezervlerdeki düşüşten kaynaklansa da daha sonra üç şekilde ortaya çıkmaktadır. Bunlar;

1. Hükümetin bankalara bazen de firmalara kefil olması sonucunda kamu borcunda önemli ölçüde artış (kamu borcunun GSYİH'nin yaklaşık % 20-% 30'una ulaşması),
2. Kriz başlangıç ve istikrarı sağlama aşamalarını içeren yüksek faiz oranları nedeniyle toplam üretimde meydana gelen kayıplar (yüksek faizden dolayı, ayrıca kamu borcunda % 10-% 15 artış gerçekleşir),
3. Varlıklarını yabancı para birimine çok çabuk çevirmeyi başaranların servetinde artış ile reel ücretlerde ve istihdam seviyesinde düşüş neticesinde gelir ile servetin yeniden dağılımıdır.²⁰

O halde, bir ülkede para krizi olasılığını en aza indirmek için yapılması gerekenleri beş temel unsur ile açıklamak mümkün olabilir;

1. Dalgalı kur rejimi uygulayarak, aşırı değerlenmiş para biriminden kaçınmak,
2. Uluslararası rezervleri yeterli düzeyde tutmak,
3. Kısa vadeli döviz yükümlülükleri / uluslararası rezervler oranını düşük tutmak,
4. Güçlü bir bankacılık sektörüne sahip olmak,
5. Yüksek miktarlara ulaşan dolar cinsi borçtan (özellikle özel sektör borcu) kaçınmak.²¹

¹⁹ EICHENGREEN, ROSE ve WYPLOSZ, a.g.e., ss.6-7.

²⁰ Allan DRAZEN, **Political Contagion in Currency Crises**. University of Maryland, 1997, s.211.

²¹ Martin FELDSTEIN, **"Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Managemen"**, NBER Working Paper No.8837, 2002, s. 45.

Son olarak, geiş sürecindeki ekonomilerde olduğu gibi, para krizi yer almadan da finansal kriz gerekleſebilir. Bu durum, bankalara hücüm ſeklinde olmazken bankacılık sisteminin ödeme güçlüğü veya likidite sıkıntısı çekmesi ſeklinde kendisini gösterir. İlimli para krizleri genellikle ſirket bor problemi ve bankacılık krizi gibi sorunlan içermezken, derin para krizleri hem bankacılık hem de reel sektörde krize yol açabilir.²²

1.3.2 Bankacılık Krizi

1980 yılından itibaren global finansal sistemde 67 bankacılık krizi olduğu ve bunun 52'sinin geliſmekte olan ülkelerde gerekleſtiėi bilinmektedir. Bu krizlerin çözülmesinin maliyeti ise toplam \$ 250 milyar olarak tahmin edilmektedir. Ayrıca, son 20 yılda, IMF'ye üye ülkelerin 3/4'ü bankacılık krizi yaſamıſtır.²³

Bankacılık kriz, finansal sistemde güvenin kaybolması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücüm etmeleri durumudur. Ancak, banka hücumları sistemindeki problemlerin sebebinden çok sonucudur.²⁴

Bankacılık krizi sektördeki iki farklı durumu ifade etmektedir; banka iflasları ve banka başarısızlıkları. Banka iflasları, bankaların yükümlölüklerini yerine getirmelerini engeller. Banka başarısızlıkları ise, likidite (yoğun banka hücumları), kredi (geri ödenmeyen kredilerde artış), faiz oranı ve döviz kuru (bankaların korunmamıſ yabancı para cinsinden artan yükümlölükleri) risklerindeki aşırı artış sonucunda, bankaların ödeme güçlüğü çektiğini veya likidite problemi yaſadığını ifade etmektedir. Öte yandan, bir bankanın yükümlölüklerinin değerinin, varlıklarının değerini aşması ve ulusal para biriminin değer kaybetmesi, bankacılık sisteminin finansal yapısını bozar. Bu bağlamda, bankacılık krizi, bir ülkedeki bir grup bankanın, kısa bir zaman periyodunda, likidite sıkışıklığı çekmesi ve/veya finansal yapısının bozulması durumudur.²⁵

²² Gerard CAPRIO, “**Financial Crises**”, WorldBank Working Paper No. 1979, 1998, s.51.

²³ Frankel, Jeffrey A , “**Preventing Bank crises; Lesson from Recent Global Bank Failuares**”, 1997, s.102.

²⁴ International Monetary Fund, **World Economic Outlook**, May 1999. s.76.

²⁵ ÖZER, a.g.e., s.33.

Banka başarısızlığı, bankacılık sisteminin tamamını etkilerse, finansal sistemin geneline yayılmış bir kriz ortaya çıkar ve bu da, banka sermayesinin önemli bir bölümünün veya tamamının tükenmesi anlamına gelmektedir.²⁶ Banka başarısızlıkları, bireysel zararların yanısıra ulusal ekonominin makro ekonomik dengelerini de bozabilir. Herhangi bir bankanın problemi, kolaylıkla zorda olan bankaya borç verilmiş olabileceği endişesiyle sağlam bankalara da yayılabilir. Bankacılık sisteminde olan bu genel güven kaybı, ekonominin işlemesi için gerekli olan ödemeler sistemini etkileyebilir.²⁷

Her iki durum da, bankacılık sektöründeki sıkıntıya işaret eder ve bu da, banka hücumları, finansal kurumların kapatılması (birleştirilmesi) ya da geniş ölçüde devlet müdahalesi ile şekillenen bir durumdur.²⁸ Finansal sistemin sıkıntıda olduğu ise, portföylerdeki geri dönmeyen kredilerin ağırlığı ve sınırlı sermaye tabanının varlığı ile anlaşılabilir.²⁹ Bankaların önemli bir bölümü, sermayesini aşan oranda geri dönmeyen kredi sorunu ile karşılaştığı zaman, sistematik bir kriz sözkonusudur. Bunların dışında, bir bankanın gerçek değerini gösteren özkaynağın negatif olması da, bankanın ödeme güçlüğü çektiğini gösterir ve finansal sıkıntıya işaret eder.³⁰

O halde, finansal sıkıntının, tam anlamıyla sistematik bir bankacılık krizine dönüşmesi için aşağıdaki koşullardan en az bir tanesinin gerçekleşmesi gerekmektedir .

- Bankacılık sisteminde, toplam varlıklar içinde geri dönmeyen kredilerin % 10'u geçmesi,
- Bankaları kurtarma operasyonunun maliyeti, GSYİH'nın en az % 2'si olması,

²⁶ Gerard CAPRIO ve Daniela KLINGEBIEL, "Episodes of Systemic and Borderline Banking Crises" içinde "Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises", Ed. Daniela KLINGEBIEL ve Luc LAEVEN, World Bank Discussion Paper No. 428, 2000 ss. 31-49.

²⁷ KRUGMAN, Paul R. ve OBSTFELD, Maurice , **International Economics: Theory and Policy**, 5* Edition, Addison-Westey Publishing Company. USA, 2000, ss.659-660.

²⁸ IMF, **Weo**, May 1998; s.75.

²⁹ Michael HUTCHISON, "Early Warning Indicators of Banking Sector Distress", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Vol.99, Issue 28, 1999, s.11.

³⁰ DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı ve DETRAGIACHE Enrica, "The Determinants of Banking", 1999, s.82.

- Bankacılık sektöründeki problemlerin, bankaların büyük ölçekli devletleştirilmesi sonucunda ortaya çıkması,
- Geniş hacimli banka hücumlarının ortaya çıkması veya krize karşı mevduatların dondurulması, uzatılmış banka tatilleri ya da mevduat sigortası sisteminin yasallaştırılması gibi acil önlemlerin gündeme gelmesidir.³¹

Bu oranın en az %10-%15 arasında gerçekleşmesinin bankacılık krizine işaret ettiğini belirtmektedir.³² Son zamanlarda dünya çapındaki bankacılık krizleri, “pasif kaynaklı” olmaktan çok, “aktif kaynaklıdır”. Daha açık bir ifadeyle, sektörün sorunları genellikle banka hücumları gibi yükümlülükler ile ilgili bir problemden doğmazken, gayrimenkul fiyatlarında düşüş ya da banka dışı kurumların iflası gibi nedenleri içeren bankaların varlık kalitesinde süregelen kötüleşmeden kaynaklanır. Bu yüzden, banka portföylerindeki geri dönmeyen kredilerin payı, gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarındaki büyük dalgalanmalar gibi değişkenler bankacılık krizini ayırt etmede kullanılabilir.³³ Varlık fiyatlarında ani ve şiddetli düşüşün yanı sıra, uzun süreli bir ekonomik durgunluğu da, bankacılık krizinin özellikleri arasında bulunmaktadır.³⁴

Öte yandan, bankacılık sektörünün ağırlıklı olarak kısa vadeli fonlama yapıyor olması, krizin oluşumunu hızlandırır. Bankacılık krizlerinin yol açtığı en önemli maliyetlerden biri, kriz sonrası ortaya çıkan ekonomik durgunlukla birlikte toplam üretim düzeyini gösteren GSYİH'daki kayıplardır. Bunun yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde banka bilançolarının düzeltilmesinin veya sermaye arttırımının maliyetinin GSYİH'ya oranı da % 10'un üzerinde olmuştur. Öte yandan, hükümetler bankacılık sektörünün çöküşünün potansiyel sonuçlarını en aza indirmek ve krizin derinleşmesini önlemek amacıyla ulusal bankacılık sisteminin geniş çaplı

³¹ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e. , ss.90-91.

³² Morris GOLDSTEIN, “**Commentary: The Causes and Propagation of Financial Instability**”, BIS Economic Papers, 1997, s. 100.

³³ KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., s.6, IMF WEO, May 1998, s.76.

³⁴ Hutchison, Michael ve MCDILL, Kathleen, “**Are All Banking Crises Alike**”, The Japanese Experience in International Comparison, 1998, www.econ.ucsc.edu/faculty/hutch/nber.pdf, (15.03.2010), s.13.

düzenlenmesi ile ilgili müdahalede bulunurlar.³⁵ Bu müdahale türleri sermaye arttırımı, yeniden yapılandırma, birleştirme, satış ve tasfiye olarak beş grupta incelenebileceği gibi³⁶, mevduat garantisi, riskli aktif kısıtlamaları, munzam karşılık oranları ve borç veren son mercii kolaylıkları aracılığıyla da gerçekleşebilir.³⁷

Sektördeki problemlerin esas kaynağı olan ve Banka kredileri / GSYİH oranında hızlı artış anlamına gelen banka ödünçlerindeki aşırı şişkinlikler³⁸, talep-yönlü ve arz-yönlü olmak üzere ikiye ayrılır; birincisinde, yatırım talebinin ya da beklenen getirinin, üretimdeki verimliliğe bağlı olarak artması ile birlikte kredi talebi artar. İkincisinde ise, banka mevduatlarında ya da sermaye girişlerinde hızlı artışın yol açtığı ödünç verilebilir fonların arzında artış söz konusudur ki, bu da geri dönmeyen kredilerde artışa yol açar.³⁹

1.3.3 İkiz Krizler

1945'ten 1970'li yılların başına kadar faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar son derece az idi. Bunun nedeni ise, faiz oranlarında istikrarın, savaş sonrası Keynesyen dönemde hükümetlerin temel amacı olması, döviz kurlarında istikrarın ise, 1945'te uygulanmaya başlanan ve ayarlanabilir sabit kur sistemi olan Bretton-Woods sistemi ile sağlanmasıydı.

Tablo 1, 1970'li yıllarda meydana gelen 26 para krizi ile sadece 3 bankacılık krizi, oldukça düzenli piyasaların varlığını yansıtmaktadır ve yine bu dönemde, para ve bankacılık krizlerinin arasında belirgin bir bağlantı olmadığı açıktır.⁴⁰

³⁵ ÖZER, a.g.e.,s.33, KRUGMAN ve OBSTFELD, a.g.e., s.660.

³⁶ İlker PARASIZ, **Modern Bankacılık Teori ve Uygulaması**, Banksis Yayınları No 82, İstanbul, 2000, ss.253-254.

³⁷ KRUGMAN ve OBSTFELD, a.g.e., ss.660-661.

³⁸ EICHENGREEN, Barty ve Rose, Andrew K “**Staying Afloat Whwn the Wind Shifts; External Factors and Emerging Market Banking Crises**”, 1997 <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/bank.pdf>, (1.01.2010), s.14.

³⁹ GAVIN, Michael ve HAUSMANN, Ricardo, “**The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context Inter-American Development Bank**. Working Paper Ho. 318, 1998, s.15.

⁴⁰ KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., s.7.

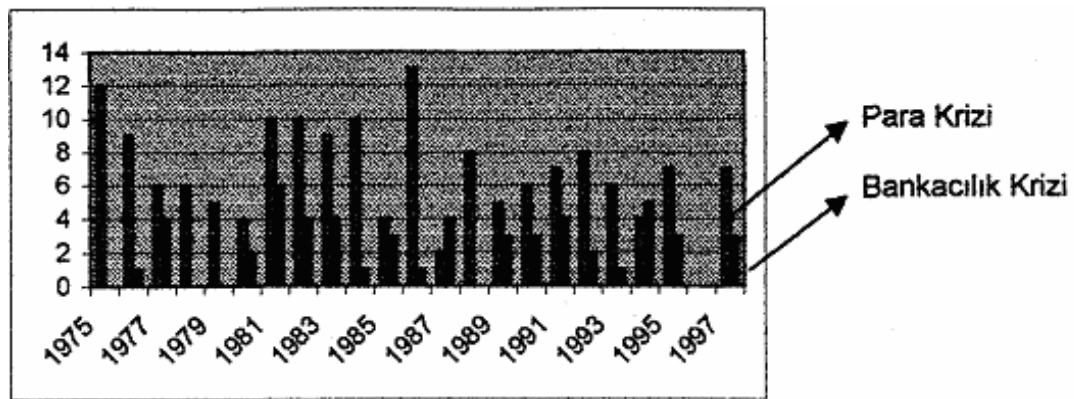
Tablo 1: Finansal Krizlerin Sayısı: 1970-1995

Kriz Çeşitleri	Kriz sayısı					
	1970 – 1995		1970 - 1979		1980 - 1995	
	Toplam	Ortalama (yılda)	Toplam	Ortalama (yılda)	Toplam	Ortalama (yılda)
Para Krizi	76	2,92	26	2,60	50	3,13
İkiz Krizler	19	0,73	1	0,10	18	1,13
Tek Kriz	57	2,19	25	2,50	32	2,00
Bankacılık Krizi	26	1,00	3	0,30	23	1,44

Kaynak: KAMINSKY, Graciela, REINHART Carmen. **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems**, . International Finance Discussion Paper No.544, 1998; s.32

1980’lerde finansal serbestleşmeyle beraber, para ve bankacılık krizleri arasındaki ilişki artmış ve borçlanmadaki devlet garantileri ile sabit döviz kurunun varlığı durumunda, bu krizler kaçınılmaz hale gelmiştir.⁴¹ Şekil 1’de görüldüğü üzere, para krizleri özellikle 1975-86 döneminde sıklık gösterirken, 1980’lerden itibaren bankacılık krizlerinin arttığı dikkat çekmektedir. Bretton-Woods sisteminin çöküşüyle beraber, 1976’da para krizleri sayıca doruğa çıkmıştır. Daha sonraki doruk noktaları ise 1982 Latin Amerika dış borç krizi ile 1992 ERM krizinde (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi) gerçekleşmiştir.

Şekil 1: Finansal Krizlerin Yoğunluğu: 1975-1997



Kaynak: International Monetary Fund, **World Ekonomik Outlook**, May 1998, s.77.

⁴¹ Menzie CHINN D. ve Kenneth KLETZER M., "International Capital Inflowvs, Domestic Financial Intermediation and Financial Crises under Imperfect Information", NBER Working Paper No.7902, 2000, s.23.

1990'lara gelindiğinde ise, bir yıl içinde gerçekleşen para krizi sayısında (yılda ortalama 2,6'dan 3,13'e) çok fazla bir artış gözlenmezken, bankacılık krizlerinde en az 4 kat artış (yılda ortalama 0.30'dan 1,44'e) olduğunu söylemek mümkündür.

1990'lı yıllar, aynı zamanda, gelişmekte olan ülkeler için önemli olayı beraberinde getirmiştir. Bunlardan birincisi, "ikiz krizler" olarak adlandırdıkları bankacılık sektörü ve para birimiyle ilgili problemlerin karşılıklı etkileşimine dayanır. İkincisi ise, banka ödünçlerinin hızlı ekonomik büyümeyi sağladığı dönemlerde, kredi haciminin anormal bir hızla artması ve bir çok finansal krize banka ödünçlerindeki aşırı şişkinliklerin öncüllük etmesi olmasıdır.⁴²

İkiz krizler, ulusal para biriminde reel bir değerlenme ile döviz riskine karşı korunmamış yabancı para birimine bağlı borçlar ile finanse edilen bankacılık sektöründeki yaygın problemlerin bir arada olması durumunu ifade etmektedir.⁴³ İki kriz arasında fasit daire mevcuttur, yani para biriminin çöküşü bankacılık krizini derinleştirirken, finansal sistemdeki problemler de para biriminin zayıflamasına neden olmaktadır. Öte yandan, para krizi başladıktan bir yıl içinde bankacılık krizi meydana geliyorsa, buna da "ikiz krizler" denilmektedir ve her iki kriz beraber ortaya çıktığı zaman, sonuç tek kriz oluşumundan daha sert bir etki yapmaktadır.⁴⁴ Tayland, Endonezya, Kore ve Türkiye krizleri ikiz krizlerin son örneklerindendir.⁴⁵

Gelişmekte olan ülkelerdeki para krizlerinin finansal krizlerle bağlantısı üç mekanizma ile açıklanmıştır; ilk olarak, bu ülkelerde borç sözleşmeleri kısa vadeli ve genellikle yabancı para birimine, varlıktan ise ulusal para birimine bağlı olduğu için, ulusal para biriminin devalüe edilmesi, bilançolardaki borç yükünü (borçların değeri) arttırarak bozulmaya ve özkaynaklarda düşüşe yol açar. İkincisi, spekülasyonun yol açtığı devalüasyonun, fiili ve beklenen enflasyon oranında artışa yol açmasıyla

⁴² KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., s.221.

⁴³ Aaron TORNELL ve Martin SCHNEIDER, "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises", NBER Working Paper No.8060, 2000, s.92.

⁴⁴ KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., ss.2-9.

⁴⁵ IMF WE0, May 1998, s.79.

ilgilidir. Beklenen enflasyon oranında bir artış, faiz oranlarının da yükselmesi ile sona erecektir. Son olarak, bir taraftan yüksek faiz ödemelerine maruz kalan ekonomik birimlere ait geri dönmeyen krediler ile diğer taraftan devalüasyon sonrası borç yükü artan bilançoların likidite problemleri karşısında, varlık ve yükümlülükler arasında sıkışmış ve zayıf sermaye tabanına sahip banka bilançoları ortaya çıkmaktadır. Bu durum, bankacılık sektöründe büyük ölçekli bir bankacılık krizi yaşandığına işaret etmektedir.⁴⁶

Finansal krizlerin para krizine dönüşme mekanizması şöyle açıklanmaktadır, mevduat sahipleri bankalardaki mevduatlarını istedikleri zaman çekebilecekleri sürece bankalarda tutarlar. Ancak, mevduat sahiplerinin güven kaybı ile bankaların para çekme taleplerini karşılayamama durumu çakıştığı anda, bankaların batacağı korkusu kendi kendini besleyen bir krize dönüşür.⁴⁷ Ayrıca, mevduat sahipleri, Merkez Bankasının borç veren son merci olmasının bankalardaki çöküşü önlemeyeceği beklentisi içinde olması halinde, tüm fonlarını bankalardan çekerler. Birçok mevduat sahibi aynı şeyi yaparsa, ülke parasından kaçış başlar ve bunun sonucunda ülke parasının değeri düşer. Eğer para otoriteleri bunu önlemeye çalışırsa, ülkenin uluslararası rezervleri azalır ve kur rejiminin çökme olasılığı artar, daha da önemlisi, faiz oranlarının yükseltilmesi bankacılık sektörünün çökmesine yol açabilir.⁴⁸

Her iki kriz öncesindeki nedenler ortak bir noktada birleşir ve bunlar, ekonomik durgunluk ya da beklenenin altında bir ekonomik büyüme, bozulan dış ticaret hadleri, aşırı değerli ulusal para ve artan faiz oranları yani kredi maliyetleridir.⁴⁹

Son olarak, para krizleri, genellikle bir yıl içinde sona ermekte ve ekonomik büyüme, kriz öncesi seviyesine bir ile bir buçuk senede dönmektedir. Kriz öncesi ve sonrası ekonomik büyümedeki ortalama kümülatif zarar ise % 4,025'dir. Daha derin

⁴⁶ MISHKIN, a.g.e. ss.5-7.

⁴⁷ ÖZER, a.g.e., ss.31-32.

⁴⁸ MISHKIN, a.g.e. s.4.

⁴⁹ KAMINSKY ve REINHART, a.g.e.,s.3.

para krizleri için bu rakamlar sırasıyla, iki yıl ve bir çeyrek ile % 8,025'dir.⁵⁰ Bankacılık krizleri ise, başlangıçtan bir kaç yıl sonra tepe noktasına ulaştığı için genellikle dört-beş yıl içinde son bulmaktadır.⁵¹ Bankacılık krizinin tepe noktasına ulaşması, hükümet müdahalesinin, banka kapatmalarının ve/veya birleştirmelerinin en yoğun olduğu süreç şeklinde tanımlanabilir.⁵² Bankacılık krizinin ardından, ekonomik büyümenin normal seviyesine dönmesi üç yıl alırken, kriz öncesi ve sonrası ekonomik büyümedeki ortalama kümülatif zarar % 11,050'dir. Dolayısıyla, bankacılık krizleri para krizlerinden daha uzun süreli ve daha maliyetlidir. Para krizi başladıktan bir yıl içinde bankacılık krizi ortaya çıkmışsa (ikiz krizler), bu kayıp % 14,050 gibi çok önemli bir noktada gerçekleşir, öte yandan, hem para hem de bankacılık krizlerinde ortalama iyileşme süreci, gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülkelerde daha kısa olurken, ekonomik büyümedeki kümülatif zarar genelde daha fazla olmaktadır.⁵³

1.3.4 Sistemik Finansal Kriz

Sistemik finansal krizler, finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini bozan bir şok biçiminde tanımlanır.⁵⁴ Bu tür krizler ekonomik, politik, sosyal yaşamın yapısından ve değişikliğinden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda tüm finansal piyasalar ile bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tamamını etkilemektedir.⁵⁵

Sistemik finansal krizler bir döviz krizini bünyesinde barındırabilirken; döviz krizleri her zaman sistemik finansal krizlere yol açmayabilir. Bu krizlerin temelinde likidite sorunları olmakla birlikte, ülke borcunun aşırı artması, mevduat sigorta sisteminin kötüye kullanılması, Merkez Bankası'nın piyasaya likidite sunmasındaki başarısızlık ve finans kesimi dışından kaynaklanan şoklar yer almaktadır.

⁵⁰ IMF WEO, May 98, s.79.

⁵¹ GOLDSTEIN, a.g.e., s.101.

⁵² KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., s.6.

⁵³ IMF WEO, May 98, s.79.

⁵⁴ <http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/1998/ep3Q982.pdf> (8.04.2010), s. 13

⁵⁵ AFSAR, a.g.e., s.95.

Sistemik finansal krizlerin kendine özgü bir takım özellikleri bulunmaktadır;

- Bu krizler finansal piyasalarda oluşmakta ya da bu piyasalar tarafından boyutları büyütülmektedir,
- Bu krizlerde bir ülke ya da kurumda oluşan sorunlar, diğer ülke ya da kurumlarda sorunlara veya iflaslara neden olmaktadır,
- Yatırımcılar güven kaybı nedeni ile sağlamak istedikleri likiditeyi keserler. Likiditenin kesilmesi borç alanların kredibilitesinden değil yatırımcının tamamen kendi düşüncesinden kaynaklanmaktadır,
- Ekonomi üzerinde önemli tahribata neden olur,
- Sistemik finansal krizler mutlaka politik müdahaleyi gerektirir.⁵⁶

1.3.5 Dış Borç Krizleri

Bir ülkenin ister kamu ister özel kesime ait olsun, dış borçlarını ödememesi durumunda dış borç krizi oluşmaktadır. Dış borç krizlerini artıran en önemli nedenlerden birisi ekonomilerin dış borç yönetimindeki zayıflıklarıdır. 1970'li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler kalkınmanın finansmanı için gereksinim duydukları fonları, dışarıdan aldıkları borç veya yardımlarla karşılamaya başlamışlardır. Ancak alınan borçların kısa vadeli olması bu ülkelerin dış borç krizine girmesine neden olmuştur.⁵⁷

Çeşitli krizler arasında benzerlikler yanında belirli konularda önemli teorik farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar; krizin teşhis edilmesi, krize neden olan temel mekanizmanın saptanması, öngörülmesi ve çözümü olarak sıralanabilmektedir. Örneğin, bir panikleme, ani ve gereksiz kredi çekilmesi sonucu oluşan krizde; ekonomik faaliyetler büyük zarar görebilmektedir. Böyle bir durumla karşı karşıya kalan politika yapıcılar, ekonomiyi borç veren son merci rolünü üstlenen bir kurumun, genellikle merkez bankaları, katkılarıyla koruyabilmektedir. Buna karşılık

⁵⁶ <http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/1998/ep3Q982.pdf>, (8.04.2010), s.15.

⁵⁷ EICHENGREEN, B, ROSE, K. A., WYPLOSZ, C., **Contagious Currency Crises**. National Bureau of Economic Research, Working Paper, 5681, 1999, s.33.

baloncuğun sönmesi veya ahlaki tehlikeye dayalı bir borç faaliyeti sonucu oluşan krizde, uygun politika borç veren son merci olma yetkilerinin kullanılmaması olmaktadır.⁵⁸ Tablo 2 finansal krizlerin belirlenmesi ve önlenmesine yönelik açıklamaları içermektedir.

Tablo 2: Finansal Krizler Arasındaki Farklılıklar

	Politikaların neden olduğu krizler	Finansal Panik	Baloncuğun sönmesi	Ahlaki tehlike	Düzensiz işleyiş
Piyasa ve analistlerin katılımı	Yüksek	Düşük	Çökme olasılığını anlarlar	Yüksek	Yüksek
Reel ekonomik faaliyetlere verdiği hasar	Vermeyebilir	Yüksek	Düşük. Baloncuğun sönmesi kaynak dağılımında etkinliği artırabilir.	Düşük. Ahlaki tehlikeye dayalı kredinin sonlaması kaynak etkinliği sağlar	Yüksek. Kredi verenler, müşteri kapma yarışına girer. Borçlananlar likidite krizine girer
Ahlaki tehlike nedeniyle verilen kredi	Hayır	Gerekme-yebilir	Mümkün	Evet	Gerekme-yebilir
Resmi müdahale gerekliliği	Makro ekonomik uyum, bütçe azaltılması	Borç veren son merci işlevini yerine getirme	Hayır. Müdahale krizi derinleştirir	Hayır. Devlet garantileri etkinliği azaltır	Evet. Kamu kurumları düzenli bir işleyiş için çerçeve yaratabilir

Kaynak: Steven Radelet ve Jeffrey D. Sachs, *The Onset of the East Asian Financial Crises*, NBER, WP no: 6680, 1998, s. 39.

⁵⁸ ÖZER, a.g.m., s.150.

1.4 FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAYAN MODELLER

Parasal krizleri ele alan literatür son derece geniştir. Bu bağlamda krizleri açıklamaya çalışan bir takım modeller vardır. 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin sayısındaki artışla beraber bu krizleri açıklamaya çalışan modellerin sayısı da artmıştır. Bu yıllarda yaşanan krizler her ne kadar çok ortak özelliğe sahip olsa da, hiçbir kriz birbirinin aynısı değildir. Bu sebeple teorik modellerin açıklayıcılığı sınırlı, eksik ve krizlerin nedenleri hakkında bir uzlaşmaya varamamaktadır. Ancak yine de modellerin her biri krizlere farklı açılardan baktığı için, gelmekte olan bir krizin olası belirtilerini saptamaya yardımcı olmaktadır.⁵⁹

1.4.1 Birinci Nesil Parasal Kriz Modelleri

Paul Kugman'ın döviz krizleri ile ilgili ilk makalesi⁶⁰ literatür için son derece önemli bir çalışma olurken, aynı zamanda birinci nesil modeller olarak adlandırılan modellerin de öncüsü olmuştur. Bu modellerin temeli 1970'li yıllarda Stephan Salant tarafından geliştirilmiştir. Salant'ın ilgi alanı para krizleri değil, mal piyasalarında uygulanan istikrar programlarının neden olacağı tehlikeli durumlardır. Salant, mal spekülörlerinin ancak mal fiyatlarının artışından sağlayacakları getiri risk faktörlerini göz önünde bulundurduktan sonra, alternatif yatırımlarınkinden fazla olduğu zaman belli bir miktarda stok tutmayı tercih edeceklerini iddia etmektedir. Buna göre böyle bir malın fiyatı, zaman içinde belirli bir fiyat çizgisi üzerinde ve faiz oranları kadar artarak seyredecektir. Fiyat çizgisi, bu kaynağa olan talebi sıfırlayacak yükseklikteki fiyat düzeyindeki bulunan tıkanma noktasında tükenebilir kaynak stoklarının bitmesini sağlayacak bir seyri yansıtmaktadır.⁶¹

Salent ve Henderson böyle bir piyasada fiyat istikrarını sağlamayı hedefleyen bir kurumun tespit ettiği sabit bir fiyat üzerinden arz edilen bütün miktarı satın

⁵⁹ Jahangir AZİZ, Francesco CARAMAZZA, and Ranil SALGADO “**Currency Crises: In Search of Common Elements**”, IMF Working Paper, 2000, s. 7.

⁶⁰ Paul KRUGMAN, “**A Model Of Balance Of Payments Crises**”, Journal of Money, Credit and Banking, 1979, s.56.

⁶¹ Paul KRUGMAN, “**Currency Crises**”, mimeo, NBER Konferansı için hazırlanmış tebliğ, 1997, s.2.

alacağını ve talep edilen bütün miktarı satacağını taahhüt ettiği takdirde spekülörlerin davranışlarını incelemişlerdir. Spekülörler, böyle bir kurumun bulunmadığı bir durumda daha fazla sermaye kazancı elde edemeyeceklerini düşünerek ellerindeki stoklarını satacaklardır. Böyle bir durumda istikrarı sağlamak için alım yapan kurumun elindeki stoklar hızla artacak, böylece kurum olmadığı durumda oluşacak olan gölge fiyat kurumun hedeflediği fiyatın üzerine çıkacaktır. Bu durumda spekülörler yeni fiyat düzeyinde kar sağlayacaklarını düşünerek malı toplamaya başlayacaklardır. Neticede kurum hala fiyatı kontrol altında tutmak istediği takdirde elindeki stoklar hızlı bir biçimde eriyecek ve piyasa ani bir çöküşe girecektir.⁶²

Kanonik kriz modelleri olarak da adlandırılan birinci nesil kriz modellerini ilk defa ortaya koyan Krugman olmuştur. Krugman, Salent ve Henderson'un altın piyasasını örnek alan ve 1969'da altın piyasasının kapanması ile sonuçlanan süreci açıklayan modellerin temel mantığının, döviz piyasası içinde geçerli olabileceğini düşünerek döviz krizlerinin para, maliye ve döviz kuru politikaları arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını ileri sürmüştür. Hükümet döviz kurunu sabit tutmanın yanında bütçe açıklarını para basarak finanse etmektedir. Bunun sonucunda para arzındaki aşırı genişleme, döviz kuru üzerinde baskı oluşturmakta ve Merkez Bankasının döviz rezervlerinin kritik bir seviyeye düştüğü anda spekülatif saldırıya yol açarak hükümeti iki tür intibak mekanizmasından birini uygulamak zorunda bırakmaktadır. Bu mekanizmalardan biri ulusal paranın devalüe edilmesi, diğeri ise döviz kurunun serbestçe dalgalanmaya bırakılmasıdır.⁶³

Krugman, modelinde hükümetin döviz kurunu belirli bir paritede sabitlediği ve basitlik amacı ile de bu sabitlemenin döviz piyasasına direkt olarak yapılan müdahalelerle yapıldığını varsaymıştır. Söz konusu modelin iki ana karakteristiği bulunmaktadır.⁶⁴

⁶² SALENT, S., HENDERSON, D., **Market Anticipation of Government Policy and The Price of Gold**. Journal of Political Economy, 1978, s.221.

⁶³ KRUGMAN, "A Model Of ...", a.g.e., ss.311-313.

⁶⁴ Zafer TUNCA, Gökhan KARABULUT, "Küreselleşme, Kriz ve Türkiye", Yeni Türkiye Dergisi, Kasım-Aralık 2001, s. 934.

- Yerli paraya olan talebin döviz kuruna bağlı olması,
- Döviz kurunun ülkenin para piyasasını zamanla dengeye ulaştırması.

Krugman'ın ortaya koyduğu spekülâtif atak modelleri olarak da bilinen birinci nesil parasal kriz modelleri, daha sonra Flood ve Garber tarafından geliştirilmiştir. Sözü edilen modeller krizi ateşleyen makroekonomik faktörlerin son derece önemli olduğunu vurgulamaktadır. Parasal krizlerin sürdürülemez politikalar ile yapısal dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olduğunu savunan bu modeller için, söz konusu politikalara verilecek en çarpıcı örnek bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit (veya yarı sabit) döviz kuru politikalarının bir birleşimidir. Merkez Bankası yeterli rezervi bulundurduğu sürece bu tutarsız politikalar göz ardı edilir, fakat rezerv seviyesi düştüğü zaman ve piyasalarca yetersiz algılandığı zaman para üzerinde ani bir spekülâtif atak oluşur. Yüksek ve artan bütçe açıkları, yüksek para arzı artış oranları, yüksek enflasyon, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar, uluslararası rezervlerde düşmeler ve yükselen ülke içi faiz oranları olarak sıralanabilecek makroekonomik temellerdeki bozulmalar, bu modellere göre bir krizin göstergeleri olarak nitelendirilebilir.⁶⁵

Bu model, krizlerin yurtiçi ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler ile döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıklardan ileri geldiğini savunmaktadır. Ayrıca bu modeller ani para krizlerinin sadece yatırımcıların ya da piyasayı yönlendirenlerin tutarsızlığına bağlı olamayacağını ifade eder. Parasal krizler sadece fiyat istikrarsızlığı sırasında artık o para birimini elde tutmanın cazip olmayacağı şeklindeki düşünceden ortaya çıkabilir.

Birinci nesil parasal kriz modelleri sahip olduğu iyi taraflarına rağmen, çoğu iktisatçı tarafından reel krizlerde yaşanan olayları gerçekçi bir şekilde yansıtmadığı düşünülmüş ve eleştirilmiştir. Bu modellerin aşırı mekanik ve tek boyutlu olması, hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarını monetize ettiğini ve Merkez Bankası'nın ekonomideki gelişmeleri takip etmeden rezerv satarak döviz kurunu baskıladığını varsayması, sözü edilen modellerin eksik yönleridir. Gerçekte

⁶⁵ Gülsün GÜRKAN YAY, "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler", Yeni Türkiye Dergisi, Kasım-ralık 2000, s.128.

uygulanan politikalar çok daha çeşitlidir. Merkez Bankası'nın elinde başta yurt içi para arzını daraltmak olmak üzere, döviz kurunu korumak için kullandığı çeşitli enstrümanlar vardır. Döviz kurunu koruyucu politikaların her birinin bir maliyeti vardır, fakat döviz kurunu korumak mevcut olan bu sakıncalar arasında bir denge kurmayı gerektirir ve rezervleri sonuna kadar satmak gerçekçi değildir.⁶⁶ Ayrıca birinci nesil kriz modellerinde, bunlara ek olarak sabit döviz kurunun yaşayabilirliği tamamen ekonomik ajanların davranışlarından bağımsız ve dışsal olarak kabul edilmektedir. Bunun anlamı, iktisadi ajanların gelecek beklentilerinin veya iktisadi faaliyetlerinin mali dengesizlikler veya kredi politikaları üzerinde hiçbir etkisinin olmayacağını vurgulanmasıdır.⁶⁷ Bu modellerin bahsedilen yetersizliklerini gidermek amacıyla, ikinci nesil kriz modelleri şeklinde isimlendirilen modeller geliştirilmiştir.

1.4.2 İkinci Nesil Parasal Kriz Modelleri

Birinci nesil kriz modelleri 1970-1980'li yıllarda yaşanan krizleri iyi bir şekilde açıklamıştır. Çünkü kriz yaşayan ülkelerin uyguladığı politikalar ve uluslararası koşullar ile modellerin varsayımları tutarlı bir görüntü sergilemekteydi. Fakat zaman içinde değişen şartlar mevcut kriz modellerinin yeniden gözden geçirilmesi gerektiğini göstermiştir. 1992-93 yıllarında yaşanan ve döviz kuru bantlarının genişletilmesiyle sonuçlanan Avrupa Para Sistemi (ERM) krizi, geniş bütçe ve cari işlem açıklarının görülmediği bir zamanda ortaya çıkmıştır. Bütün bu olumsuzluklar ikinci nesil kriz modellerinin geliştirilmesini motive etmiştir. Birinci nesil modellerin en önemli eksikliklerinden biri olarak kabul edilen iktisadi ajanların, özellikle yatırımcıların beklentileri ve fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim, ikinci nesil modellerde temel olarak alınmıştır.⁶⁸ Bu modeller üç temel bileşene sahiptir:

⁶⁶ ARDIÇ, a.g.m., s.41.

⁶⁷ Nemci ODYAKMAZ ve ASLANTAS, “Para Krizleri”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Üstesarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, www.dtm.gov.tr/ead/DTDERG/ekim97/transfer.html (29.05.2010), s..9.

⁶⁸ ARDIÇ, a.g.tz.,s. 41.

- Hükümetlerin sabit döviz kurunu iptal etmek istemelerinin bir sebebi olmalıdır.
- Hükümetlerin sabit kur rejimini korumak istemelerinin sebepleri olmalıdır.
- Krize neden olan kısır döngünün oluşması için sabit kuru korumanın maliyeti öyle artmalıdır ki, iktisadi ajanlar sabit kurun iptal edileceğine inanılması.

Bu modellerin birinci bileşenine göre, hükümet yurtiçi piyasada bazı durumların gerçekten düzeltilmesine ihtiyaç duyduğu için döviz kurunu değiştirmek isteyebilir. Bunun bir nedeni, büyük miktarlara ulaşan ve sabit kur uygulamasından dolayı bir türlü sona erdirilemeyen iç borçlanmadır. Diğer bir neden ise, ülkenin aşağı yönde katı nominal ücret yapısına sahip olmasından ötürü yaşadığı yüksek oranlı işsizlik sorunudur. Hükümetler bu konuda her ne kadar genişletici para politikası uygulamak istese de, uygulanmakta olan sabit kur rejiminden dolayı bunu gerçekleştiremez. İngiltere'nin 1931'de altın standardını iptal etmesi ve 1992'de Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'ndan ayrılması bu duruma örnek olarak verilebilir.⁶⁹

Bir kısım gözlemciler eğer iktisadi ajanlar gelecekte paranın devalüe edileceğine inanıyorsa, sabit kuru korumanın maliyetinin yüksek olacağını düşünürler. Sayet güçlü temellere karşın yatırımcılar hükümetin sabit döviz kurundan vazgeçebileceğini umuyorlarsa, hükümeti sabit kurdan vazgeçmeye zorlayabilirler.⁷⁰ Bu mekanizma yaygın olarak kısa vadeli faiz oranlarına ihtiyaç duyar. Gelecek bir zamanda beklenen devalüasyon karşısında, parayı korumak için kısa vadeli faiz oranları yükseltilebilir. Fakat bu yüksek kısa vadeli faizler, hükümetin nakit akışını bozmanın yanı sıra üretim ve istihdam seviyelerini de düşürür. İkinci nesil modellerde spekülatif atağın başlaması için döviz rezervi seviyelerinin kuru savunamayacak seviyeye inmesi şart değildir. Döviz kurunu baskılayanın önemli bir maliyeti olan yüksek faiz oranları, uzun vadede bu politikayı uygulayan ülkeleri işsizlik ve ekonomik durgunluga sürükleyeceğinden bunu göze alamayan hükümetler

⁶⁹ ASLANTAS ve ODYAKMAZ, a.g.m., s.32.

⁷⁰ OBSTFELD Maurice, "The Logic Of Currency Crisis", National Bureau Economic Research Working Paper, No:4640, 1994, ss. 2-4.

yeterli döviz rezervine sahip olsa dahi, döviz kuru baskılama politikasını terk edebilir. 1992-93 ERM krizi bunun iyi bir örneği olarak kabul edilir.

İkinci nesil modellerde muhtemel bir senaryo da, yatırımcıların bir devalüasyon beklemediği risk priminin değişmediği bir durumda para otoritelerinin sabit kuru korumayı sürdürmeleridir. Böylece devalüasyona gerek olmayabilir. Halbuki beklentilerin devalüasyon yoluna kayması bir parasal krize yol açacaktır. Dolayısıyla tüm koşullar aynı iken, piyasa katılımcılarının beklentilerindeki ani ve keyfi değişimler, bir ekonomideki para istikrarını etkilemek suretiyle bir krizin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamaktadır. Böylece söz konusu modeller ekonomide çoklu dengelerin olası olduğunu vurgular.⁷¹

İkinci nesil modellerin temelinde sabit döviz kurunun korunmasının fayda-maliyet analizi yer almaktadır. Buna göre hükümetler, döviz kuru paritesini korumanın faydasıyla maliyetini mukayese ederek bir karara varırlar. Örneğin, yurt dışında faiz oranlarının yükselmesi durumunda yurt içi faiz oranları da bundan etkilenecek yükselir. Bu durumda hükümetler pariteyi korumanın maliyeti ile faydasını karşılaştırdıklarında, pariteyi korumanın maliyeti pariteyi korumaktan sağlanacak faydadan yüksek çıkarsa bu korumanın bir anlamı olmayacaktır.⁷²

Krizlerin birinci nesil ve ikinci nesil kriz modelleri olarak ifade edilen bir terminoloji ile sınıflandırılması, yaşanacak her farklı krizin yeni bir modelle adlandırılması gerektiğini ima eder. Birinci ve ikinci nesil modeller bazı krizleri açıklayabilse de, 1990'lı yıllarda birkaç ülkede birden yaşanan veya yayılma özelliği gösteren krizleri açıklamakta yeterli olamamışlardır. Bu bağlamda önceki krizlerden farklı özelliklere sahip olan 1997 Asya krizi sonucunda üçüncü nesil kriz modelleri adı verilen kriz modelleri oluşturulmuştur.⁷³

⁷¹ Paolo PESENT ve Cédric TILL, “**The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction**”, FRBNY Economic Policy Review, 2000, ss.5-6.

⁷² ARDIÇ, a.g.tz., s. 43.

⁷³ Paul KRUGMAN, “**Crises: The Next Generation?**”, (Razin konferansı için hazırlanan taslak), Mart 2001, <http://web.Econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>. (24.06.2010), s.1.

1.4.3 Üçüncü Nesil Parasal Kriz Modelleri

Birinci ve ikinci nesil kriz modelleri tarafından açıklanan olaylarla 1997-1998 yıllarında Asya'daki ülkelerde yaşanan kriz arasında kuvvetli bir ilişki kurulamamıştır. Bu ülkelerin kriz öncesindeki mali göstergeleri incelendiğinde, büyümedeki yavaşlama ve kapasite fazlasına işaret eden sinyallere karşı, söz konusu ülkelerin hiç biri İngiltere'nin bes yıl önce işsizlik ile döviz kuru istikrarı arasında yapmak zorunda olduğu tercihle karşılaşmamıştır. Açıkça söylemek gerekirse, bu krizde farklı faktörler işin içine girmiştir. Dolayısıyla hem yaşanmakta olan krizi anlayabilmek hem de gelecekte yaşanabilecek krizlere karşı uyarıda bulunabilmek amacıyla, üçüncü nesil bir kriz modeline gereksinim duyulmaktadır.⁷⁴

1990'lı yıllarda görülen Asya krizinden sonra bir üçüncü nesil kriz modeli oluşturmayı amaçlayan birtakım çalışmalar yapılmıştır. Bir kısım çalışmalarda finansal liberalleşmenin bulunduğu bir ortamda denetimi ve düzenlemeleri zayıf olan bir bankacılık sistemi ve mikro ekonomik bozukluklar sonucu oluşan ahlaki risk ve aşırı borçlanmaların yol açtığı krizleri açıklayan modeller geliştirilmiştir.

Yükselen piyasalarda yaşanan finansal kriz birkaç aşamadan geçmektedir. İlk aşama finansal ve finansal olmayan kuruluşların bilançolarındaki kötüleşmenin görüldüğü aşamadır.⁷⁵ Bu ilk aşamada hem faiz oranlarının üst sınırındaki kısıtlamaların hem de izin verilen borç çeşitlerindeki sınırın ve finansal sistemin özelleştirilmesine yol açan finansal liberalleşme gözlenir. Bunun sonucunda sermaye akışı ile beslenerek göze çarpan bir şekilde kredi genişlemesine neden olarak bilançolarda bozulmaya sebep olur. Bu olaylar da ikinci aşamanın yani para krizinin gelişmesine yardımcı olur. Zayıf bankacılık sisteminden dolayı Merkez Bankası, ulusal paranın değerini korumak için aldığı önlemlerde başarısız olur. Bunun nedeni faiz oranlarını artırma yolunu seçtiği takdirde, bankaların bilançolarının daha da kötüleşecek olmasıdır. Yatırımcıların bir Merkez Bankası'nın ulusal parayı başarılı

⁷⁴ Paul KRUGMAN, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", January 1999, <http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf>, (24.06.2010), s. 2.

⁷⁵ Frederic S. MISHKIN, "Financial Policies and The Prevention Of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper, No:8087, January 2001, s. 7.

bir şekilde koruyacak önlemler alması olasılığının zayıf olduğunu fark etmeleri durumunda, ulusal paranın satışından beklenen karlar artacak ve ülke parasının elde tutulmasına yönelik güdüler de artacaktır. Ayrıca finansal sektörün çökebileceği ve gelecekte önemli bütçe açıklarına yol açabilecek kurtarma operasyonlarına gereksinim duyulabileceği göz önünde bulundurulduğunda ulusal paranın değer kaybetme olasılığı artacaktır. Üçüncü aşamada spekülasyon atakları belirgin bir biçimde ortaya çıktığı ve devalüasyona neden olduğu zaman yükselen piyasa ülkelerindeki kredi piyasasının kurumsal yapısı devalüasyon yolu ile ekonomiyi mali krize sürükler. Bir başka ifade ile para krizi sonucunda finansal ve finansal olmayan kuruluşların bilançolarındaki bozulmaların artışıyla beraber, ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen sonuçlar, her yerde kendini hissettiren mali krizin oluşmasına sebep olmuştur.⁷⁶

Bu konuda yapılan çalışmaların bir kısmında ise banka krizlerinin, bankaları yatırımlarını erken nakde dönüştürmek zorunda bırakan güven kaybının bir sonucu olduğu düşünülürse, döviz kuru krizinin banka krizinin bir yan ürünü olduğunu iddia edilmektedir.⁷⁷ Finansal sektörün merkezi rolü oynadığı kriz modelleri, önceki modellerin tersine likidite sorunları üzerine eğilmiştir. Chang ve Velasco çalışmalarında kendi kendini besleyen (self-fulfilling) uluslararası likidite krizlerini ve uluslararası banka krizlerini vurgulamışlardır.⁷⁸ Açık bir ekonomide yerli bankalar hem yerli hem de yabancı müşterilerinden ülke parası veya yabancı para cinsinden mevduat kabul etmekte özgürdürler. Fakat bu yükümlülükler kolayca nakde çevrilemeyen (illiquid) uzun vadeli yatırımların finansmanında kullanılmaktadır. Eğer banka mudileri spekülasyon bir saldırı olacağı yönünde bir endişeye kapılırlarsa mevduatlarını geri isteyeceklerdir. Bu durumda bankalar bu isteği karşılayabilmek için yatırımlarını nakde dönüştürmek zorunda kalacaklardır. Fakat uzun vadeli yatırımların düşük oranlarla iskontosu sağlanır. Sistemik bağlantılardan dolayı kriz, bankacılık sektörü ve finansal sektörün tamamına yayılabilir. Böyle bir olayın

⁷⁶ PESENT ve TILL, a.g.e., ss.78-79.

⁷⁷ Roberto CHANG and Andres VELASCO, “**Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model**”, NBER Working Paper, No 6606, June 1998, s. 2.

⁷⁸ Robert CHANG ve Andres VELASCO, “**The 1997-1998 Liquidity Crisis: Asia Versus Latin Amerika**”, Central Bank of Chile Working Paper. No.120 August 2001, s.261.

gerçekleşmesi halinde, döviz kuru üzerinde aşırı bir baskı oluşur ve sonuçta döviz rezervlerinde hızlı bir kayıp yaşanır.⁷⁹

Bu çalışmalara karşın finansal sistemdeki sorunların sadece bankacılık sisteminde yapılan düzenlemelerle aşılamayacağı belirtilmiştir. Bilanço sorunu ve transfer sorununun Asya krizinin temelini oluşturan iki faktörün olduğu vurgulanmıştır.⁸⁰

Transfer problemleri cari işlemler hesabında görülen büyük tersine dönüşün ülke ekonomilerine etkisiyle ilgilidir. Kriz döneminde Asya ülkelerinde görülen büyük miktardaki sermaye çıkışları ülkeleri olusan cari açıklarını cari fazlaya dönüştürmeye zorlamıştır. Bu dönüşüm kısmen reel kurda büyük bir değer kaybı ile kısmen de ithalatı baskı altına alan ciddi bir resesyonla sağlanabilmiştir.

Bilanço problemleri, yabancı para cinsinden borçların ulusal para cinsinden aşırı değerlendirilmesi sonucu bilançolarda gözlenen kötüleşmeyi belirtir. Yüksek faiz oranları, satışların düşmesi ve ülke parasının değer kaybetmesi sonucu sermayelerini ciddi oranda kaybeden firmaların zayıflayan finansal yapılarından dolayı kriz sonrasında toparlanmaları zor olmuştur. Söz konusu bilanço problemlerinin etkileri, bankalarda karşılıksız kredi olarak görülürken, sorunun yalnızca bankacılık problemi olmadığı belirtilmiştir.⁸¹

Değişik ülkelerde aynı zaman diliminde meydana gelen krizlerle ilgili olarak Bulaşma Etkisi Modeli olarak adlandırılan modeller ileri sürülmüştür. Bu modele göre ülkeler kendi içlerinde benzer kırılganlıklar taşıdığından ortak şoklara maruz kalmaktadırlar. Söz konusu ortak şokların olmadığı durumda ise kriz bir ülkeden diğerlerine farklı kanallar aracılığı ile yayılmaktadır. Bu kanallardan biri ülkeler arasındaki ticari bağlantılar olabilir. Bu durumda ticari anlamda aralarında bağlantı olan ülkelerden birinin devalüasyona gitmesi halinde, diğer ülkeler de rekabet gücünü koruyabilmek adına devalüasyona gitmek zorunda kalabilir. Buradaki

⁷⁹ PESENT and TILLE, a.g.m., s.7.

⁸⁰ KRUGMAN, a.g.e., s.9.

⁸¹ PESENT ve TILL, a.g.e., s.94.

bulaşma etkisi yalnızca ülkeler arasındaki ticaretin genişliğine değil, ülkelerin rakip olmalarına da bağlıdır.⁸² 1992-1993 yıllarında Avrupa’da yaşanan para krizi, rekabete dayalı devalüasyon etkisinin görüldüğü bir kriz olarak nitelendirilebilir.

İkinci yayılma kanalı olarak finansal piyasaların karşılıklı bağılılığı gösterilebilir. Finansal piyasaların bağılılığı ortak kreditorlerden borç alma ya da kreditorlerin portföylerinin karşılıklı bağlı olması şeklinde açıklanabilir. Asya’da görüldüğü gibi piyasada likidite eksikliği yaşanması halinde borç verenler/yatırımcılar diğer piyasalardaki aktiflerini likit hale getirmeye çalışırlar. Borç verenler her piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıklarından ve yeni bilgi de maliyetli olduğundan, bir ülkedeki borçlular ödemelerini yapamadıkları takdirde diğer ülkelerdeki borçlarını da geri çağırırlar. Bu durum da, yatırımcıların sürü davranışı ile yayılma etkisini hızlandırır. Üçüncü yayılma kanalı da komşu ülkelerin kriz maliyetlerini düşürmek için birlikte devalüasyon yapma taahhütlerini gerçekleştirmeleri ile sağlanır.⁸³

1.5 FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerin bazı özellikleri ülkeden ülkeye değişiklikler gösterse de, aralarında ortak noktalar olduğu da gözlenmektedir. Bunlar; makroekonomik politikalar, global finansal koşullar, yurtiçi finansal sistemin yapısı, kur rejimi ile düzenleme ve denetleme sistemindeki problemler olarak beş başlık altında toplanabilir. Ancak, bu faktörler krizlerin nedenlerinden daha çok, krizlerin ortaya çıktığı dönemi oluşturan koşullardır.⁸⁴

1.5.1 Makroekonomik Politikalar

Bir finansal aracı olarak bankalar kısa vadeli borçlanırlar, uzun vadeli kredi verirler. Böylece, yüksek kaldıraçla ve düşük karşılık ayırarak faaliyetlerini

⁸² ASLANTAS ve ODYAKMAZ, a.g.m., s.34.

⁸³ KRUGMAN, a.g.e., s.9.

⁸⁴ İlker PARASIZ, **Modern Bankacılık Teori ve Uygulama**, Bank Yayınları no 82, İstanbul, 2000,s.253.

sürdürürler. Bu durumda, ülkenin makroekonomik dengelerinde ani bir değişme, finansal sistemi olumsuz bir şekilde etkiler.⁸⁵ Olumsuz makroekonomik koşullar ise, genel anlamda ekonomideki geri dönmeyen kredi miktarını arttırdığı için, bankalar açısından likidite sıkıntı yaratmakta⁸⁶ ve bankacılık krizleri ile pozitif ilişki içinde olmaktadır.

Yüksek enflasyon, kamu finansman açıkları, aşırı değerlenmiş kur politikaları gibi ekonomi için tehlike oluşturacak şekilde sürdürülemez makroekonomik politika uygulamaları sonucunda, birçok finansal krizde rol oynayan "makroekonomik istikrarsızlık" ortaya çıkmaktadır.⁸⁷ Özellikle, uygulanan genişletici para ve maliye politikaları, kredi hacmini arttırarak banka ödünçlerinde aşırı şişkinliklere ve varlık fiyatlarında baloncukların oluşmasına neden olur. Bu süreç, menkul ve gayrimenkul yatırımlarında spekülasyon artıştan kaynaklanan fiyatların, sürdürülemez düzeylere çıkmasıyla sona erer.⁸⁸ Genişletici politikalar neticesinde, yükselen enflasyonu kontrol altına alabilmek, dış dengeyi iyileştirmek ve varlık fiyatlarını indirmek amacıyla uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ise, ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına, borcun geri ödenmesinde güçlüklerle ve alınan kredilerin yeterince etkin alanlara kullanılmamasına yol açabilir.

Bugün, gelişmekte olan ülkelerin en önemli üç sorunu olan enflasyon, kamu harcamalarının hızı ve sürdürülebilir büyümenin sağlanamaması, gelişmekte olan ülkelerde göreceli olarak sürekli değişen para ve maliye politikaları uygulamalarına neden olmakta ve bankaların aracılık hizmetinde sıkıntılar yaşamasına yol açmaktadır.⁸⁹ Özellikle bu tür bir maliye politikası, finansal sistemin önemli şoklarından biridir ve finansal şoklar, enflasyon beklentisi ile yurtiçi faiz oranlarında istikrarsız artışlar yaratabilir.⁹⁰

⁸⁵ Morris GOLDSTEIN ve Philip TURNER, "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", BIS Economic Papers No.46, 1998, s.201.

⁸⁶ DOMAC ve PERÍA, MARÍA Soledad Martinez , "Banking Crises and Exchange Rate Regimes", 2000, http://www.worldbank.org/research/interest/working_papers.htm (16.06.2010), s.44.

⁸⁷ EICHENGREEN ve PORTES, a.g.e., s.194.

⁸⁸ IMF WE0, May 1998, ss.80-81.

⁸⁹ EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.10.

⁹⁰ GAVIN ve HAUSMANN, a.g.e., s.3.

Bankacılık krizlerine hız veren başlıca makroekonomik istikrarsızlık göstergeleri; ekonomik büyüme, enflasyon, cari işlemler dengesi, döviz kuru ve faiz oranında değişmeler, varlık fiyatlarında ve banka ödünçlerinde aşırı artışlar ve kamu finansman dengesidir.

1.5.1.1 Ekonomik Büyüme

Borçlanmaya bağlı hızlı büyüme gibi reel GSYİH büyüme oranında keskin bir düşüş de, bankacılık krizlerinde çok önemli bir göstergedir.⁹¹ Düşük veya azalan büyüme oranları ekonomik faaliyetlerde şiddetli ve ani daralmaya işaret ederek, yurt içindeki borçluların borç geri ödeme servislerini zayıflatır ve kredi riskinin artmasıyla birlikte sistemik bir finansal sıkıntıya dönüşebilir. Konjonktürün genişleme safhasında ise, aşırı kredi yaratılması ve kredi değerliliğinin iyi ölçülememesi sonucunda, finansal sistemdeki baloncuklarının patlaması ile bankacılık krizinin tetiği çekilmiş olur.⁹²

1.5.1.2 Enflasyon

Enflasyon oranında dalgalanmalar, kredi ve pazar risklerinin değerlendirilmesini zorlaştırarak portföy riskini artırır. Zayıf bir makroekonomik yönetimi simgeleyen yüksek enflasyon ortamında bankalar, varlık yönetiminden kar edebilir ancak bankaların kaynak bulma ve fonlama vadelerinin birbirinden farklı olması, para birimi ve vade uyumsuzluklarına yol açmaktadır. Öte yandan yüksek enflasyona yüksek ve değişken faiz oranları eşlik edeceğinden, bankalar yükümlülüklerini vadesinde yerine getirmekte zorlanır. Dolayısıyla, yüksek reel faizler bankacılık krizi olasılığını artırır.⁹³

Enflasyon oranında bir düşüş ise, nominal geliri ve nakit akımını azaltarak finansal kurumların likidite ve ödeyebilme gücünü olumsuz etkiler, bu da bankaların geleneksel işlevlerinin ne kadar zayıf olduğunu gösterir.

⁹¹ HUTCHISON ve McDıl, a.g.e., s.25.

⁹² EVANS, LEONE, GIH ve HILBERS, a.g.m., s.11.

⁹³ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.104.

Makroekonomik gösteregelerin en hareketli olduğu 1980-1995 döneminde, gelişmekte olan ülkeler arasında büyüme ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalara, banka mevduatları ve kredilerindeki dalgalanmaların eşlik ettiği vurgulanmaktadır.⁹⁴

1.5.1.3 Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler dengesizliklerinin ulusal tasarruflarla giderilemediği durumda, dış kaynaklara başvurulmaktadır. Dolayısıyla cari işlemler dengesizlikleri, ülkenin yabancılara olan net yükümlülüklerinin kaynağını oluşturmaktadır.⁹⁵

Cari açık/GSYİH oranının yüksek olması ve bunun özellikle kısa vadeli portföy yatırımları ile finanse ediliyor olması, finansal sistemin likiditesine olumsuz etki yaparak, para krizine işaret edebilir.⁹⁶ Nitekim, 1994 Meksika ve 1997 Güney Doğu Asya krizlerinde büyük miktarlara ulaşan cari açıkları finanse etmek amacıyla kısa vadeli borçlanmaya olan bağıllık, krizleri hızlandırmıştır.⁹⁷ Cari açık ile birlikte varolan düşük yatırım oranları veya düşük verimliliği simgeleyen aşırı yatırımların varlığı, o ülkenin zayıflık göstergeleri arasında yer almaktadır.⁹⁸

1.5.1.4 Döviz Kuru ve Faiz Oranında Değişmeler

Sermaye giriş-çıkışları ve dış ticaret şokları ile açıklanan reel döviz kurundaki kısa vadeli yön değişimlerinin bankacılık sektörüne doğrudan etkisi, bankaların varlık ve yükümlülükleri arasında para birimi uyumsuzluğuna yol açabilmesidir.

⁹⁴ GOLDSTEIN ve TURNER, a.g.m., s.12.

⁹⁵ Nejla ADANUR AKLAN, "Dış Borçlanma, Gelişmekte Olan Ülkeler için Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?", Dış Ticaret Dergisi yıl: 7 sayı: 25, Temmuz 2002, s.17.

⁹⁶ Owen EVANS, Alfredo LEONE, M. GILL, Mahinder ve Paul HILBERS, "Macprudential Indicators of Financial System Soundness", IMF Occasional Paper No. 192, 2002, s.23.

⁹⁷ IMF WEO, May 1998, s.82.

⁹⁸ EVANS, LEONE, GILL, HILBERS, a.g.m., s.10.

Reel döviz kurunda yaklaşık %20 oranındaki aşırı bir değerlenmenin, önce para sonra bankacılık krizlerine öncülük ettiği ileri sürülmektedir. Böyle bir etkinin iki nedeni olabilir;

- Aşırı değerlenmiş bir kurun ticarete konu olan sektörlerin karlılığını olumsuz etkilemesi,
- Böyle bir kura aenellikle yüksek reel faizlerin eslik etmesidir.

Bankalar faiz riski almaktan kaçınımazlarsa, ulusal ve uluslar arası faiz oranlarındaki oynamaların finansal sisteme etkisi doğrudan olur.⁹⁹

1.5.1.5 Varlık Fiyatlarında ve Banka Ödünçlerinde Aşırı Artışlar

Makroekonomik dengelerde oluşan ters şoklardan biri olan menkul ve gayrimenkul gibi varlık fiyatlarında düşüş, finansal sistemin sorunları arasında yer almakta ve banka sermayelerinde veya borca karşılık alınan teminatlarda azalma ile kendini göstererek bankaların borç vermekte kısıntıya gitmesine neden olmaktadır. Bankaların direkt alım yapmak yerine, inşaat firmalarına kredi verdikleri gayrimenkul piyasası, bankalar açısından doğrudan bir finans aracı olmasa da, buradaki kredilerin geri dönmeyen krediye dönüşmesi, birçok bankacılık krizinde önemli faktör olmuştur. Öte yandan, varlık fiyatlarındaki aşırı artışlar ise, para politikasının etkinliğini güçleştirir.¹⁰⁰

Öte yandan, banka kredileri/GSYİH oranında hızlı artış anlamına gelen ve finansal zayıflığı besleyen banka ödünçlerindeki aşırı şişkinlikler, banka bilançolarına geri dönmeyen krediler şeklinde yansır ve bankaların ödeyebilme gücünü veya likiditesini tehdit eder.¹⁰¹

⁹⁹ GOLDSTEIN ve TURNER, a.g.e., s.11.

¹⁰⁰ EVANS, LEONE, GILL, HILBERS, a.g.m. ss.24-25, IMF Occasional Paper No. 192, s.11.

¹⁰¹ GAVIN ve HAUSMANN, a.g.e., s.12, EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.10.

1.5.1.6 Kamu Finansman Dengesi

Kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek değerlere ulaşması, zamanla kamu borcunun çevrilebilirliğini gündeme getirmektedir, öte yandan, bütçe açıklarının para basılarak kapatılmaya çalışılması, bir yandan hükümete senyoraj geliri sağlarken, diğer yandan enflasyona yol açmaktadır. Bunun yanısıra, ülkedeki kamu borcunun yapısı da, para birimi ve vadesine bağlı olarak bir istikrarsızlık unsuru olabilmektedir.¹⁰²

Sonuç olarak, ortaya çıkan bütçe açıkları tıpkı cari açık, reel döviz kurunda aşırı değerlenme, parasal genişleme gibi finansal krizlerde temel faktör olarak ortaya çıkabilmektedir.¹⁰³ Öte yandan, güçlü finansal yapıya sahip olan bir kamu sektörü, problemlili bankalara daha çabuk sermaye desteği sağlayacağı için, kriz durumunu tamamen ortadan kaldırarak, istikrar unsuru da olabilmektedir.¹⁰⁴

1.5.2 Global Finansal Koşullar

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerde, yurtiçi makro ekonomik koşulların yanısıra dış faktörler de önemli rol oynamaktadır. Bu dış faktörler arasında en önemlileri, dış ticaret hadleri¹³ ve uluslararası faiz oranlarındaki ani ve büyük değişimlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerin ihraç malları genellikle doğal kaynaklar veya tarım ürünleri gibi birincil mallardan oluştuğu için, dış ticaret hadlerindeki bozulmalara sıklıkla konu olmaları, finansal istikrarı bozucu potansiyel şoklar arasında yer almaktadır.¹⁰⁵ Nitekim, bankacılık krizi yaşayan gelişmekte olan ülkelerin % 75'inde kriz öncesi ticaret hadlerinde en azından % 10 düşüşle (ortalama %17) karşılaştıkları ortaya çıkmaktadır.¹⁰⁶ Ticaret hadlerinde en az %10 seviyesindeki bir bozulmayı, bankacılık krizi öncesi faktörlerden biri olarak

¹⁰² GAVIN ve HAUSMANN a.g.e., s.14, EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.3.

¹⁰³ SACHS, TORSELL ve VELASCO, a.g.m., s.19.

¹⁰⁴ HUTCHISON ve McDILL, a.g.e., s.7, DOMBUSH, a.g.e., s.3.

¹⁰⁵ MISHKIN, a.g.e., ss.68-69, KRUGMAN ve OBSTFELD, a.g.e., s.683.

¹⁰⁶ CAPRIO ve KLINGEIBEL, a.g.e., ss.33-34..

belirlenmektedir.¹⁰⁷ İMF ise, ticaret hadlerinde bozulmanın başlangıcının, krizden önceki 8 ayı kapsadığını belirtmektedir.

İhraç malları fiyatlarında ani düşüşler şeklindeki olumsuz şoklar, yerli firmaların katkılarını etkileyerek, borç ödeme kapasitelerinin azalmasına neden olur ve piyasadaki iyi kredilerin kötü krediye dönüşerek, bu firmalara kredi veren bankaların kredisi, portföy kalitesinin düşmesi ile sonuçlanabilir.¹⁰⁸

Dış ticaret hadlerinde ani ve büyük bozulmalar karşısında, bankacılık krizine yakalanma olasılığı en fazla olan ülkeler ise, Venezuela ve Ekvator gibi ihracata yoğunlaşmış ve ihraç malları çeşitlemesi az olan küçük ülkelerdir.¹⁰⁹

Dış faktörlerden ikincisi olan uluslararası faiz oranlarındaki dalgalanmalar, gelişmekte olan ülkelerdeki borçlanma maliyetini etkilemektedir. Şöyle ki, faiz oranlarının sürekli düşmesi, dış borçlanması olan ülkelerin kredi değerliliklerine olumlu etki yapar ve uluslararası yatırımcıların yüksek getiri aramaları sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri artar.¹¹⁰ Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların offshore kaynaklardan fon bulma eğilimleri yüksek olduğundan, yabancı mevduatları çekmek için yüksek getiri teklif ederler. Bu yüzden, uluslararası faiz oranlarının artması, sermaye çıkışıyla birlikte bankaların fonlama düzeylerinin azalması anlamına gelir.¹¹¹ Sonuç olarak, artan uluslararası faiz oranları, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemini üç şekilde etkiler:

- Borç alanların kredi değerliliğine olumsuz etki yapar,
- Varlık ikamesi yoluyla sermaye çıkışlarını arttırır,
- Kredi genişlemesi olanağı bulunmadığı için, kredi piyasasındaki asimetrik bilgi problemleri azalır.¹¹²

¹⁰⁷ KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., s.15.

¹⁰⁸ IMF WEO may, ss.98,82, EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.11, GAVIN ve HAUSMANN, a.g.e., s.8.

¹⁰⁹ EVANS, LEONE, GILL ve HILBERS, a.g.m., s.10.

¹¹⁰ IMF WEO, May1998, s.82.

¹¹¹ EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.11.

¹¹² EVANS, LEONE, GILL ve HILBERS, a.g.m., s.11.

1.5.3 Yurtiçi Finansal Sistemin Yapısı

“Kırılgan” ve/veya “zayıf” bir finansal sisteme, finansal serbestleşme, mevduat sigortası ve bağımlı bir merkez bankası gibi yapısal özelliklerin eşlik etmesi, finansal krizleri kaçınılmaz hale getirmektedir.

1.5.3.1 Finansal Kırılganlık ve Finansal Zayıflık

Bankacılık sektöründeki ciddi sorunların varlığı anlamına gelen finansal kırılganlığın nedenleri dört temel unsur ile işaret edilebilir. Bunlar;

1. Bankaların yükümlülüklerindeki artışın, ekonominin büyüklüğüne ve uluslararası rezerv stoğuna göre çok hızlı olması,
2. Bankaların varlıklarının ve yükümlüklerinin likidite, para birimi ve vade yapılarının önemli ölçüde birbirinden farklı olması,
3. Bankaların sermayelerinin ve/veya kredi karşılıklarının, varlıklarının değerindeki oynamaları karşılayacak düzeyde olmaması,
4. Ekonomide güven kaybının varlığıdır.¹¹³

Gelir, varlık kalitesi veya likiditeyi hedef alan göreceli olarak küçük şokların bankaların ödeme güçlüğü çekmesine yol açması ise, finansal zayıflığa işaret etmektedir¹¹⁴ ve bankacılık krizleri iç ve/veya dış şoklar ile finansal zayıflıkların etkileşimi sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Finansal sistemdeki zayıflığın ise üç temel nedeni vardır. Bunlar;

- Yanlış döviz kuru politikası,
- Geri dönmeyen krediler,
- Likidite problemlerine yol açan para birimi ve vade uyumsuzluktan şeklindeki bilanço problemleridir.¹¹⁵

¹¹³ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.8.

¹¹⁴ GAVIN ve HAUSMANN, a.g.e., ss.8-12.

¹¹⁵ DORNBUSCH, a.g.e., s.3.

Sabit kur rejimi, uluslararası yatırımları ve ticareti kolaylaştırdığı ve kredibilitenin garantörü varsayıldığı için önemlidir. Ancak, gelecekte para biriminin değer kaybedeceği beklentisi yaygınsa, sabit kuru korumak maliyetli olacaktır. Bu amaçla, kamu kesiminin ya da borçlu şirketlerin nakit akımını kötüleştirse de veya toplam üretim seviyesini ve istihdamı bozsa da, kısa vadeli faiz oranlarını arttırmak kaçınılmaz olacaktır. Bu durum ise, mevcut borç yükünü arttırarak devalüasyonu zorunlu hale getirecek ve finansal istikrarın bozulmasına yol açacaktır. Bu yüzden, dalgalı kur rejiminin daha az maliyetli olduğu söylenebilir.¹¹⁶

Geri dönmeyen krediler, spekülasyon saldırı karşısında sabit kuru savunma aracı olan faiz oranı önündeki temel problemdir. Bunun nedeni ise, düşük faiz oranlarında sermaye çıkışı yaşanırken, yüksek faiz oranlarında bankaların kredi portföy riskinin yükselerek, krize yol açmasıdır. Örneğin, 1997’de Tayland ve Malezya önemli ölçüde geri dönmeyen kredi sonucu vardı ve bu krediler, Tayland’ta gayrimenkul ve tüketici kredilerini kapsarken, Malezya’da piyasa şişkinliğine neden olan sermaye piyasası kredilerini içermekteydi.

Bankacılıkta riskin temel kaynakları olan para birimi veya vade uyumsuzlukları, bilançolardaki aşırı zayıflıkların temel tetikleyici unsurlarıdır. Bankalar yabancı para birimi ile borçlanıp ulusal para birimi ile borç verdikleri zaman, döviz kurunda meydana gelen bir artış, para birimi uyumsuzluğuna yol açar. Öte yandan, ekonomik koşulların sürekli değişkenlik gösterdiği gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar, sermaye piyasası dahil uzun vadeli borçlanma olanağına sahip olmadığı için, yükümlülüklerinin ortalama süresi vadeye daha yakındır, yani daha likittir. Bu bağlamda, bankaların varlıklarının vadesinin, yükümlülüklerinin vadesinden daha uzun olması vade uyumsuzluğu yaratır ve döviz kuru riskinden daha tehlikeli bir durumdur. Ancak, bankalar, varlık ve yükümlülüklerinin vade yapısının birbirine uyumlu veya yakın olmasına dikkat ettikleri ölçüde, bu tür zayıflıklardan kaçınırlar.¹¹⁷

¹¹⁶ Metin TOPRAK, **Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitapevi: Ankara., 2000, s.41.

¹¹⁷ EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.14.

Özetle, sistemde geri dönmeyen kredilerin durumu ne kadar kötüyse, bilançolarda varlık ile yükümlülük kalemleri arasındaki para birimi ve vade uyumsuzlukları ne ölçüde büyükse, durumun bir bankacılık ve para krizine dönüşme olasılığı o kadar fazla olacaktır. Ancak, sistemdeki bilançolar sağlam oldukça, sermaye hareketlerinin veya ticaretin yaratacağı şokların, döviz kurunda ya da faiz oranlarında herhangi bir ayarlamaya gerek kalmaksızın absorbe edilmesi kolaylaşacaktır. Örneğin, Singapur, Hong Kong ve Arjantin'deki bankaların iyi bilançolara sahip olması, 1994 Meksika, 1998 Rusya ve 1999 Brezilya krizlerinden etkilenmiş olmalarına rağmen, krize yakalanmamalarında önemli rol oynamıştı.¹¹⁸

Bunların dışında, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin bileşimi de finansal zayıflığın temel göstergelerinden biridir ve finansal krizlerde önemli rol oynamaktadır.¹¹⁹ Tüketim harcamaları veya etkin olmayan yatırım projelerine yönelen ya da menkul kıymet, mevduat ve kamu borçlanma kağıtları gibi yatırım araçlarını kapsayan ve portföy yatırımları olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye hareketleri kolaylıkla tersine dönebilirken, ülkenin üretim kapasitesini arttıran doğrudan yabancı yatırımlar ile tahvil yoluyla borçlanmaları içeren uzun vadeli sermaye hareketleri, kolaylıkla hareket edemez. Dolayısıyla, tercih edilen yatırım şekli portföy yatırımlarından çok, doğrudan yabancı yatırımlardır.

Son olarak, finansal sistemin geneline yayılmış, özellikle de bankaların aracılığı ile gerçekleşen ve büyük miktarlara ulaşan kısa vadeli, değişken faizli ve yabancı para birimine bağlı borçlar, ülkelerin iç ve dış şoklara karşı zayıflığını arttırarak finansal krizlere hız verir.¹²⁰

¹¹⁸ DORNBUSCH, a.g.e., ss.4-7.

¹¹⁹ ÖZER, a.g.e., s.46.

¹²⁰ IMF WE0, May 1998, s.83, Gavin ve Hausmann, a.g.e., s.12.

1.5.3.2 Finansal Serbestleşme

Globalleşme hareketinin en belirleyici özelliği olan¹²¹, yurtiçi piyasaları ve kurumları fırsatların arttığı global finansal piyasalara açarak uluslararası portföy çeşitleme olanakları sunan ve aynı zamanda kontrol edilemeyen sermaye hareketlerinin yarattığı potansiyel istikrarsızlıkları da bünyesinde taşıyan finansal serbestleşme veya sermaye hesabının konvertibilitesi-dışa açılımı¹²², finansal krizlerin en önemli nedenleri arasında yer almaktadır. Buna rağmen, sermaye hareketlerinin, düşük borçlanma maliyeti ile girişimcilere ve daha yüksek faizlerle de tasarruf sahiplerine yarar sağlaması¹²³, yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisinin ortaya çıkmasına ve ülkelerin finansal serbestleşmeyi tercih etmelerine neden olmaktadır.

Faiz oranlarının serbest bırakıldığı, piyasa giriş engellerinin azaltıldığı, kanuni karşılık oranlarının indirildiği, kredi dağıtım kararlarında hükümet müdahalesinin azaldığı, birçok bankanın özelleştirildiği, döviz piyasasının işlerlik kazandığı ve yerel hisse senedi piyasasının geliştirildiği finansal serbestleştirme sürecinin¹²⁴ hızlandığı 1980 sonrasında, birçok finansal krizin bankacılık krizi ile birlikte ortaya çıktığı görülmektedir.

1977-1997 yıllarını ve 56 ülkeyi kapsayan çalışmaları sonucunda, 92 finansal serbestleşme olayından 60'ında bankacılık krizi meydana geldiğini, bunun da 36'sının finansal serbestleşmeyi izleyen ilk beş yılı içinde gerçekleştiğini ortaya koymuştur.¹²⁵ Şekil 2'de görüldüğü üzere, toplam 36 bankacılık krizinden 7'si ilk yıl, 13'ü ikinci yıl, 9'u üçüncü yıl, 5'i dördüncü yıl ve 2'si beşinci yılda meydana gelmiştir. Dolayısıyla, finansal serbestleşmenin ardından ilk beş yıl içinde kriz çıkma

¹²¹ Muhammet AKDİŞ, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım: İstanbul, 2000, s.99.

¹²² David DICKINSON ve Andrew MULLINEUX, "Lessons from the East Asian Financial Crisis: A Financial Sector Perspective", 2001, s.32, www.elsevier.com/locate/geoforum. (11.03.2010).

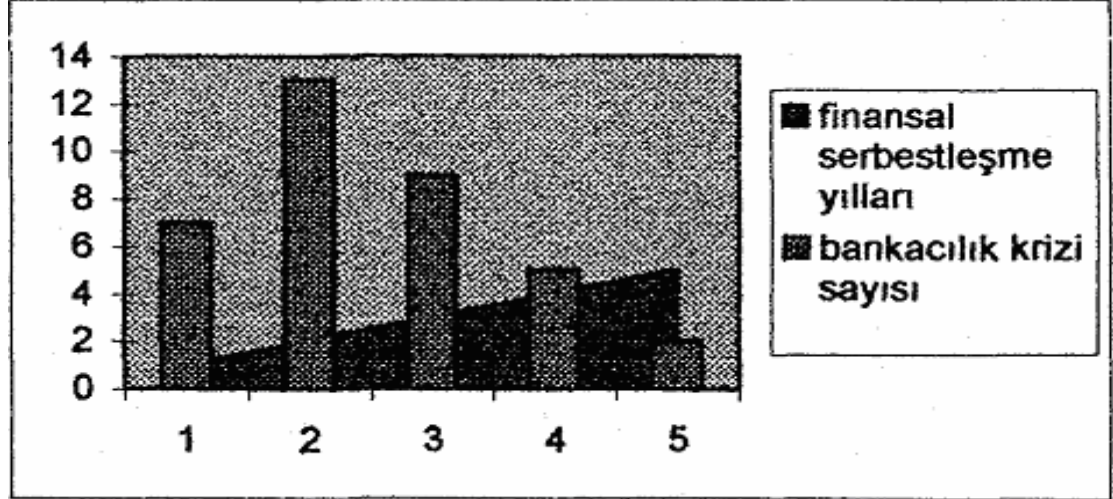
¹²³ TOPRAK, a.g.e., s.94.

¹²⁴ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.4.

¹²⁵ MEHREZ ve KAUFMANN, a.g.e., s.28.

olasılığının arttığı açıktır. Bunun nedeni ise, finansal piyasalarının serbestleşmesiyle birlikte döviz kurlarının eskisine göre daha oynak olmasıdır.¹²⁶

Şekil 2: Finansal Serbestleşme ve Bankacılık Krizleri



Kaynak: Hutchison, Michael ve MCDİLL, Kathleen, “Are All Banking Crises Alike”, The Japanese Experience in International Comparison, 1998, www.econ.ucsc.edu/faculty/hutch/nber.pdf, (15.03.2010), s.13.

1970-1995 yıllarını ve 20 ülkeyi kapsayan çalışmalarda, toplam 26 bankacılık krizinden 18'inde (% 69) finansal serbestleşmenin, krizden önceki 5 yıl içinde gerçekleştiğini ortaya koyulmuş.¹²⁷ Başka bir görüş ise, 1980-1995 yıllarını ve 53 ülkeyi kapsayan araştırmalarında, zayıf bir kurumsal yapı ile birlikte finansal sistemini serbestleştirmiş bir ülkede bankacılık krizi çıkma olasılığının fazla olduğunu ve finansal serbestleşme sürecin başlamasından itibaren bir kaç yıl içerisinde bankacılık sektörünün kırılganlığının arttığını ileri sürmektedirler.¹²⁸

Sonuç olarak, bir ülkede finansal serbestleşme, mevduat sigortasının varlığı ile birlikte gerçekleşirse ve buna iyi planlanmış ve etkin işleyen bir düzenleme ve denetleme sistemi eşlik etmezse, özellikle tavan faiz oranlarının kaldırılması ve piyasa giriş engellerinin azaltılmasına bağlı olarak bankalar arasında rekabetin artması, riskli kredi portföy seçimine neden olacak ve ahlaki tehlikenin yol açtığı bir

¹²⁶ AKDİŞ, a.g.m., s.49.

¹²⁷ KAMINSKY ve REINHART, a.g.e., ss.6-10.

¹²⁸ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., ss.3-6.

bankacılık krizi ortaya çıkabilecektir.¹²⁹ Dolayısıyla, ahlaki tehlikenin makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini büyüten esas faktör, finansal serbestleşme sürecidir.¹³⁰

1.5.3.3 Mevduat sigortası

Pratikte devlet, bankaların tüm yükümlülüklerini açık veya kapalı bir biçimde garanti etse de, bu garantinin en belirgin olanı "mevduat sigortası"dır. Dolayısıyla, mevduat sigortası bazen tamamen, bazen de belirti miktar sınırlamaları içinde, mudilerin banka başarısızlığından kaynaklanan zararlara karşı sigorta edilmesidir.¹³¹

Mevduat sigortası, tıpkı merkez bankasının borç veren son mercii fonksiyonu gibi bankacılık sektörünün istikrarını ve bütünlüğünü dolayısıyla makroekonomik istikrarı tehdit eden banka hücumlarına karşı temel regülasyon araçlarından biridir. Bu araçlar kullanılarak, finansal panik dönemlerinde mudilerin fonlarını çekmeleri engellenmeye çalışılır.¹³²

Mevduat sigortasını açık ve gizli olmak üzere iki şekilde tanımlanmaktadır. Açık mevduat sigortası, bankaların mudiler adına hükümetten veya özel sigorta kurumlarından tam veya kısmi sigorta almasıdır. Gizli mevduat sigortası ise, mudilerin hükümetin bankaların batmasını engelleyeceğini ya da batmışsa müdahale ederek, kendi zararlarını gidereceği inancında olmalarıdır.¹³³

Açık ve/veya gizli mevduat sigortasının, bankaların ödeme güçlüğü çekmesi ile banka hücumları arasındaki potansiyel bağlantıyı zayıflatarak kendi kendini besleyen banka paniklerinin olasılığını ortadan kaldırması ve banka kırılganlığını azaltması beklenmektedir. Ancak, finansal kurumların riskli kredi portföylerini tercih etmek suretiyle, kredi genişlemesi yaratmalarını teşvik eder. Bu durum, ahlaki

¹²⁹ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.86.

¹³⁰ Giancarlo CORSETTI, Paolo PESENTI ve Nouriel ROUBINI, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis", 1999, European Economic Review 43, s.23.

¹³¹ MISHKIN, a.g.e., s.61.

¹³² Ensar YILMAZ, "Mevduat Sigortasında Ahlaki Risk Eğilimi", ODTÜ Gelişme Dergisi, 2001, ss.219-234.

¹³³ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.86.

tehlikeye yol açarak, geri dönmeyen kredi miktarında önemli ölçüde artış ve dolayısıyla banka bilançolarında bozulma ile belirginleşir. Sonuçta, finansal krizin olasılığı artar.¹³⁴ Açık mevduat sigortasının kaldırılması halinde, kriz çıkma olasılığının en az % 60 azaldığını ileri sürülmektedir.¹³⁵

Son olarak, mevduat sigortasının varlığı ile kamu bankalarının sektördeki payı arasındaki ilişkiyi çalışmalarında, mevduat sigortasının uygulandığı ekonomilerde kamu bankalarının sektördeki payının (%40), mevduat sigortasının uygulanmadığı ekonomilere (%30) göre daha fazla olduğunu ortaya koymaktadırlar.¹³⁶

1.5.3.4 Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Banka hücumları sırasında çok sık kullanılan "borç veren son mereti" fonksiyonu ile amaç, Merkez Bankasının sıkıntıda olan finansal kuruluşlara likidite desteği sağlayarak, finansal kriz olasılığını azaltmaktır. Ancak, bağımlı bir merkez bankası bu tür kuruluşları para basarak finanse etme eğiliminde olabilir ki, kredi genişlemesi sonucunda iyi-kötü kredi ayrımının zorlaşması, ahlaki tehlike problemlerine alternatif bir yol yaratarak finansal istikrarsızlığa yol açar.¹³⁷ Dolayısıyla, bağımsız bir merkez bankası, finansal kriz olasılığını azaltmakta önemli rol oynamaktadır.

1.5.4 Döviz Kuru Rejimi

Gelişmekte olan ülkeler, kredibilite yetersizliğinden dolayı uluslararası piyasalara girmekte sıkıntı çekerler. Bunun nedeni ise, döviz kuru oynamaları ve dolarize olmuş yükümlülüklerdir. Bu yüzden, makroekonomik politikaların etkinliğini, finansal sistemin istikrarını ve ekonominin gelişimini büyük ölçüde

¹³⁴ FELDSTEIN, EVANS, LEONE, GILL ve HILBERS, a.g.m., s.19.

¹³⁵ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.100.

¹³⁶ DEMİRGÜÇ ve DETRAGIACHE, a.g.e., s.26.

¹³⁷ HUTCHISON ve McDill, a.g.e., s.7.

etkileyebilen kur rejiminin seçimi, özellikle gelişmekte olan ülkeler için en önemli makroekonomik politika kararlarından biridir .¹³⁸

Fiyat istikrarını hedefleyen gelişmekte olan ülkeler, sabit kur rejimi çatışı altında ya para birimlerini düşük enflasyona sahip herhangi bir ülke parasına sabitlemekte ki, buna “askılanmış döviz kuru” denir veya kur çıpasının kullanıldığı¹³⁹ döviz kuruna dayalı istikrar programını benimsemektedir. Askılanmış döviz kuru, gelişmekte olan ülkelerde ve geçiş ekonomilerinde finansal istikrarsızlığı arttırabilir ve başarılı bir spekülasyon saldırı karşısında ulusal para birimindeki değer kaybı, dalgalı kur rejiminde olan değer kaybından genellikle daha büyük, daha hızlı ve daha ani olur. Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulaması ise, genellikle enflasyonu düşürmede başarılı olsa da, döviz kurunun gerçekleşen enflasyon oranının altında kalması nedeniyle, reel döviz kurunda aşırı değerlenme olgusunu ortaya çıkarmaktadır. Bu bağlamda, reel döviz kurunda ani ve hızlı bir yükseliş, olası bankacılık krizlerinin bir göstergesi olarak düşünülmektedir.¹⁴⁰

Sabit kur rejiminde, ekonomik birimlerin kurtarma değerini önceden tahmin etmesi, döviz kurundaki oynamaları önlediği veya doğabilecek zararlara karşı gizli bir devlet sigortası olarak algılandığı için, hem yabancı sermaye girişlerini, hem de bankaların, finansal kurumların ve şirketlerin döviz kuru riskini gözardı ederek dövizle borçlanmalarını teşvik eder. Sonuçta, sermaye girişleri artarken bilançolardaki para birimi uyumsuzluktan daha büyük problemlere yol açarak bankacılık sisteminin dışsal olumsuz şoklara karşı kırılganlığını artırır.¹⁴¹ Döviz kuru riski olgusunu öne çıkaran dalgalı kur rejimi ise, aşırı miktardaki sermaye girişlerini engeleyerek bankacılık sektöründeki problemleri en aza indirme eğilimindedir. Bahsedildiği üzere, sektördeki problemlerin esas kaynağı banka ödüncülerindeki aşırı şişkinliklerdir.¹⁴²

¹³⁸ DOMAÇ ve PERIA, a.g.e., ss.5-25.

¹³⁹ FELDMSTEIN, a.g.e., s.6.

¹⁴⁰ MISHKIN, a.g.e., ss.18-20, PARASIZ, a.g.e., s.241.

¹⁴¹ MISHKIN, a.g.e., s.19, IMF WE0, May 1998, s.83.

¹⁴² EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., ss.12-13.

Dalgalı kur rejimi uygulandığı takdirde, artan cari açıklar karşısında finansal piyasa katılımcılarının satışa geçmeleri ile birlikte para birimi değer kaybeder ve cari açık kendi kendini düzeltmiş olur. Döviz kurunda düşüş ise, ihracatçılar ile ithalata rakip mallar üreten firmalar açısından zorluk aşırı değerlenmiş sabit kurun ani ve şiddetli bir devalüsyon ile düşmesi kadar büyük olmaz.¹⁴³

Sabit kur rejimi ile sağlanan şeffaflık ve kredibilite finansal istikrarı kolaylaştırırken, dalgalı kur rejiminde Merkez Bankasının kur taahhüdü veya hedefi olmadığı için para politikasının etkinliği artar ve döviz kuru ekonominin karşılaştığı reel şokları absorbe etme amacıyla kullanılabilir, dolayısıyla faiz yükü hafifler. Daha açık bir ifadeyle, olumsuz bir dış şok karşısında faizlerin yükselişine gerek kalmadan sadece döviz kurunun dalgalanmasıyla, hem üretim düzeyi korunmuş hem de daha olumlu bir finansal ortam yaratılmış olur.¹⁴⁴ Bu yüzden, gelişmekte olan ülkeler arasında dalgalı kur rejimi uygulayanların oranı 1970'lerde % 10'larda iken, günümüzde % 50'yi aşmış durumdadır.

Finansal kırılganlık, kur rejimi seçiminde önemli bir faktördür. Kırılgan bir finansal sistemde, dış şokların bankacılık krizi yaratma olasılığı sabit kur rejiminde daha fazladır.¹⁴⁵ Bu durumu şöyle ifade edilmektedir; kırılgan bir bankacılık sektörüne sahip bir ülkenin aynı zamanda borçlarının önemli bir bölümü yabancı para birimine bağlıysa, enflasyonu kontrol altında tutmak amacıyla döviz kurunu sabitlemek, son derece tehlikeli bir strateji olabilir.¹⁴⁶

Bunun yanısıra, Merkez Bankasının likidite sıkıntısı çeken bankalara kredi desteği sağlayarak ekonomide kredi genişlemesi yaratması, sabitlenmiş döviz kuruna olan güveni azaltabilir. Dolayısıyla, sabit kur rejimi, merkez bankasının borç veren son mercii fonksiyonunu önemli ölçüde kısıtlar. Bu durum, banka hücumlarına ve finansal paniğe dolayısıyla finansal istikrarsızlığa yol açar.¹⁴⁷

¹⁴³ FELDSTEIN, a.g.e., s.7.

¹⁴⁴ DOMAÇ ve PERIA, a.g.e., ss.5-6.

¹⁴⁵ GAVIN ve HAUSMANN, a.g.e., ss.3-10.

¹⁴⁶ MISHKIN, s.g.e., s.20.

¹⁴⁷ DOMAÇ ve PERIA a.g.e., ss.8-14, EIHENGREEN ve ROSE, a.g.e., ss.12-13.

1.5.5 Düzenleme ve Denetleme Sistemindeki Sorunlar

Finansal sistemdeki bu tür sorunlar, düzenleme ve denetlemenin yetersiz olduğu veya hükümetin kredi dağıtımı veya fiyatlamasına (faiz) doğrudan müdahale ettiği durumlarda ortaya çıkmaktadır.¹⁴⁸

Ekonomideki öncelikli sektörleri finanse etmek amacıyla kurulmuş olan kamu bankalarının sektördeki payı arttıkça, geri dönmeyen kredilerin ve faaliyet giderlerinin de arttığı görülmektedir. Bunun nedeni, rekabete karşı korunmaları ve görev zararlarının hazine tarafından karşılanmasına bağlı olarak, borçlunun kredi değerliliğinin yeteri kadar irdelenmemesinin yanısıra, fazla personel ve aşırı şube ağıyla çalışmasıdır.¹⁴⁹

Bankaların faaliyetlerini düzenleyen ve banka başarısızlıkları ile finansal kriz olasılığını ortadan kaldıran kurumsal düzenleme ve denetleme sisteminin zayıf olması ile banka performanslarının ters yönde işlediğini söylemek mümkündür.¹⁵⁰

Banka sahiplerine, yöneticilerine ve verimli olmayan grup şirketlerine banka kaynaklarının kullandırılması anlamına gelen ve siyasi amaç da taşıyabilen "bağlantılı kredilendirme", haksız rekabet yaratarak fonların dağılımını bozar. Ayrıca, varlık kalitesini düşürür, banka etkinliğini ve karlılığını olumsuz etkiler ve ahlaki tehlike problemine yol açarak banka kaynaklarındaki riski artırır. Buradaki temel sorun, kredi değerlendirmesinde eksiklikler sonucunda aşırı derecede kredi riski alınmasıdır, ilgili büyük borçlulardan bir kaçının iflası veya sektörlerden birindeki çöküş, banka sermayesinin tükenmesine neden olabilir.¹⁵¹

¹⁴⁸ IMF WEO may 1998, s.83.

¹⁴⁹ GOLDSTEIN ve TURNER, a.g.e., ss.18-19.

¹⁵⁰ GAVI ve HAUSMANN, a.g.e., s.2.

¹⁵¹ GOLDSTEIN ve TURNER, a.g.e., ss.18-20, EICHENGREEN ve ROSE, a.g.e., s.15, IMF WEO, May 1998, s.83.

1.6 EKONOMİK KRİZLERE KARŞI ALINABİLECEK ÖNLEMLER

Bütün dünyada gerçekleşen krizler sonucunda ülkeler daha tecrübeli olmaya başladı ve gelecekte olabilecek krizlere karşı araçlara sahip olmaya başladı. Bu aşamada yazdıklarıma dayanarak her ülkenin ekonomik krize dayanabilmesi için genel olarak makro ve mikro düzeyde alınacak başlıca önlemleri kısaca şu şekilde özetledim.

1.6.1 Makro Önlemler

- Krizler genel olarak makro ekonomik istikrarsızlığın genel bir sonucudurlar. Bu nedenle makro ekonomik istikrarın temin edilmesi önem taşımaları gerekir.
- Makro ekonomik istikrarın sağlanmasının temel koşullarından birisi siyasi istikrarın sağlanması olabilir.
- Makro ekonomide düzen, güven ve istikrarı temin edecek yapısal reformlar mutlaka gerçekleştirilmeli.
- Mali ve parasal disiplini sağlayacak ciddi anayasal-yasal-kurumsal düzenlemeler yapılmalıdır. Sürdürülebilir bütçe açıkları tanımlanmalı ve bu konuda hükümetleri bağlayıcı anayasal düzenlemeler gerçekleştirilmelidir. Bu konuda Maastricht Anlaşması'nda yer alan 'bütçe açıklarının GSYİH'ya oranının yüzde 3'ü geçmeyeceği benzeri bir kuralın anayasamızda yer almasını mali disiplin ve mali sorumluluk ahlakı için gerekli görüyorum.
- Kamu borçlanmasında mutlaka disiplin sağlanmalı ve Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde Maastricht Anlaşması gereği halen uygulanmakta olan 'kamu borçlarının GSYİH'ya oranının % 60'ı aşamayacağı' benzeri bir hüküm anayasada güvence altına alınabilir. Yüksek faiz politikalarının ve bunun sonucu olan rant ekonomisinden kurtulmanın temel reçetelerinden birisi kamu borçlanmasına disiplin getirmektir.
- Vergi sistemi; 'tarafsızlık', 'basitlik', 'adalet', 'genellik', 'istikrar', 'etkinlik' ilkeleri çerçevesinde radikal bir şekilde yeniden düzenlenmelidir.

- Esnek kur sistemi, döviz piyasasında ortaya çıkabilecek spekülasyonlara karşı bir tampon işlevi görmektedir. Esnek kur sisteminin bu işlevini sürdürülebilmesi için uzun dönemde faiz ile döviz kuru gelişmelerinin sağlıklı bir zemine oturtulması sağlanabilir.

1.6.2 Mikro Önlemler

Olası ekonomik krizlere karşı yukarıda saydığımız makro önlemler yanısıra mikro düzeyde, yani firmalar bazında alınması gereken önlemler de bulunmaktadır. Ortaya çıkabilecek krizlerin olumsuz sonuçlarından en az düzeyde etkilenmek için firmaların şu tedbirleri almaları gerekir:

- Çağdaş yönetim anlayışı olan toplam kalite yönetimi'nin organizasyonda ciddi olarak uygulanması için çaba sarfedilmelidir. Bu konuda etkin liderlik gereklidir ve özellikle üst yönetime önemli görev düşmektedir.
- Yeni yönetim tekniklerinin (stratejik yönetim, sinerjik yönetim, insan kaynaklarının yönetimi alanında yeni teknikler) organizasyonda etkin bir şekilde uygulanması gereklidir.
- 'Değişim mühendisliği' (re-engineering) tekniğinden yararlanarak organizasyonda yüksek kalite, düşük maliyet, hız, etkin hizmet amaçları doğrultusunda radikal değişimler yapılmalı ve yeniden yapılanma gerçekleştirilmelidir.¹⁵²

Böylece gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerin özellikleri, ortaya çıkışları, nedenleri, sınıflandırmaları açıklanarak finansal krizlere karşı alınabilecek makro ve mikro önlemler tezin birinci bölümü oluşturmuş oldu.

¹⁵² AKTAN, ŞEN, a.g.m., s.11.

İKİNCİ BÖLÜM

1929 ve 2008 KRİZLERİN ORTAYA ÇIKIŞI, ETKİLERİ VE SONUÇLARI

2.1 1929 BÜYÜK BUHRAN

Hacmi, etkili olduğu alan ve sureci itibariyle modern dünyanın en ağır ekonomik buhranı 1929 krizi diyebiliriz. Finansal piyasalarda ortaya çıkan bir panik, haftalar içinde reel sektöre yansımış, ekonomideki her kesimi on yılı aşkın bir süreyle etkileyen ekonomik çöküntüyü tetiklemiştir.

2.1.1 1929 Krizinden Önce Genel Durum

1920'lerde Amerika'nın ekonomisi çok iyi bir performans göstermekteydi. Amerikalılar, Birinci Dünya Savaşının acılarını geride bırakıp, yeniden yapılanmaya girişmişlerdi. Başdöndürücü bir teknoloji ve üretim patlaması yaşanmaktaydı. Otomotivden, enerjiye kadar akla gelebilecek her sektörden her gün yeni bir buluşun haberi gelmişti. Sanayiciler kazançlarını yeni fabrikalara, yeni makinalara, yeni işçilere yatırmış, ücretler ve tüketim artmış, borsa devamlı yükselmiş idi.¹⁵³

Yine tarihte ilk kez “yıllık izin” kavramı gündeme geldi.. Amerika ülkesinin tatil cennetlerine akmaya başlamasıyla bu defa turizm sektörü ihya olmuş, arsa fiyatları fırlamış, özellikle de Florida'da gayri menkûl spekülasyonu görülmedik boyutlara ulaşmıştı. Borsa iyi kazandırmış ve bu açıdan bakınca ekonomide hiç bir olumsuzluk gözükmemişti.¹⁵⁴

1923-29 yılları arasında, günde iki banka batmasına, borsadaki yükselişin anormal olduğunu, kağıt fiyatlarının aşırı yükseldiğini iddia edenler bulunmasına, kredili menkul kıymet alımlarının paniğe yol açmadan kısıtlanması gereğini dile

¹⁵³ Paul KRUGMAN, **The Transfer Problem, And Financila Crises**, MİT., Balance Sheet, 1999, s. 34.

¹⁵⁴ KRUGER M., OSAKWE P., PAGE J., **Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analisıs**, Bank of Canada Working Paper, No:98-10,s.24.

getirenler olmasına karşın, ne siyasetçiler ne de ekonomi bürokratları, mevcut durumun da etkisiyle, krizi öngörebilmişti.¹⁵⁵

1928 yılının başlarında Dow-Jones Endeksi 191, 1929 Eylül'ünde 382'di. 1928 Haziran'ında kredi ile alınan hisse senetlerinin değeri 5 milyon dolar, 1929 Eylül'ünde 850 milyon dolardı. Fiyat/kazanç oranı 10'dan 20'ye fırlayarak daha da yükselmesi beklenmekteydi.

Yıllık Ulusal İş Konferansının yapıldığı 5 Eylül Perşembe günü, Babson'un İstatistik Organizasyon'u adlı şirketin sahibi Roger W. Babson, "Borsanın çökmesi kaçınılmaz, ve sonuçları çok kötü olabilir " şeklinde bir açıklama yaptı. 1929 Krizini ve onu izleyen Büyük Çöküşü ilk tahmin eden finans uzmanı odur. Babson, "Fabrikalar kapanacak, insanlar işten atılacaktır, bir kısır döngü oluşacak ve ciddi bir çöküntüyle sonuçlanacak" dedi.¹⁵⁶

Sözleri bir şaşkınlığa sebep olmakla beraber, yeterince önemsenmedi. New York Borsası yetkilileri hemen bu önermeyi yalanlayan bir yazı yayınlayarak, ciddiye alınmaması gerektiğini, bunun bir tahmin olduğunu, insanların kağıtlarını ellerinden çıkarmalarının akıl karı olmadığını söylediler. Yetkili ağızlardan gelen bu güvence yatırımcıları rahatlatmıştı. Ama sonra insanlar önceleri yavaş yavaş, sonra daha hızlı satmaya başladılar.

21 Ekim 1929 Pazartesi günü sabahı, yabancı yatırımcıların, Hollandalıların ve Almanların, kağıtlarını ellerinden çıkarmalarıyla başlamıştı. İzleyen üç gün içinde Dow Jones Sanayi Ortalaması 382'den 299'a düştü. 24 Ekim 1929 Perşembe, Büyük Buhran'ın başlangıcı oldu. İnsanlar ellerindeki menkul kıymetleri satmaya çalıştıkça fiyatlar düştü, New York Borsası gününün sonunda (yetmiş yıl öncesinin rakamlarıyla) 4 milyar dolar kaybetti. Olup bitenin ciddiyeti ancak Pazartesi sabahı anlaşılabilirdi, 29 Ekim Pazartesi sabahı borsa açıldıktan birkaç saat sonra, fiyatlar bir

¹⁵⁵ John KENNETH G. "The Great Crash 1929" (Büyük Kriz 1929), İstanbul, 2009, s. 45.

¹⁵⁶ SACHS, J., TORNELL A., and VELASCO A., **Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995**. Brookings Papers on Economic Activity, No. 1., 1996, s.123.

yıl öncesinin katını sıfırlayacak kadar düştü, Dow Jones Sanayi Ortalaması 230'a indi.

New York Borsasının çöküşü insanları paniğe sürükledi. Binlerce insan, büyük spekülörler değil, küçük tasarruf sahipleri, sıradan insanlar, tasarruflarını yitirdiler. Daha da kötüsü, topladıkları mevduatla borsa oynayan bankalar da ardarda batmaya başladılar. 4000 banka, mudiler paralarını kurtarmaya çalışırken battı. Oysa daha iki ay önce insanlar tasarruflarıyla (hatta kredi kullanarak) menkul kıymet alıyorlardı.¹⁵⁷

Bugün buradan baktığımızda, bankaların, topladıkları mevduatlarla borsada spekülasyona kalkışmış olmalarını anlamak imkansızdır. Ama o yıllarda ABD'de bankacılık yasaları geliştirilmemişti. Bir bankanın kaç dolar sermaye ile açılacağı ya da rezervlerinin ne kadarını kredi olarak verebileceğini belirleyen yasalar yoktu. Günümüzün kıstaslarına göre değerlendirdiğimizde çoğu bankanın daha kuruldukları gün müflis olduklarını görülebilmektedir. Bankalar, aracı kurumlar, fabrikalar, ticarethaneler, derken batış bir girdapa dönüşmüş, o yılın sonunda Amerikan ekonomisi 30 milyar dolar kaybetmiştir.¹⁵⁸

2.1.2 1929 Krizin Süreci ve Etkileri

Borsanın çöküşü insanları derin bir güvensizliğe sürüklemiştir. Kimi hükümeti, kimi Amerika Merkez Bankacılık sisitemini, kimi de kredili satışları krizden sorumlu tutmuştur.

Yıllar sonra yapılan araştırmalara göre, yolsuzluk ve yasa dışı işler, kredili satışlar olayın nedenini açıklayacak boyutlarda değildi. Buna karşın, yatırımcıları

¹⁵⁷ Steven RADALET, Jeffiy SACHS, **The East-Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects**. Brooking Papers on Economic Activity, Nisan 1998, s. 76.

¹⁵⁸ Graciela KAMINSKY, Carmen REINHART, **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems**. International Finance Discussion Paper No.544, Board of Governors of the Federal Reserve System, Mayıs 1996, s.34.

sahtekarlıktan koruyacak yasaların olmadığı da bir olgudur.¹⁵⁹ Örneğin, şirketlerin mali tablolarının güvenilirliğini sağlayan yasalar olmadığı için, yatırımcı hisse senedini aldığı şirketin iddia ettiği kadar sağlam olup olmadığını bilememiştir. Kısaca SEC (Security Exchange Commission) diye bilinen Menkul Kıymetler Alımsatım Komisyonu, Kriz'den sonra kurulmuştur. Ticari bankaları, yatırım bankalarından ayıran yasa da Kriz'den sonra yapılmıştır.

1929 Krizi, kriz yaşanan her ülkede olduğu gibi, Amerikan halkını yaralamış, geleceğe dair güvensizliğe sürüklemişti. İşten atılmalar, kapanan işletmeler, kilitlenen mali sektör nedeniyle kısa süre içinde Amerika'nın çehresi tamamen değişmişti.

Büyük Buhran'ın nedenleri hakkında, yüzbinlerce tez, tebliğ, kitap yazılmıştır. Dönemin psikolojisi, sosyolojisi, ekonomisi, hukuk sistemi araştırılmış, çöküntünün nedenleri, alınabilmesi mümkün iken alınamayan önlemler tartışılmıştır. Bu çalışmaların üzerinde birleştiği belirli ortak noktalar şöyle belirlenebilir:¹⁶⁰

- Gelir dağılımı dengesizliği,
- Şirketlerin mali durumları,
- Bankaların yapılanmalarındaki bozukluk,
- Dış ödemeler dengesindeki bozukluk,
- Ekonomi yönetiminde tecrübesizlik,
- Parada altın standardında ısrar.

Ulusal geliri bir piramit gibi düşünürsek, en yukardaki %1, en aşağıdaki %1'in kazandığının tam 650 katı para kazanmaktadır. Bu, ülke servetinin az sayıda kişinin elinde toplanması anlamına gelmektedir. Bu durumun ülke ekonomisi açısından anlamı, iktisadi faaliyetin az sayıdaki zenginlerin lüks tüketimi ve yatırımları üzerine kurulmuş, her an değişebilir olmasıdır. Lüks tüketim ve geleceğe

¹⁵⁹ FRANKEL, J, ROSE, A., **Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators**. NBER Working Paper, 5437, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Ocak 1996, s.101.

¹⁶⁰ Andrew ÇAPLIN, John LEAHY, **Business as Usual, Market Crashes and Wisdom after the Fact**. *American Economic Review*, 1995, s.97.

dönük yatırım, insanın gıda gibi, barınak gibi olmazsa olmaz yaşam unsurları değildir. En ufak bir provokasyonda lüks harcamalardan da yatırımlardan da kolayca vazgeçilir. Nitekim, New York Borsası çökünce sadece lüks tüketim değil, yatırımlar harcamaları ve bunların üzerine bina edilen ulusal ekonomi durmuştur.

Amerika'nın en zenginleriyle en yoksulları arasında 650 kat gibi bir fark olduğu gibi, Amerikan şirketlerinin mali güçleri arasında da büyük farklılıklar vardır. 1870'li yıllardan itibaren holdingler ve karteller halinde birleşen küçük şirketler, Birinci Dünya Savaşı sırasında tekeller oluşturmuşlardır. 1929'a gelindiğinde Amerikan ekonomisinin %50'sini 200 holding kontrol etmektedir. Bunun anlamı, tek birinin iflâsı halinde koca bir ekonominin sarsılmasıdır.¹⁶¹

Bankalar kötü yapılanmışlardır. 1920'li yıllarda Amerika'da günde 4-5 banka açılmaktadır. Bunların sermaye esaslarını, rezerv ve kredi oranlarını belirleyen yasalar ise henüz bulunmamaktadır. 1923-1929 arasın günde iki bankanın batıyor olmasının endişeye neden olmamasının başlıca nedeni ekonominin iyi gitmesidir. İşlerin bozulmasıyla, banka iflaslarının sıradan olaylar olarak görülmemesi gereği ortaya çıkmıştır.

Herbert Hoover başkanlığındaki Amerikan hükümeti, borçlarını altın olarak tahsil etmek istiyordu. Ancak, hem dünya altın stoğu yetersizdi, hem de bu yetersiz altın stoğunu kontrol eden Amerikan'ın kendisiydi. Hükümet, yabancı malların Amerikan piyasasını işgal edecekleri endişesiyle, Avrupa devletlerinin borçlarını mal ya da hizmet olarak ödemelerini de kabul etmemiş, Amerikan sanayisini gümrük duvarları ile koruma yolunu seçtirmişti. Bunun sonucu olarak da dış ticareti daraldı. Böylece, uluslararası ticaret hacmi düştü, yaşanan kriz daha da derinleşti.¹⁶²

1920'li yıllarda Amerikan politikacılarının ve ekonomistlerinin büyük çoğunluğu, "Laissez-faire" politikasını benimsemişlerdi. 1929 Krizi, ekonominin kendi yolunu bulmasını beklemenin toplumsal maliyetinin kaldırılmayacak kadar

¹⁶¹ Ralph BRYANT C., **International Financial Intermediation**, The Brooking Institution. Washington D.C., 1987, s.103.

¹⁶² Allan DRAZEN, **Political Contagion in Currency Crises**. University of Maryland, 1997, s.75.

büyük olabileceği sonucunu ortaya koymuştur. Başkan Hoover, müdahale etmesi gerektiğine karar verdiğinde hem çok gecikmişti, hem de nereye nasıl müdahale edeceği konusunda tecrübe eksikliği vardı.¹⁶³

Başkan Hoover, ekonomiyi ayağa kaldırmanın yolunun devlet bütçesinin dengelenmesinden geçtiğine karar vererek devlet harcamalarını kısmış, vergileri arttırmıştı. Bunun sonucu olarak da işsizlik yükselmiş, insanların satın alma gücü azalmış, fiyatlar düşmeye başlamıştı.

Amerika hükümetinin ekonomi yönetimindeki tecrübesizliğin bir diğer göstergesi, altın standardında kalma ısrarıdır. Hükümet, altına bağlı olmayan parayı basmayı, paranın değerini düşürmeyi reddetmiştir. Piyasada para olmayınca ekonomik faaliyet mümkün olmamış, sıkı para politikası ve izleyen faiz reel sektörün daha da küçülmesine sebep olmuştur.¹⁶⁴

2.1.3 Krizden Çıkış Programı

Hoover'dan sonra başa gelen Franklin D. Roosevelt, ilk 100 günde ekonomiyi canlandıracak, istihdamı arttıracak bir dizi programı uygulamaya koymuştu. Bu program paketine "kartları yeniden dağıtmak" anlamında "NewDeal" denilmektedir. Roosevelt iktidarı, birincisi, işsizlik sorununun acil çözümüne ilişkin önlemlerin uygulamaya konulduğu 1933-1935 yılları, ikincisi yapısal reformların yapıldığı 1935-1937 yılları olmak üzere, iki etapta değerlendirmektedir. Bunların ilkinde, ilk 100 gün, ikincisine de ikinci 100 gün denilmektedir.¹⁶⁵

İlk 100 günün, ilk icraatı, Hükümete bankaları denetleme hakkı tanıyan Acil Bankacılık Yasası'nın çıkarılması olmuştu. Yasayı "ulusal banka bayramı"nın ilanı izlemişti. On gün süren bu sözde bayramda, ülkedeki tüm bankalar tatile çıkmış, federal hesap uzmanları kapalı bankaların hesaplarını teker teker incelemişler ve

¹⁶³ BRYANT, a.g.e., s.120.

¹⁶⁴ MISHKIN, F.S. **The Causes an Propagation of Financial Instability**: Lessons for Policymakers. Maintaining Financial Stability in a Glolbal Economy, Syposium Proceeding, Federal Reserve bank of Kannas City, Agustos 1997, ss. 28-30.

¹⁶⁵ KAMINSKY, LIZONDO, REINHART, a.g.m., s. 15.

bayram sona erdiğinde, bankaların üçte biri açılmamıştı. Böylece bankacılık sisteminde yeni bir yapı oluşturulmuş, bu yapının kurallarına uymayan bankalar sistemden çıkarılmıştı.

Aynı günlerde kurulan Mevduat Sigorta Şirketi, 5000 dolara kadar mevduatı devlet güvencesi altına almıştı. Böylece bankalara duyulan güvensizliğin ortadan kalkması sağlandı. Daha sonra 1933 ve 1934 yıllarında çıkarılan iki yasa ile borsaya ayrıntılı kurallar getirilmiş, Federal Menkul Kıymetler Yasası ve Menkul Alımsatım Komisyonu, satışa sunulan hisse senetlerine ilişkin tüm bilgilerin açıklanması gerekliliğini getirmişti. Borsa düzenlemelere bağlanırken, kredi ile hisse senedi alımına kısıtlamalar getirilmişti.¹⁶⁶

New Deal'in aldığı önlemlerin biri de Ulusal Sanayii Kurtarma Yasası'dır. Kısaca NIRA diye bilinen bu yasa iki proje içermektedir. Birincisi, bir altyapı inşaatı girişimi, ikincisi Amerikan iş hayatına kurallar getiren, haksız rekabeti önleyen karmaşık bir program. Programı Ulusal Kurtarma İdaresi yürürlüğe koymuştur. Her bir sektör için rekabeti mümkün kılacak kurallar getirilmiştir.¹⁶⁷

Eski başkan Hoover'in sıkı para politikasına karşın, Roosevelt'in danışmanları devlet harcamalarının artırılmasından yana olmuşlardı. Böylece talebin artacağını, ekonominin canlanacağını hesaplamaktadırlar. 1935'ten itibaren, 5 milyar dolar gibi bir para ortaya konularak, bununla iş yaratmaya yönelik programlar düzenlenmişti (Works Progress Administration, WPA).¹⁶⁸

1937'de ekonomi bir kez daha sarsılmış ve Amerika İkinci Dünya Savaşı'na girinceye kadar da toparlanamamıştı. Ekonominin çökme nedeni olarak, eski bir anlayış, bütçenin her koşulda denk olması gerektiği inancı gösterilmiştir. Denk bütçe isteyen Roosevelt, kendi New Deal programlarını yarı yarıya kısmış, işsizliğin 1,5 milyon artmasıyla sonuçlanan yeni bir durgunluk dönemini başlatmıştı. Tarıma

¹⁶⁶ GALBRAITH, a.g.e., s.123-132.

¹⁶⁷ BRYANT, a.g.e., s.140.

¹⁶⁸ BLEEKE, J., BRYAN, A., LOWELL, L., **The Globalization of Financial Markets. The McKinsey Quarterly**, 1998, s. 243.

ödenen destek de kesilince, ürün fiyatları yeniden düşerek, 4 milyon Amerikalıların daha işsiz kalması sonucunun doğurdu.¹⁶⁹

Büyük buhran'ın ekonomi tarihinin en önemli hadislerinden olmasının bir nedeni de Amerika'da başlamış olmasına rağmen, kısa sürede Avrupa'ya atlamış olmasıdır. Birinci Dünya Savaşından bitkin çıkan Avrupa ülkelerinin Amerika'ya olan borçları, ekonomilerini zorlamıştı. Amerikan ekonomisinin krize girerek Avrupa'ya açtığı kredilerini durdurması Avrupa için durumu daha da ağırlaştırmıştı.

Almanya ve İngiltere Büyük Buhran'dan en çok etkilenen iki Avrupa devleti olmuştu. Almanya'da işsizlik 1929 yılının sonunda itibaren artarak 1932'de altı milyonu bulmuştu. Bu rakam toplam işgücünün %25'dir. İngiltere de, İkinci Dünya Savaşı kadar kendisini toparlayamamıştı. Avrupa baştan aşağı harap duruma düşmüştü. Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği servetinin %20'sini, Almanya %30'unu kaybettiği açıklanmıştı.¹⁷⁰

Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu, böylesine ağır şartlar altında kurulmuşlardı. Avrupanın yeniden yapılanması için büyük yardıma ihtiyaç vardı. Dünya Bankası 25 Haziran 1946'da, sekiz milyar dolar sermaye ile faaliyete işe başlamıştı. Uluslararası Para Fonu gibi bir teşkilâtın şart olduğu daha 1930'lu yıllarda, altın satındardından vazgeçilmesi ile belli olmuştur.¹⁷¹

2.1.4 1929 Krizin Finansal Boyutu

Krizle birlikte Uluslar arası para piyasaları da çökmüştür. 1815-1914 arası, Altın Standardının klasik dönemi olarak adlandırılmaktadır. Birinci Dünya Savaşından önce ülkelerin para birimlerinin birbirine göre değerleri, kimin parasının ne ağırlıkta altının karşılığı olduğu ile ölçülmektedir. Tüm ülkeler aynı ağırlık ölçüsünü kullandığı için döviz kuru karmaşası söz konusu değildir. Hükümetlerin

¹⁶⁹ KAMINSKY, LIZONDO, REINHART, a.g.m., s.19.

¹⁷⁰ EDWARDS, S. ve MONTIEL, P., **Devaluation Crises and the Misroeconomic Consequences of Postponed Adjustment in Developing Countries**. IMF Staff Paper, Vol. 36, 875-9003, 1989, s.97.

¹⁷¹ Allan DRAZEN, **Political Contagion in Currency Crises**. University of Maryland, 1997, s. 65.

para değerine müdahale etmeleri, para birimlerinin temsil ettiği altın miktarıyla oynamaları anlamına gelecektir.

Üretim ve tüketim, kağıdın üzerinde yazılı rakamlara göre değil, para biriminin temsil ettiği altın miktarına göre fiyatlandırılmaktaydı. Ancak, altın kolay taşınabilir bir şey olmadığı için, kağıt para çıkmıştı. Bir kağıt dolar bir ons altının yirmide birini simgelediği, o miktarda altınla her an değiştirilebildiği sürece insanın cebinde altın sikke olmasıyla, kağıt para olması arasında fark bulunmamaktaydı. Hatta daha hafif olduğundan, hükümetler sözlerine sadık kaldıkları, hazinelerinde altın karşılığı olmayan para basmadıkları sürece, kağıt para tercih edilebilirdi (İngiliz hükümetlerinin, hazinelerinde altın karşılığı olmayan para basmamaları bilinmektedir).¹⁷²

Birinci Dünya Savaşı, Altın Standardını sona erdirmiştir. Çünkü savaşın maliyeti çok yüksek olmuş, Avrupalıların altın stokları silahlanma harcamalarını karşılamaya yetmemişti. Amerika, 1850'lerde kendi topraklarında altın bulmuş, büyük bir altın stoğu yapmıştı.¹⁷³

Almanya, Birinci Dünya Savaşındaki yenilgisi, ardından imzalamak zorunda kaldığı Versailles Antlaşması ve çok ağır savaş tazminatları nedeniyle, 1922'den itibaren ağır bir ekonomik krize sürüklenmiştir. Fiyatların saat başı arttığı eşî görülmemiş bir enflasyon yaşanmıştır. Sonuçta, yeni bir paraya geçilmiştir. Rentenmark'ın (irad-parası şeklinde çevirilebilir) karşılığı ülkedeki tüm mülklerin ve sanayi kaynaklarının üzerine konulan ipotektir.

Enflasyon İngiltere ve Fransa'yı sarsmış ve artık altın Standard'ından vazgeçilerek, onun yerine "Altın Kambiyo Standardı" denilen uygulamaya geçilmiştir. (1922 Cenova Konferansı).¹⁷⁴

¹⁷² GALBRAITH, a.g.e., s.111.

¹⁷³ BRYANT, a.g.e., s.130.

¹⁷⁴ EICHENGREEN, B, ROSE, K. A., WYPLOSZ, C., **Contagious Currency Crises. National Bureau of Economic Research**, Working Paper, 5681, Temmuz 1997, s.78.

“Altın Kambiyo Standardı”nın bir adı da “Sözde Altın Standardı”dır. Bu yeni düzenleme, altın sikkeyi tedavülen kaldırmıştır. Artık avrupa devletlerinin vatandaşları eskiden olduğu gibi bankalara gidip ceplerindeki kağıt paraları altın sikkelerle değiştiremeyeceklerdir. Altın, sadece uluslararası ödemelerde kullanılacaktır. Ulusal para birimleri, sterlin, frank, yine bir ons altının çeşitli oranlarının karşılığı olarak ifade edilecektir, ama yeni uygulamayla birlikte "altın" para birimlerinin dayandığı tek değer olmaktan çıkmaktadır. Dolar, "altın"a dayanan tek para birimi olarak kalmaktadır. İngilizler, Sterlini hem altın hem de dolara dayandırdıktan bir sistem geliştirmişlerdir. Diğer Avrupa ülkeleri ise paralarının teminatı olarak sterlini göstereceklerdir. Böylece, doların altına, sterlinin dolar ve altına, diğer tüm para birimlerinin de sterline dayandığı bir sistem oluşturulmuştur. Bu durum 1931 yılına kadar devam etmiştir.¹⁷⁵

1931'de Fransa'nın ihracatının 52 milyar franktan 20 milyar franka düşüp, fabrikaların kapanma noktasına gelmesiyle, ülkenin içine düştüğü durumdan ürken Fransız Hükümeti, elindeki Sterlin stokunu altına çevirmeye karar verdi. Ancak İngiltere'nin Fransa'nın talebini karşılayacak altını yoktu. Bu nedenle de altın kambiyo standardı tamamen terk edildi.¹⁷⁶

1931-1945 yılları tarihte mali kaos yılları olarak geçmiştir. Altın standardından çıkan ülkeler, paralarının karşılığında altın verme taahhüdünden kurtulmuşlardır. Bu yıllarda dünya ticareti %63 azalmış, fiyatlar %48 düşmüştür. Uluslararası ticaret ve yatırım neredeyse tamamen durmuştur. Ülkeler, kendi aralarında takas antlaşmaları yaparak birbirlerine mal satmaya çalışmışlardır.

1944 Haziran'ında ABD'nin New Hampshire Eyaletinin Bretton Woods isimli kasabasında 44 ülkeden delegelerin katıldığı bir toplantı düzenlenir. Savaş sürdüğü bir ortamda, uzun müzakereler sonucu yeni uluslararası para sistemi ve onu

¹⁷⁵ GALBRAITH, a.g.e., s.120.

¹⁷⁶ KRUGER M., OSAKWE P., PAGE J., **Fundamentals, Contagion and Curreny Crises: An Empirical Analisis**. Bank Of Canada Working Paper, No:98-10, 1998, s.15.

kollayacak uluslararası örgüt, yani Uluslararası Para Fonu (IMF) kurulması kabul edilmiştir.¹⁷⁷

Antlaşmayı 1946 Mart'ında Doğu Avrupa ülkeleri ve eski Sovyetler Birliği cumhuriyetleri dahil 29 ülke imzalamıştır (bugün itibariyle IMF'nin üye sayısı 182'dir). IMF antlaşması imzalandıktan üç ay kadar sonra ilk İcra Direktör seçilerek Fon'un Washington'daki merkezinde çalışmaya başlamıştır.¹⁷⁸

IMF Kuruluş Sözleşmesinin birinci bölümünde, örgütün amaçlarını altı maddede özetlenir:

- Danışma ve birlikte çalışma ortamı sağlayacak devamlı bir kurum aracılığı ile parasal konularda uluslararası işbirliğini ilerletmek,
- Uluslararası ticaretin yayılmasını ve dengeli büyümesini kolaylaştırmak ve bu amaçla tüm ortakların ekonomik politikalarının temel hedefleri olan istihdam, reel gelir ve üretim kaynaklarının yaratılmasına, geliştirilmesine ve idame ettirilmesine katkıda bulunmak,
- Para alım satımında istikrarı sağlamak, üyeler arasında düzenli alım satım usulleri geliştirmek, rekabete dönük karşılıklı devalusyonları önlemek,
- Çok-terafli ödemeler sisteminin kurulmasına ve dünya ticaretini engelleyen döviz kısıtlamalarının bertaraf edilmesine yardımcı olmak,
- Fon kaynaklarını üyelere geçici süreyle ve yeterli garantiler altında tahsis etmek suretiyle üyelerin güvenlerini arttırmak ve dış ödemeler dengelerindeki aksaklıklarını ulusal ya da uluslararası refaha zarar vermeden düzeltmelerine fırsat tanımak,
- Bu suretle üyelerin uluslararası dış ödemeler dengesizliklerinin süresini ve etkisini azaltmak.¹⁷⁹

¹⁷⁷ MORENO R, **Makroeconomic Behavior During Perids of Speculative Pressure or Realignment: Evidence from Pacific Basin Countries**. Economic Review, Federal Reseve Bank of San Francisco, No.3, 1999, ss.13-16.

¹⁷⁸ Andrew LEYSHON, **The Urban and Regional Conseauenses ofthe Restructuring of JWorld Financial Markets: The Case of ihe City of London**, Working Papers on Producer Services, No.4, University of Bristol, Bristol and University of Liverpool, Liverpool, Temmüz 1987,s.45.

¹⁷⁹ BRYANT, a.g.e., s.127.

IMF'nin yeni sistemi esas itibariyle Altın Kambiyo Standar'dıdır, sadece sterlinin yerini bu defa IMF'nin mimarı Amerika Birleşik Devletlerinin para birimi, dolar, almaktadır. Dolar bundan böyle dünyanın temel para birimi olacaktır.

IMF'nin kurulmasından beş yıl sonra, 1950'li yılların başında, yeniden sıkıntılar yaşanmaya başlanmıştı. Amerika, istenilen her durumda, dolar ibraz eden yabancı ülkelerin taleplerini yerine getirmektedir. Bu nedenle, ülkeden altın çıkışı başlamıştı. Ayrıca ülkelerin büyük çoğunluğu paralarına savaş öncesinin değerlerini biçmişlerdir. İngiltere, hala bir sterlinin 4.85 Amerikan dolarına eşit olduğu iddiasındaydı.¹⁸⁰

Sonunda, Avrupa ülkeleri, Batı Almanya, İsviçre, Fransa ve İtalya, sıkı-para politikasına dönmeye karar verdiler. İngiltere, sterlinin 4.85 dolar olduğu iddiasını bırakıp, değerini yan yarıya, 2.40 dolara kadar düşürdü. Gerçekçi para politikasına geri dönüş, buna ilaveten Avrupa ve Japonya ekonomilerinin yeniden üretir duruma gelmeleri, giderek Amerika dış ödemeler dengesinin açık vermesi sonucunu getirmişti. Amerika, ihraç ettiğinden çok ithal eden bir ülke konumuna geldi. 1960'lı yıllarda Amerika'da enflasyon gözardı edilemeyecek boyutlara ulaşmış, doları kendi paralarına temel alan ülkeler tedirgin olmayla başlamışlardı. Değeri düşük dolar, istenmeyen para olmuştu. IMF'nin doları dünya ekonomisinin temel para birimi olarak kabul eden sisteminden hoşnutsuzlukların başlaması, ilk bu dönemde başlamıştır.¹⁸¹

Avrupa devletleri, ellerindeki dolarları altına tahvil etme haklarını kullanmaya başlamışlar, Amerikan'ın bitmez tükenmez gibi duran altın stoğu erimeye başlamıştı. 1970'li yılların başında Avrupanın altına çevirdiği dolarlar (eurodolar) 80 milyar bulmuştu. Amerika, 35 dolar karşılığında bir ons altın vermeyi sürdüremeyince, bu defa Avrupa'lılar, serbest altın pazarına dönüp, ellerindeki dolarlarla oradan altın satın almaya başladılar. Doların değerini düşürmek istemeyen

¹⁸⁰ FRANKEL J., ROSE A., a.g.e., s.125.

¹⁸¹ Michael BORDO, **Financial Crises. The International Library of Macroeconomic and Financial History**, 1992, s.231.

Amerikan hükümeti, Londra ve Zürih altın piyasasını el altından doyurmak zorunda kaldı.¹⁸²

Amerikalıların bu duruma buldukları çare, doların serbest altın piyasasındaki değeri ile hükümetler ve merkez bankaları nezdindeki değerini birbirinden ayırmak olmuştur. Doların serbest altın piyasasındaki fiyatı ne olursa olsun, IMF üyeleri dolar değerinin bir ons altının 35'de biri olduğunu kabul edecek, kendi aralarındaki işlemleri bu değer üzerinden sürdürecektir. Hiçbir merkez bankası, serbest altın piyasasında dolar bozduramayacak, serbest altın piyasasından altın satın alamayacaktı. Böylece altın piyasası, dünya para sisteminden tamamen tecrit edilmiştir. Altın, herhangi bir başka meta gibi, arz ve talep durumlarına göre kendi fiyatını bulacaktı. Devletlerin elindeki altın stokuna gelince, o külçeler de bir merkez bankasından diğerinin kasasına taşınıp duracaktı.¹⁸³

Kağıt para taraftarları, Keynes ve Friedman'ın görüşlerini benimseyen iktisatçılar, altının dünya para sisteminden geri dönmek üzere çıkacağı inancıdaydılar. Hatta, onlar altının değerini doların tayin ettiğini düşünmekteydiler. Dolar desteği çekildiğinde bir ons altının değerinin düşeceğini iddia etmekteydiler.

Tersine, altının fiyatı artmış, 1973'de bir ons altın 125 dolara fırlamıştır. Amerika'da enflasyonun devam ediyor, Eurodolarların birikiyor olması, dolara duyulan güvenin kaybolmaya yüz tuttuğunu göstermişti. Başkan Richard Nixon'ın fiyatları dondurması, Bretton Woods sisteminin kesin sonu oldu.

Böylece IMF öncesine dönülmüştü. O yıllarda Amerikan dolarının arkasında altın varken, bu defa o da yoktur. Öte yandan ekonomik savaş, rakip para birimleri, devalüasyonlar, uluslararası ticaret ve yatırımın durması, 1929-39 Büyük Buhran'ın tekrarı olmuştu.¹⁸⁴

¹⁸² GALBRAITH, a.g.e., s.87.

¹⁸³ Linda GOLDBERG, **Predicting Exchange Rate Crises: Mexico Revisited**. Journal of International Economics, 1993, s.25.

¹⁸⁴ KAMINSKY, REINHART, a.g.e., s.121.

Bir görüşe göre, Güney Asya krizi Amerikan dolarını baş aşağı getirecek oluşumun ilk perdesi olmuştur. 1995'de Meksika'da başlayan, 1997'de Güney Asya'yı, 1998'de Rusya ve Brezilya'yı vuran krizlerin nedeni de global para sistemindeki bozukluktur. Uluslararası para piyasalarındaki bu hareketlilik ve bilinmezlik siyasi istikrarsızlığın baş nedenidir. (Bu nedenle, kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinden vergi alınması bile önerilmektedir: Tobin Vergisi) Bu noktada yapılacak iş, bir dünya-parası çıkarmaktır, denmektedir. Bu paranın, değeri Dünya Rezerv Bankası ismiyle kurulacak yeni bir örgüt tarafından belirlenecektir. "Dünya-parası"na önerilen birkaç isim de vardır. Keynes'in dünya-parasına taktığı isim "Bankor," İkinci dünya Savaşı sırasında Amerikan Hazine Bakanı olan Harry Dexter White'in taktığı isim "Unita." Economist dergisinin taktığı isim "Phoenix"dir.¹⁸⁵

2.2 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ

1929 krizinden sonra dünya tarihinin yaşadığı ikinci en büyük kriz olan 2008 krizinden önce de tıpkı 1929 krizi öncesi gibi bir ortam hâkimdi. 1990'lı yıllara damgasını vuran liberalizasyon politikaları tüm dünyayı sarmıştı. “Büyük Amerikan Rüyası” gerçekleşmiş ve ABD halkı hiç olmadığı kadar harcamaya başlamıştı. Bu durum hükümet kanadından da destek buluyordu. 2001 yılında G.W. Bush'un vergi oranlarında indirim gitmesi bunun bir göstergesi sayılabilirdi. Buna ek olarak FED'de faiz oranlarını oldukça düşük tutuyordu. Bu durum ABD vatandaşlarının harcamalarını arttırmalarına neden olmuştur. Tasarruf oranları düşmüş neredeyse sifıra yaklaşmıştı.¹⁸⁶

ABD de konut kredilerindeki özensizlik ve şişkinlik ile başlayan finansal problemler derinleşerek devam etmektedir. Konut kredilerinde ikincil piyasanın gelişmesi için oluşturulan Freddie Mac ve Fannie Mae'nin devlet kontrolüne geçmesinin ardından büyük yatırım bankası Lehman Brothers ABD İflas Yasasının

¹⁸⁵ AKERLOF G. A., ROMER, P. M. **Looting: The Economic Underworld of Bunkruptcy for Profit**, Brooking Papers on Economic Activity,2, 1-60, No. 969, 1994, s.97.

¹⁸⁶ EKİNCİ, A., “İktisadi Dalgalanmaların Kavramsal ve Teorik Analizi”, KTÜ SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006, s.45.

11'inci maddesi kapsamında iflas başvurusunda bulunmuş, Merrill Lynch çok düşük bir bedelle Bank of Amerika'ya satılmış ve dev sigorta şirketi AIG operasyonlarını devam ettirebilmek için FED'den (ABD Merkez Bankası) önemli tutarda kredi kullanmak durumunda kalmıştır. Krizin İngiltere, Avrupa ve gelişmekte olan ülkelerde de hissedilmesi ve küresel bir boyut kazanmasının ardından yaklaşık 700 milyar dolarlık kurtarma paketi (Bailout Bill) ABD meclisinden geçerek onaylanmıştır. Bu finansal kriz bazı açılardan eskilerine benzemekte bazı açılardan ise yenilikler taşımaktadır. Örneğin krize müdahale biçimi yeni değildir.¹⁸⁷ 1929 Buhranı sonrası uygulanan Keynesyen politikalarla tutunda 1998'de ki kurtarma operasyonlarına kadar devletin ekonomideki gölgesi her zaman hissedilmiştir. Örneğin, Eylül 1998'de New York FED (ABD Merkez Bankası New York Birimi) ülkenin en büyük fonlarından olan LTCM'yi kurtarmak için on dört büyük ticari banka ve menkul kıymet şirketinin katıldığı bir girişim başlatmıştı. Bunlar toplam 3.6 milyar Dolar sermaye sağlayarak LTCM'nin yüzde 90'ına sahip olmuşlardı. Ancak son yaşanan mortgage krizi sonucunda ABD hükümetinin seri faiz indirimleri, banka birleştirme operasyonları ve en son mortgage kurumlarına el konulması “müdahaleci bir piyasa”nın neredeyse “normal” haline geldiğini göstermektedir. Bu gelişmeler ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerin mali sistemini yeniden yapılandırılmasına, gelişmekte olan dünyanın sermaye hareketleri ile ilgili politikalarını yeniden gözden geçirmelerine ve dünya finans sisteminin başka bir mantalite ve başka gerçeklerle yeniden dizayn edilmesine yol açacaktır.¹⁸⁸

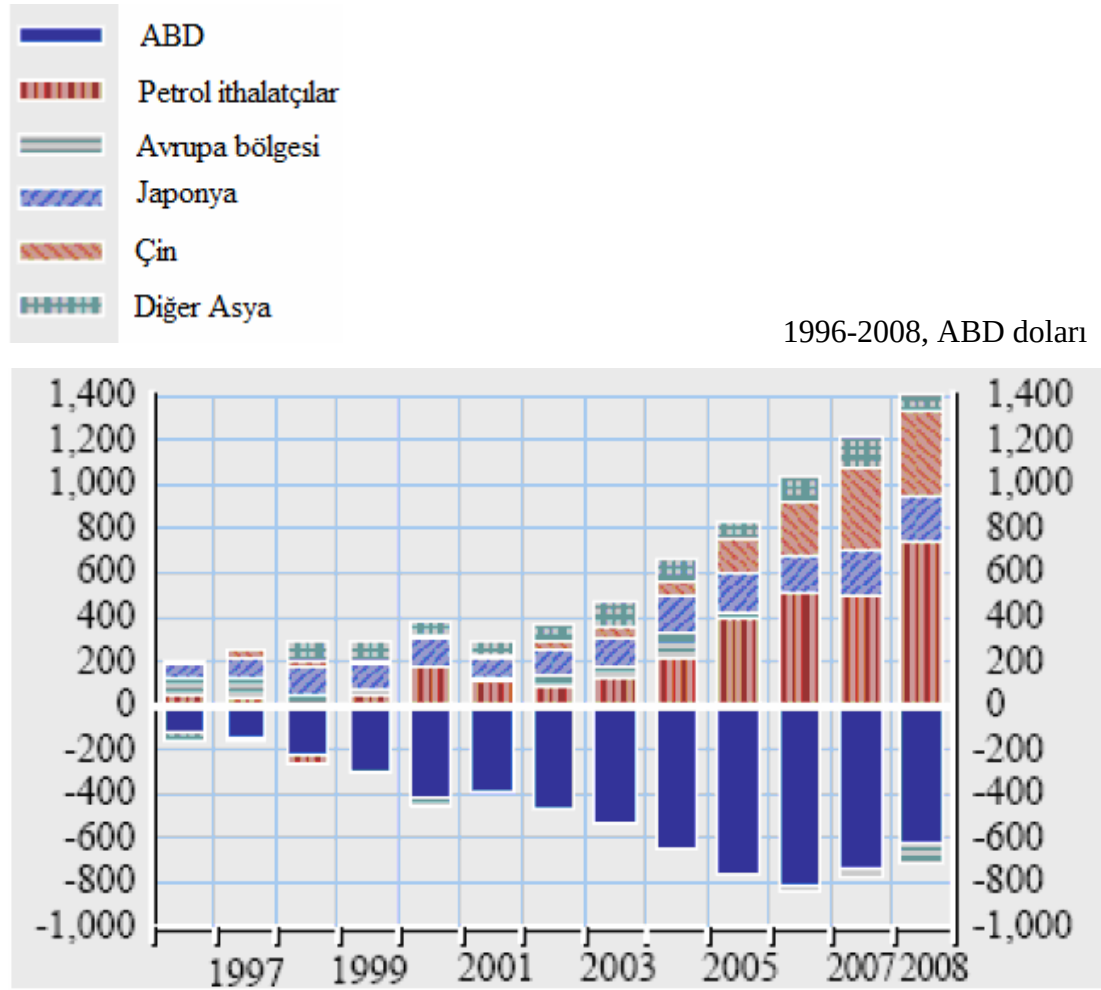
2.2.1 Kriz Öncesi Dönemde Dünya Ekonomisinin Profili

Agustos 2007 öncesi dünya ekonomisinin en göze çarpan öğelerinden biri cari açıklar ve fazlalar konusundaki dengesizlikler olmuştur. Şekil 3, 1996-2008 yılları arasında küresel cari açık ve fazlaları göstermektedir.

¹⁸⁷ John Maynard KEYNES, **The General Theory of Employment Interest and Money**, Macmillan, Cambridge University Press, for Royal Economic Society, electronic edition: <http://homepage.newschool.edu/het/texts/keynes/gtnote.htm>, (7.12.2009).

¹⁸⁸ EKİNCİ, a.g.t., s. 67.

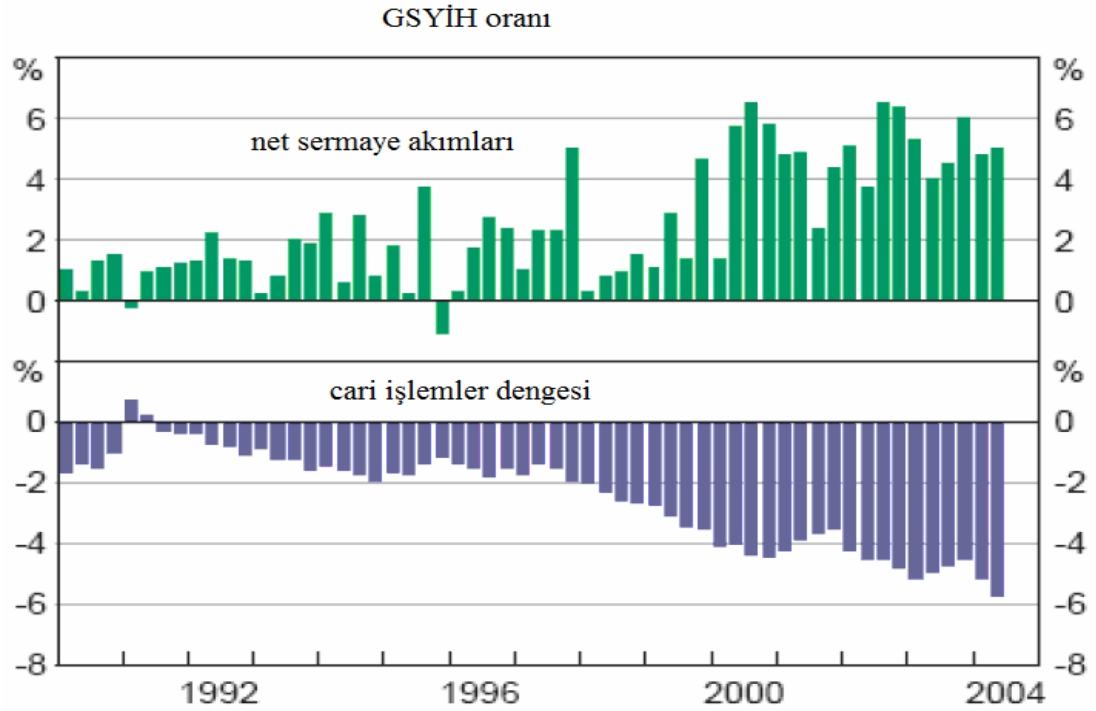
Şekil 3: Global Cari Açık ve Fazlalar, 1996-2008



Kaynak: European Central Bank, Finansal İstikrar Raporu, Haziran 2008.

Bu şekilde sunulan bilgilerden de açıkça görüldüğü gibi bu dönemde ABD ekonomisi çok yüksek miktarda cari açık vermiş, cari fazlalar ise petrol ihraç eden ülkelerde ve Asya ülkelerinde yoğunlaşmıştır. Böyle bir tablonun çok açık sonucu cari fazla veren ülkelere ABD ekonomisine cari açığın finansmanına yönelik sermaye aktarım gereğidir. Şekil4 ABD’de cari açıkların yüksek olduğu dönemlerdeki sermaye girişini göstermektedir.

Şekil 4: ABD’de Cari Açıklar ve Sermaye Girişi, 1990-2004



Kaynak: Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov>, (12.03.2010).

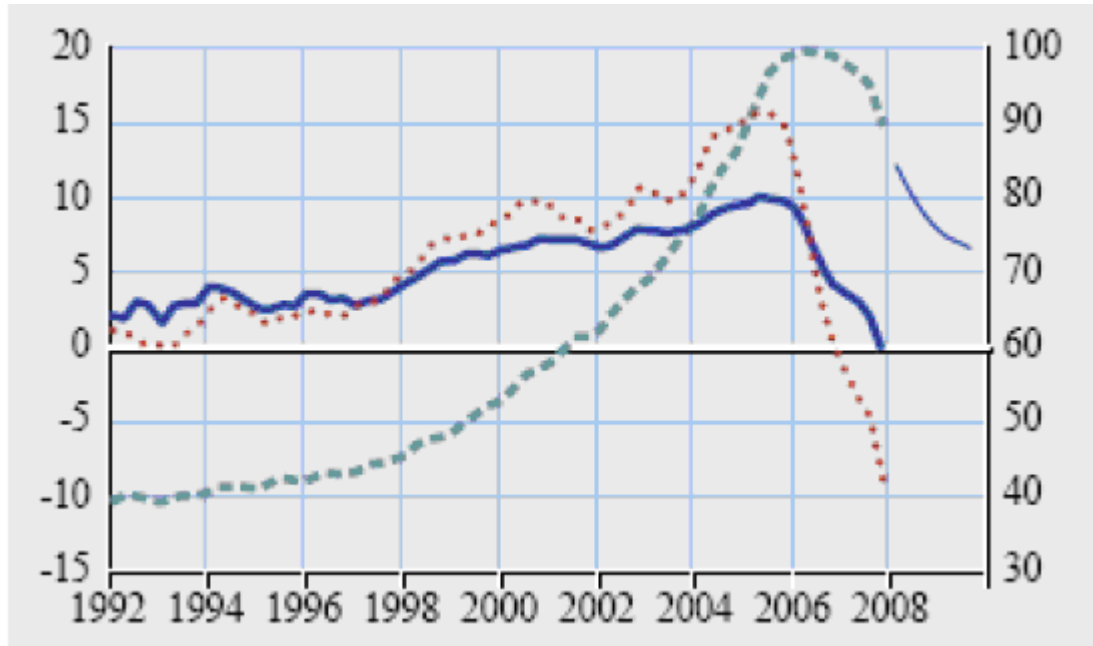
Şekil 3’te gösterilen yüksek düzeyde küresel finansman dengesizliklerinin potansiyel sonuçları özellikle 2000’li yılların başından bu yana tartışılmaktadır.¹⁸⁹ Bu konuda iki alternatif görüş ortaya sürülmüştür. Bunlardan biri küresel dengesizliklerin, özellikle ABD’nin çok yüksek cari açıklarının çok riskli olduğu, gerekli politika önlemleri alınmazsa bu dengesizliğin ileride bir krize yol açabileceği görüşüdür. İkinci ve karşıt görüş ise Asya ülkelerinin bu açıkları finanse etmeye razı oldukları sürece çok önemli bir sorunun olmadığı argümanı olmuştur. Bu iyimser ikinci senaryoya göre ABD’ye sermaye girişi yavaşladığı dönemlerde doların değerinde kaygı verici olmayan çapta düşüşler krize yol açmadan dengeye ulaşmayı sağlayabilir. Son gelişmeler bu ikinci argümanın fazla iyimser olduğu ve uzun süren büyük küresel dengesizliklerin sonuçlarının ağır olabileceğini göstermiştir.¹⁹⁰

¹⁸⁹ Bu konuda örnekler Obstfeld (2004), Roubini ve Setser (2004), Obstfeld ve Rogoff (2005) ve Eichengreen (2006) olarak gösterilebilir.

¹⁹⁰ Ben BERNANKE, Thomas LAUBACH, Frederic MISHKIN ve Adam POSEN. **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton University Press, 1999, s.123.

Kriz öncesi dönemde dünya ekonomisini geçmiş dönemlerdeki deneyimlerden farklı kılan bir diğer faktör yükselen ekonomilerin durumu olmuştur. Bu dönemde yükselen piyasa ekonomileri daha önce tecrübe edilmemiş düzeyde yüksek oranlarda büyüme fırsatı bulmuşlardır. Bu hızla büyüyen ülkeler enerji ve petrol taleplerini artırmışlar, ve bunun sonucu olarak bu ürünlerin fiyatlarında büyük artışlar gözlemlenmiştir. Bu fiyat artışları da uluslararası piyasalarda likidite fazlası yaratmış, ABD başta olmak üzere bir çok ülkeye sermaye akımına kolaylık sağlamıştır. Yüksek miktarlarda likidite ayrıca bir çok ülkede varlık fiyatlarında büyük artışlar doğurmuştur. Varlık fiyatlarındaki şişme özellikle emlak piyasalarında kendini göstermiş, İngiltere, ABD, İspanya ve İrlanda örneklerinde olduğu gibi fiyat artışları ‘emlak balonu’ diye nitelenebilecek düzeye ulaşmıştır.¹⁹¹ Şekil 5, ABD’de ev fiyatlarındaki artışı, Şekil 6 ise hem emlak hem de diğer varlık piyasalarında gerçekleşen fiyat artışlarını göstermektedir.

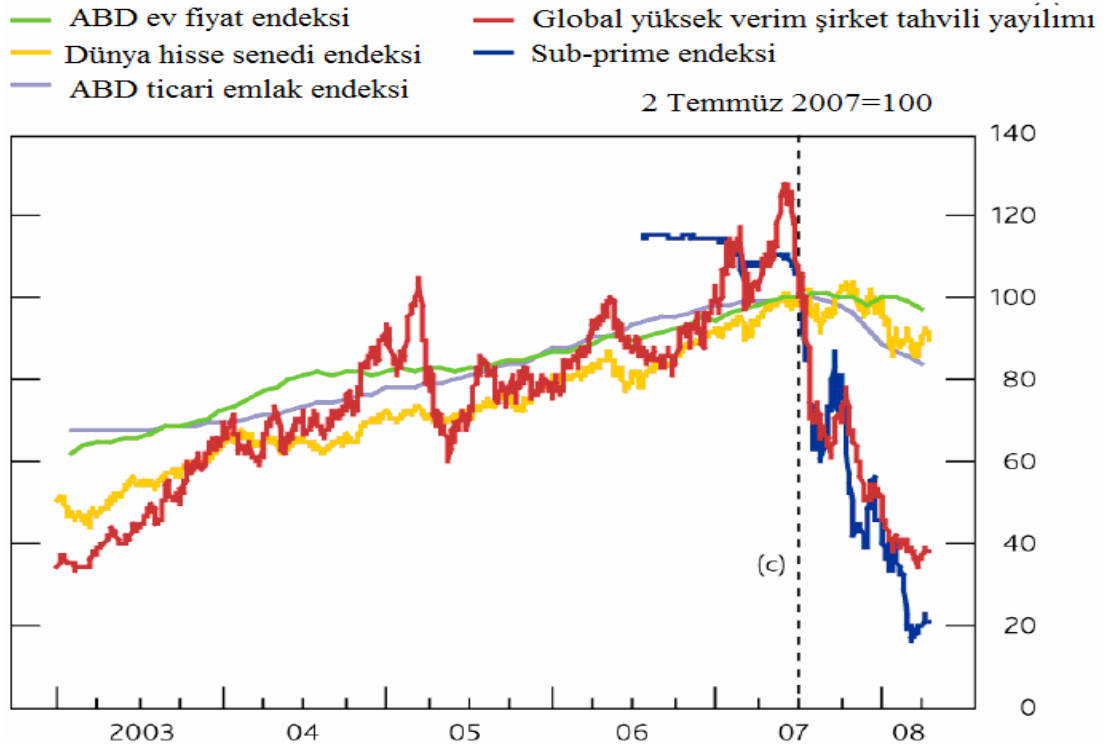
Şekil 5: ABD’de Emlak Fiyatları, 1992-2008



Kaynak: European Central Bank, Finansal İstikrar Raporu, Haziran 2008.

¹⁹¹ Akram, Q. Farooq ve Qyvind Eitheim. ‘Flexible Inflation Targeting and Financial Stability: Is it Enough to Stabilize Inflation and Output?’, Journal of Banking & Finance, 2008, ss.1242-1254.

Şekil 6: Son Kriz Döneminde Varlık Fiyatları



Kaynak: Bank of England, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2008, <http://www.bankofengland.co.uk>, (12.03.2010).

Her iki şekildeki verilerden de görüldüğü gibi özellikle 2000’li yılların başından bu yana emlak ve diğer varlık fiyatlarında önemli artışlar gerçekleşmiştir.

Sözedildiği gibi kriz öncesi dönemde küresel ekonomide büyük bir kredi genişlemesi gözlemlenmiştir. Geçmiş deneyimler büyük çapta kredi genişlemeleri olan dönemlerde borç kalitesinin düştüğünü ve bunun sonucu olarak da geri ödemelerde önemli sorunlar yaşanmasının olası olduğunu göstermektedir. Bu konudaki araştırmalar kredi artışları ile borç kalitesi ve ödememe oranları arasında güçlü ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.¹⁹² Bu bulgular ışığında değerlendirildiğinde finansal krizin ilk göstergeleri olarak ortaya çıkan eşik-altı (en yüksek riskli) emlak kredilerinde geri ödeme sorunları, bu dönemdeki aşırı kredi genişlemesinin sürpriz olmayan sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

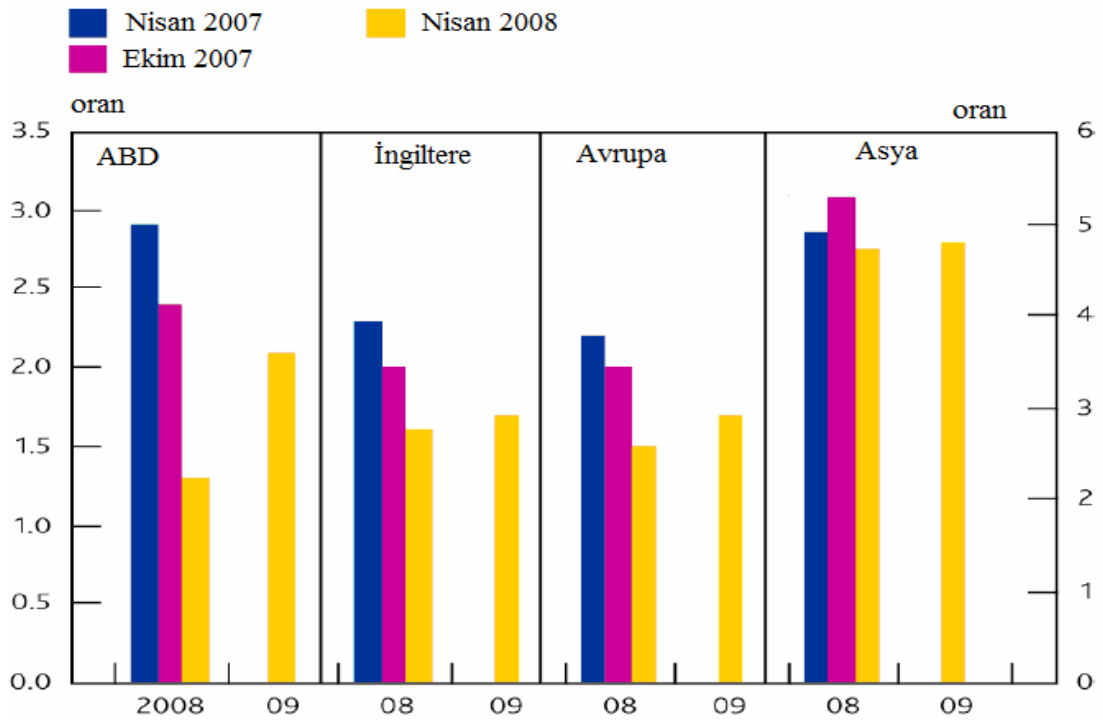
¹⁹² Dell’ARICCIA, Giovanni, Deniz IGAN ve Luc LAEVAEN. ‘The US Subprime Mortgage Crisis: A Credit Boom Gone Bad?’, CEPR WP. No. 6683, 2008, s.70.

Aynı dönemde bir çok ülkede izlenen sıkı olmayan para politikaları da uluslar arası piyasalardaki olumlu likidite ortamını desteklemiş ve bir çok yeni finansal araç ve ürünün ortaya çıkmasına uygun zemin hazırlamıştır.

2.2.2 Krizin Tarihsel Boyutu ve Etkileri

Agustos 2007’de başlayan finansal sistemde yaşanan zorluklar uzunca bir süre devam etmiş, Eylül 2008’den itibaren de şiddetini artırarak sürdürmüştür. Finansal sektördeki bu olumsuz gelişmelerin etkileri reel ekonomiye henüz tam yansımamış olmasına rağmen, ekonomik büyüme tahminleri büyük ölçüde aşağı yönde revize edilmiştir.

Şekil 7: Uluslararası Büyüme Tahminleri

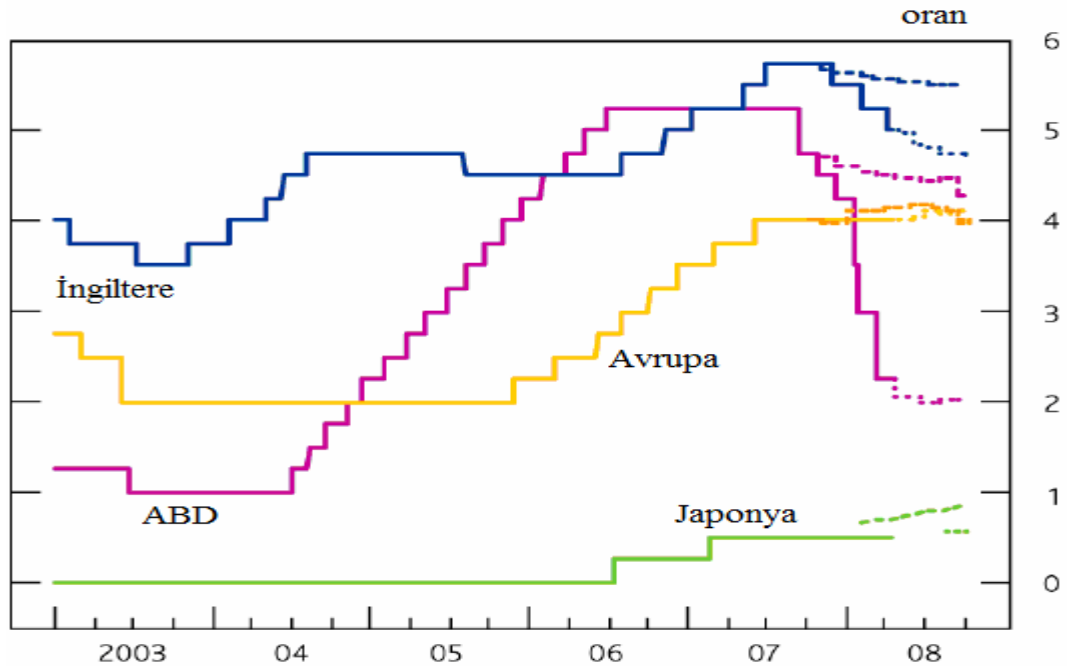


Kaynak: Bank of England, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2008, <http://www.bankofengland.co.uk>, (12.03.2010).

Son tahminler finansal krizin özellikle ağır olarak hissedildiği ABD ve İngiltere ekonomileri için ciddi ekonomik durgunluk ihtimalinin çok yüksek

olduğuna işaret etmektedir. Bu gelişmeleri takiben resmi faiz oranları bir çok ülkede azaltılmıştır ve beklentiler bu eğilimin bir süre daha devam edeceği yönündedir¹⁹³ (Şekil 8). Ayrıca zaman içinde, krizin başlangıcında ilk belirti olarak ortaya çıkan eşik altı ipotekli emlak kredilerindeki problemlerin ilk tahmin edildiğinden daha büyük olduğu anlaşılmıştır.

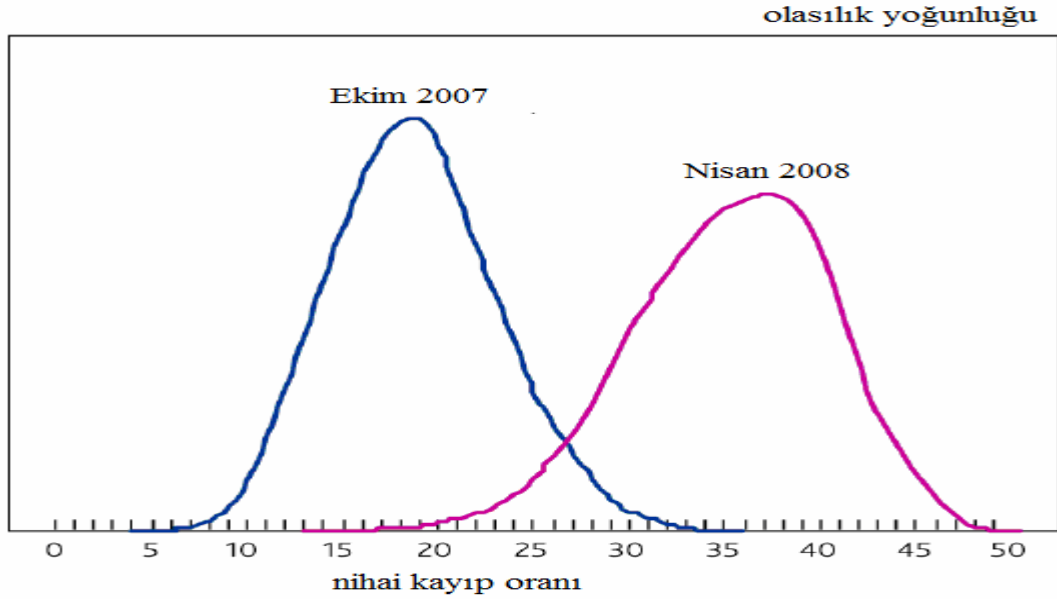
Şekil 8: Resmi Faiz Oranları



Kaynak: Bank of England, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2008, <http://www.bankofengland.co.uk>, (12.03.2010).

¹⁹³ OBSTFELD, Maurice. 'External Adjustment', Review of World Economics, 2004, 140(4), 541-568.

Şekil 9: ABD Eşik Altı İpotekli Ev Kredi Piyasaları Kayıpları ile İlgili Beklentiler

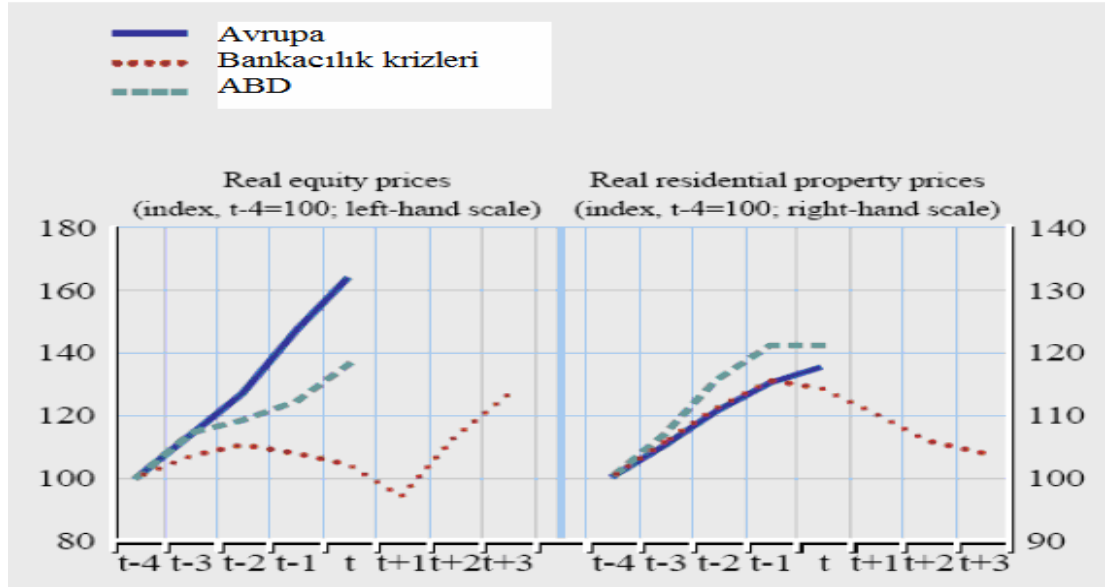


Kaynak: Bank of England, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2008, <http://www.bankofengland.co.uk>, (12.03.2010).

Dünya ekonomisinde 2007 Ağustos'tan günümüze olan gelişmeleri daha iyi anlayabilmek ve bu kriz döneminin mühtemel sonuçlarını daha iyi analiz edebilmek için son gelişmeleri tarihi bir perspektife yerleştirmek gerekir. Ekonomi literatüründe bu analiz, geçmiş kriz dönemlerinin ortak özellikleri güncel verilerle karşılaştırılarak yapılmaktadır. Bu yaklaşımın son örneklerinden biri olarak Reinhart ve Rogoff gösterilebilir.¹⁹⁴ Reinhart ve Rogoff son kriz profilini, geçmiş bankacılık krizleri dönemlerinde gözlemlenen ortalama hisse senedi fiyatları, emlak fiyatları, ekonomik büyüme ve cari açık verileri ile karşılaştırmaktadırlar. Şekil 10'da görüldüğü gibi günümüzde yaşanan hisse senedi fiyatlarındaki reel artışlar, hem ABD'de hem de Avrupa'da geçmisteki bankacılık krizleri döneminde yaşanan düzeylerin çok üzerinde seyretmiştir. İçinde yaşadığımız kriz döneminin hemen öncesinde gözlemlenen emlak fiyatlarındaki artışlar ise Avrupa Para Birliği ülkelerinde önceki kriz dönemleri ortalamasını yakalamış, ABD'de ise yine bu düzeyin üzerinde kalmıştır.

¹⁹⁴ REINHART, CARMEN ve Kenneth ROGOFF. 'Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison', NBER WP. No.13761, 2008, s.94.

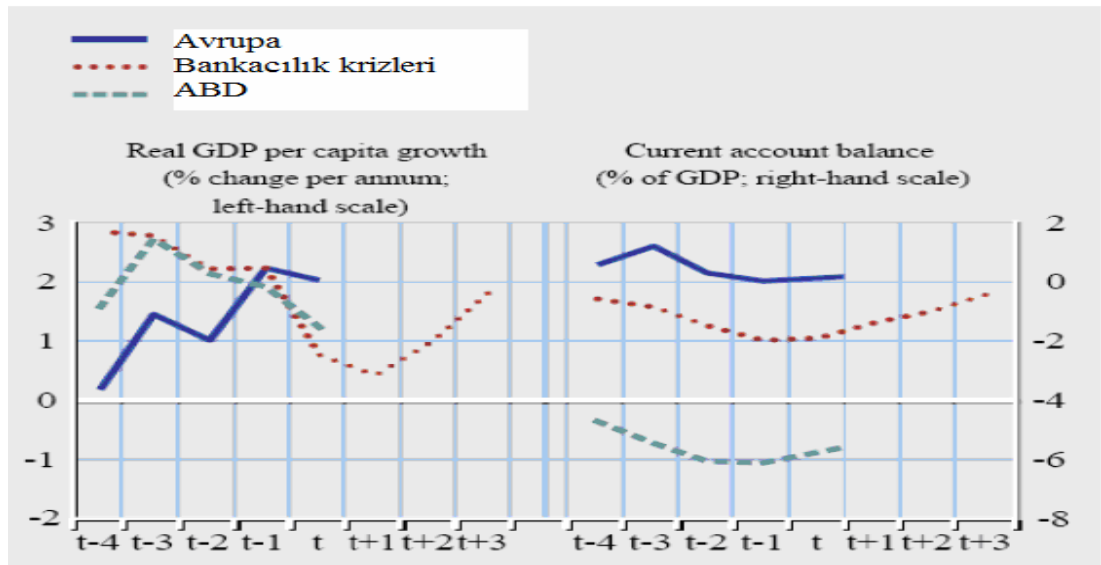
Şekil 10: Finansal Göstergeler



Kaynak: IMF, OECD ve ECB, <http://www.oecd.org/home/htmli> (22.03.2010).

Ekonomik büyüme ve cari açıklar konusunda kriz öncesi verilerin tedirgin edici boyutları Şekil 11'de görülmektedir. ABD ekonomisi son kriz döneminde önceki bankacılık krizleri dönemindeki ortalama büyümenin üzerine çıkamamış, Avrupa Para Birliği ise bu büyüme oranını da yakalayamamıştır.

Şekil 11: Reel Göstergeler



Kaynak: IMF, OECD ve ECB, <http://www.oecd.org/home/htmli> (22.03.2010).

Şekil 11 cari açıkların büyüklüğünü karşılaştırmakta ve ABD’deki son dönemde yaşanan cari açıkların tarihsel olarak bakıldığında da çok yüksek boyuta ulaştığını göstermektedir.

Dünya ekonomisinin içinde bulunduğu krizi geçmiş deneyimlerden ayıran en önemli özelliklerden biri geçmiş krizlerin büyük oranda az gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerini etkilemiş olmasına rağmen günümüzde sorunların ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler tarafından hissedilmesidir.¹⁹⁵ Örneğin, Avrupa Döviz Kuru Mekanizması’nın daha çok gelişmiş olan üye ülkeleri tarafından hissedilen 1992 döviz krizinin etkisi kısa sürmüş, buna karşılık 1994 Meksika krizi ile başlayan ve Türkiye’nin de 2000-2001 deneyiminin içinde bulunduğu, daha çok yükselen ekonomiler tarafından tecrübe edilen krizler bu gelişmiş ülke deneyimleriyle karşılaştırıldıklarında çok daha ağır sonuçlar doğurmuşlardır.¹⁹⁶ Günümüzdeki krizin etkilerine bakıldığında ise neredeyse tersi bir durum ortaya çıkmaktadır. Küresel krizin ilk etkilerinin eşik-altı ipotekli emlak kredilerinde baş gösteren sorunlarla başladığından bu yana en çok etkilenen ülkeler gelişmiş ülkeler olmuştur. Bu eğilimin en önemli nedeni krizin yoğun olarak yaşandığı ipotekli emlak piyasalarının, özellikle en yüksek riskli eşik-altı grubunun ve kredilere dayalı varlık türlerini üretecek finansal türev piyasalarının bu ülkelerde gelişmemiş olmasıdır.¹⁹⁷

Yükselen ekonomilerin, krizin en azından bu aşamasına kadar olan dönemde göreceli olarak daha az etkilenmelerinin önemli bir diğer nedeni ise bu ülkelerin son on yılda yaşadıkları krizler sonrası özellikle finansal ve bankacılık sektörlerinde gerçekleştirdikleri reformlardır. Ayrıca bu ülkelerin kriz öncesi dönemde tecrübe ettikleri hızlı büyüme bu ülkelerin kriz dönemine daha sağlam bir makroekonomik yapıyla girmelerine katkıda bulunmuştur.¹⁹⁸ Bu ülkelerde 2006-2008 döneminde kırılganlık ölçütlerini sunan Tablo 3’teki veriler de bu gözlemi desteklemektedir.

¹⁹⁵ Maurice OBSTFELD. ‘External Adjustment’, Review of World Economics, 2004, ss.541-568.

¹⁹⁶ Michael BLEANEY. ‘The Aftermath of a Currency Collapse: How Different Are Emerging Markets?’, The World Economy, 2005, ss.79-89.

¹⁹⁷ OBSTFELS, a.g.e., s.431.

¹⁹⁸ Barry EICHENGREEN, Andrew ROSE ve Charles WYPLOSZ. ‘Exchange Rate Mayhem: the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks’, Economic Policy, 1995, ss. 249-313.

Tablo 3: Yükselen Ppiyalarda Kırılganlık Ölçütleri

	Cari işlemler dengesi (GSYİH'nin oranı)			Dış borç (GSYİH'nin oranı)			Kısa vadeli dış borç (GSYİH'nin oranı)			Döviz rezervleri (GSYİH'nin oranı)		
	2006	2007 (e)	2008 (f)	2006	2007 (e)	2008 (f)	2006	2007 (e)	2008 (f)	2006	2007 (e)	2008 (f)
Latin America												
Argentina	3.7	2.6	1.8	50	43	38	45	32	28	7.2	8.5	9.0
Brazil	1.3	0.3	-0.7	19	19	17	24	24	27	6.7	11.0	12.8
Chile	3.6	4.4	2.7	33	29	26	38	46	48	3.4	2.7	2.7
Colombia	-2.3	-3.2	-3.5	29	24	23	35	25	23	4.9	5.8	6.1
Mexico	-0.2	-0.9	-1.0	20	19	18	45	42	41	3.1	3.1	2.9
Venezuela	15.0	7.4	5.2	24	23	19	33	45	47	7.9	4.3	3.5
Asia												
China	9.4	11.6	9.9	12	11	9	16	12	10	14.4	16.9	17.7
India	-1.1	-1.2	-1.0	20	20	18	11	9	8	9.1	11.1	10.9
Indonesia	2.7	2.5	2.2	35	33	30	62	55	44	4.3	5.2	5.8
Malaysia	8.5	6.5	-	33	31	-	10	11	-	6.0	6.0	-
South Korea	0.3	0.1	-	24	23	-	38	40	-	7.0	6.5	-
Thailand	1.1	6.1	3.1	28	22	18	32	21	18	5.0	5.9	6.6
Emerging Europe												
Russia	9.6	6.1	1.2	29	31	28	26	22	20	13.4	14.5	12.8
Turkey	-7.8	-7.0	-7.5	55	52	49	114	113	120	4.8	4.6	4.4

Kaynak: European Central Bank, Finansal İstikrar Raporu, Haziran 2008, <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>, (23.03.2010).

Bununla birlikte, krizin bundan sonraki aşamasında, finansal sorunların etkileri reel sektörde ciddi olarak hissedilmeye başlandığında bu ülkelerin önemli risklerle karşı karşıya kalacakları açıktır. Uluslararası ticaretin çok önemli olduğu bu ülkeler grubu için uluslararası talepte daralmalar şimdiden sıkıntı yaratmaya başlamıştır.

2.2.3 Küresel Finansal Krizin Nedenleri

2008'de gerçekleşen finansal krizin nedenleri likidite bolluğu ve özensiz krediler, menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşları, düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar şeklinde açıklanacaktır.

2.2.3.1 Likidite Bolluğu ve Özensiz Krediler

2000 yılından 2006 sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli yükselmiştir. Kriz öncesindeki bollaşan bu likiditenin karlı operasyonlara dönüştürülmesi banka sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi

geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (no income, no job, no asset) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır. Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Dolayısıyla bu kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup (jungle mail) bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Burada dramatik olan şey kredi geri ödemelerinin bankalar tarafından diğer mali kuruluşlara satılması ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçlarının yaygınlığıdır. Bu nedenle zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine etki ederek büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır.¹⁹⁹

2.2.3.2 Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirmeyi kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlayabiliriz.²⁰⁰ ABD’de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır. Risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlaması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanması menkul kıymetleştirmeyi özendiren hususlardır.²⁰¹ Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin ana sebebi bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Örneğin mortgage kredisi veren bir banka kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya bir mortgage kuruluşuna satmaktadır. Bu mekanizme kriz

¹⁹⁹ Eric WASSERSTOM, “On the Financial Crisis: It’s Not Just Weak Oversight” The New York Times, Eylül 2008.

²⁰⁰ <http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization>, (25.05.2010).

²⁰¹ Aslan HADIYE, Houston Üniversitesi, **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu, s 11.

durumunda mali sistemi kırılgan bir hale getirmektedir. Şöyle ki; banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme sayesinde kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar anlamına gelmektedir. Nitekim, FED Eski Başkanı Greenspan krizin sadece kredilerden kaynaklanmadığını asıl nedenin bu kredilerin paketlenerek tekrar satışı olduğunu ifade etmiştir.²⁰²

2.2.3.3 Saydamlık Eksikliği

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD’de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve girift ilişkilere sahiptir.²⁰³ Finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılmasında önemli bir zorluk söz konusudur. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün değildir. Hele de özellikle anlaşılmamak istendiğinde ciddi bir saydamlık sorunu ile karşılaşmaktadır.

Saydamlıktaki bir diğer eksiklik “asimetrik bilgi” diye adlandırılan olgudur. Bu halde, bilgi yatırımcılara firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı biçimlerde ulaşmaktadır. Örneğin “insider trading” aslında bir tür asimetrik bilgidir. Yasal yaptırımlarla bu tür bilgilenmenin önüne geçilse bile suç teşkil etmeyen asimetrik bilgilenme/bilgilendirme problemini aşmak çok kolay değildir. Ampirik araştırmalar finansal krizle saydamlık eksikliği arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.²⁰⁴ Saydamlık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır. Bu tür araştırmalarda gelişmekte olan ülkeler genellikle daha az şeffaf olarak tanımlanmıştır ancak ironik bir biçimde son küresel kriz şeffaflığın en fazla olduğu düşünülen “gelişmiş dünya” da baş göstermiştir. Kanımızca, artık “saydamlığın” tanımı ve ölçütlerinin yeniden belirlenmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

²⁰² <http://www.reportonbusiness.com>, (25.05.2010).

²⁰³ Jeff MADURA, ‘**Financial Market and Institutions**’, 7th Edition, Thomson South Western, ss. 442-445.

²⁰⁴ Gil MAHREZ, Daniel KAUFMANN, “**Liberalization, Transparency and Financial Crisis**” Ağustos 1999, s.21.

Bu krizde banka ve brokerların ne çeşit varlıklara sahip oldukları bu varlıkların değerinin ne olduğu hatta bunların muhatabının kimler olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemiştir. Bu problemler, türev diye adlandırılacak kompleks ticari sözleşmelere sahip Lehman Brothers gibi firmaların iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesini zorlaştırmıştır.²⁰⁵

2.2.3.4 Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli problem çıkar çatışmasıdır (conflict of interests). Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Hal böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmaktadır.

Diğer yandan derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememektedirler. Bazen de sorunu kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilirler. Örneğin, Enron'un iflas başvurusundan çok kısa bir süre öncesine kadar derecelendirme kuruluşları firmanın problemli olduğunu tespit edememiştir.²⁰⁶ Tabi ki bunda Enron'un gerçeğe aykırı şekilde hazırladığı mali tablolarının da etkisi vardır.

Derecelendirme kuruluşları finansal enstürmanları dizayn eden bankalar ve enstürmanın alıcıları kadar dayanak varlık hakkında enformasyona sahip olmayabilirler. Bir diğer sorun derecelendirme kuruluşlarının sadece temerrüt riskini derecelendiriyor olmasıdır. Halbuki likidite riski ve rating değiştirme riskinin de ölçülmesi gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarından hizmet alanların derecelendirme hizmetlerinin bu dar kapsamından haberdar değildirler.²⁰⁷

²⁰⁵ WASSERSTOM, a.g.m., s.9.

²⁰⁶ MADURA a.g.e., s.47.

²⁰⁷ Turalay KENÇ, Bradford Üniversitesi, **Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II** Notu, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı, s.13.

Son finansal kriz öncesinde de derecelendirme kuruluşları çok etkin çalışmamıştır. Ancak finansal kriz başladıktan sonra kredi notları düşürülmüştür. 2007'nin üçüncü çeyreğinden 2008'in ikinci çeyreğine kadar geçen bir yıllık dönemde iki büyük derecelendirme kuruluşu tarafından 1,9 trilyon Dolarlık mortgage destekli menkul kıymetin notu düşürülmüştür.²⁰⁸

2.2.3.5 Düzenleyici Denetleyici Kuruluşlar

Düzenleyici denetleyici kuruluşların özellikle de FED'in değişen risk ortamına karşı önlem almakta geciktiği söylenebilir. FED başkanı Mayıs 2007'de yaptığı bir açıklamada konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklemediklerini dile getirmişti.²⁰⁹ Pratikte ise tam tersi oldu. 2,5 yıl içinde konut piyasasında başlayan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına aldı. Daha da kötüsü başka ülkelere yayılarak küresel bir boyut kazandı. ABD'de birçok eyalet aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilerek satışını önlemeye çalışmış ancak ABD Hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasalar çiğnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır. Başka bir örnek hedge fon regülasyon talepleri ile ilgilidir. SEC (ABD Sermaye Piyasası Kurulu), 1 Şubat 2006 tarihi itibarıyla Yatırım Danışmanlığı Kanunu kapsamında kayıt yükümlülüğü getirerek, varlıkları 25 milyon Doları veya yatırımcı sayısı 15'i aşan hedge fonların yöneticilerinin kayıt altına girmesini istemiştir. SEC'nin risk esaslı bir yaklaşımla çıkardığı bu yeni kural bir hedge fon yöneticisi tarafından mahkemeye taşınmış ve Bölgesel Yüksek Mahkeme Haziran 2006'da SEC'nin yeni düzenlemesini iptal etmiştir.

2.2.4 Küresel Finansal Krizin Sonuçları

2008 finansal krizin sonucu konut fiyatlarında, büyüme oranlarında düşüşler göstererek işsizlik oranlarında artışlar yaratmıştır ve bu konular daha derin olarak bu bölümde verilmiştir.

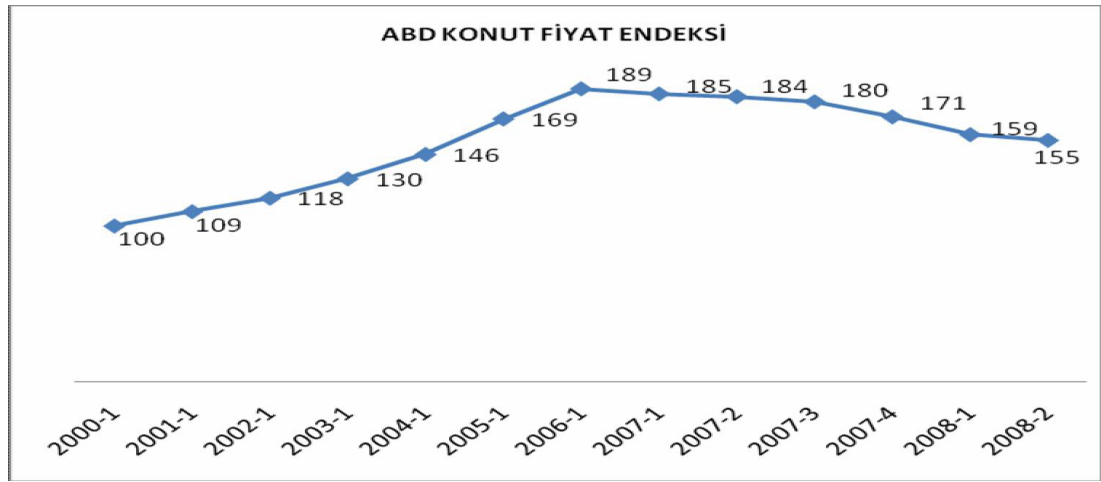
²⁰⁸ http://en.wikipedia.org/wiki/Image:MBS_Downgrades_Chart.png, (11.02.2010).

²⁰⁹ FED Başkanı Bernanke'nin açıklamaları için bkz. <http://www.minyanville.com/articles>, (21.01.2010).

2.2.4.1 Konut Fiyatlarındaki Düşüş

Konut fiyatlarındaki yükselişler küresel finansal krizin nedenlerinden birisi iken konut fiyatlarının düşmesi bu krizin sonuçları arasında yer almaktadır. Konut kredilerinin bir kısmının geri dönmemesi sonucu konut piyasası yukarıda belirttiğimiz kısır döngüye girmiş ve ABD’de 2007 yılının başından itibaren konut fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmıştır.

Şekil 12: S&P/CaseShiller Endeks’ine Göre Konut Fiyatlarının Gelişimi



Kaynak: İMF, <http://www.imf.org/external/data.htm>, (12.04.2010).

Şekil 12’de S&P/CaseShiller Endeks’ine göre konut fiyatlarının gelişimi görülmektedir ve burada anlaşılabacağı gibi 2001-2007 yılları arasında ABD konut fiyatları yaklaşık yüzde 90 oranında artmıştır. 2007’nin başından itibaren de düşüş başlamıştır. Düşüş trendinin hala devam ettiği görülmektedir. İngiltere’de de benzer düşüşler görülmektedir.²¹⁰

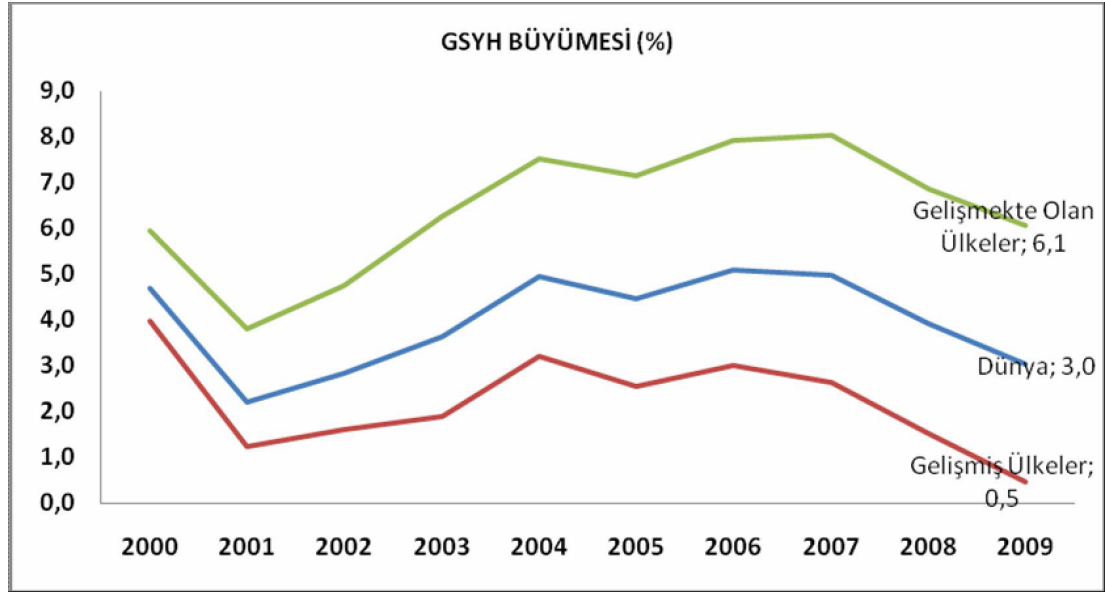
2.2.4.2 Büyüme Oranlarında Düşüşler

Finansal krizin reel ekonomiye yansımaları nedeniyle hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş dünyada hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında

²¹⁰ FED Başkanı Bernanke’nin açıklamaları için <http://www.minyanville.com/articles>, (1.02.2010).

azalışlar görülmüştür. Şekil 13'te 2007 yılından sonra hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarındaki düşüş eğilimi görülmektedir.²¹¹

Şekil 13: Hem Gelişmiş Ülkelerde Hem de Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranlarındaki Düşüş Eğilimi



Kaynak: IMF <http://www.imf.org/external/data.htm>, (12.04.2010).

Konut kredisi kaynaklı krizler sonrası iyileşmenin bankacılık ve hisse senedi krizlerine göre daha fazla zaman alacağı kabul edildiğinden 2009 yılında da düşük büyüme oranları beklenmektedir.

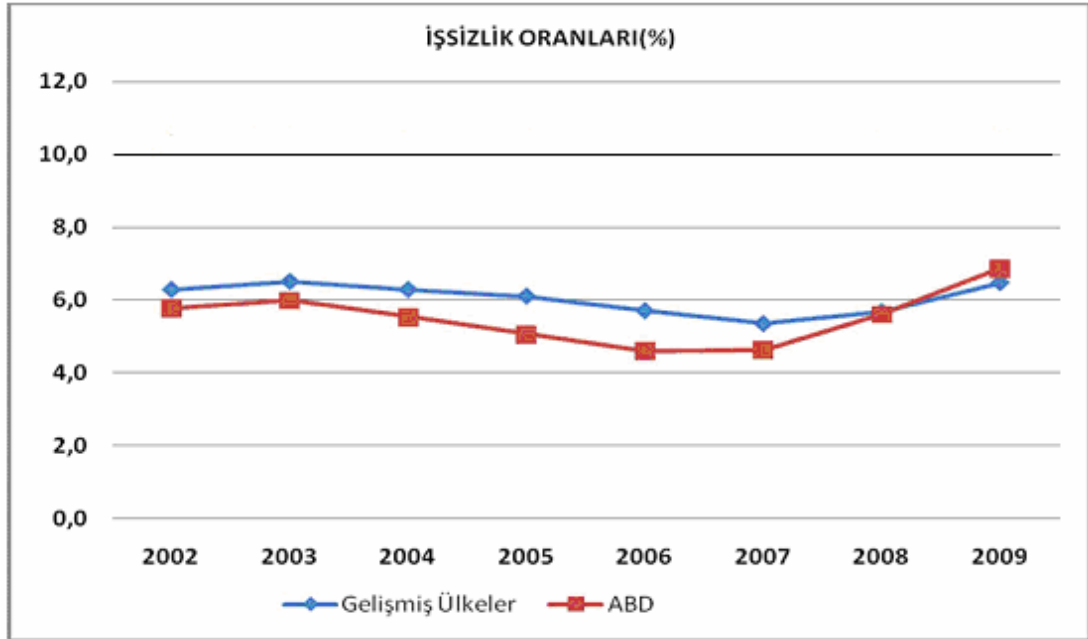
2.2.4.3 İşsizlik Oranlarında Artışlar

Küresel kriz işsizlik oranlarını da önemli ölçüde etkilemiştir. Özellikle ABD ve gelişmiş ekonomilerde Şekil 14'te görüleceği gibi yukarı yönlü trend göze çarpmaktadır.²¹²

²¹¹ Veriler IMF'nin resmi internet sitesinden (<http://www.imf.org/external/data.htm>) alınmıştır, (12.04.2010).

²¹² ABD ve Gelişmiş ülkelere ilişkin veriler IMF nin web sayfasında (<http://www.imf.org/external/data.htm>) 2009 Yılı Programından alınmıştır, (12.04.2010).

Şekil 14: Küresel Kriz İşsizlik Oranları



Kaynak: IMF, <http://www.imf.org/external/data.htm>, (12.04.2010).

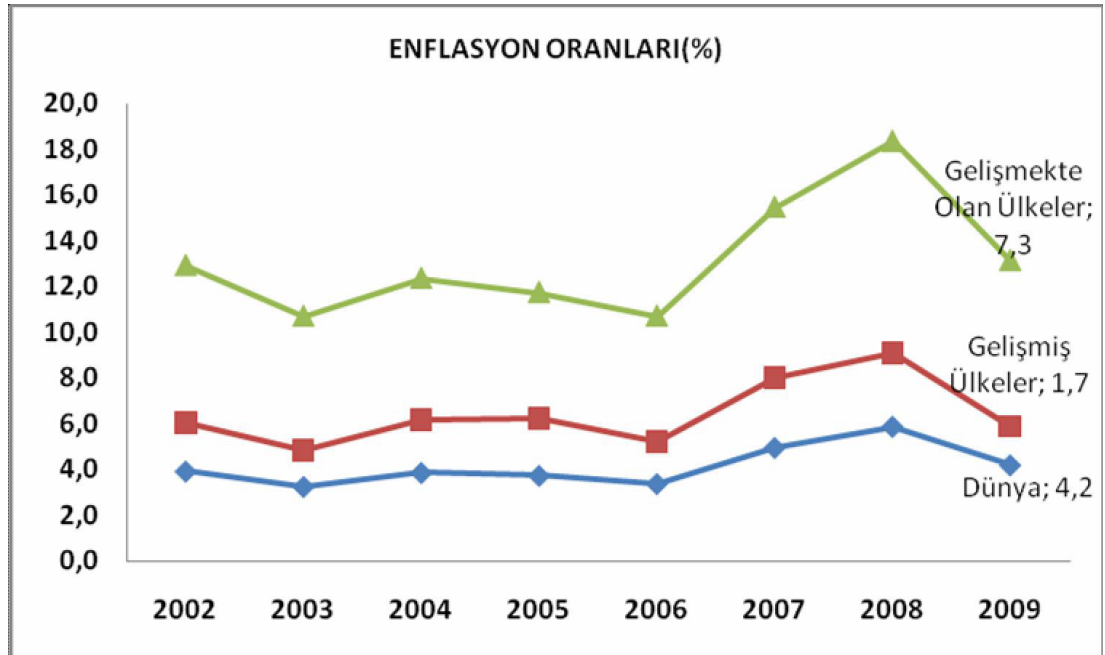
Özellikle 2002 yılından itibaren 2007 yılına kadar işsizlik oranı azalış gösterirken 2007 yılından itibaren işsizlik oranının yükseldiğini görmekteyiz.

2.2.4.4 Enflasyonist Etki

2007 ve 2008 yılında enflasyondaki yükselme sadece finansal krizden kaynaklanmamıştır. Bu dönem de petrol ve gıda fiyatlarındaki yükselmeler önemli miktarda enflasyonist etkiye yol açmıştır.²¹³

²¹³ Veriler IMF'nin resmi internet sitesinden (<http://www.imf.org/external/data.htm>) alınmıştır, (12.04.2010).

Sekil 15: Enflasyon Oranları



Kaynak: IMF, <http://www.imf.org/external/data.htm>, (12.04.2010).

Özellikle enerji talebi hızla artan gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları hızla yükselmiştir. 2009 yılında ise petrol fiyatlarındaki düşüş ve krizin etkisinin azalacağından hareketle enflasyonist eğilimlerde düşüş beklenmektedir.²¹⁴

2.2.4.5 Regülasyonlar ve Müdahaleci Yaklaşımlar

Finansal krizin bir diğer sonucu özellikle gelişmiş ekonomilerde regülasyon taleplerinin artması olmuştur. Hedge fonlar gibi hafif şekilde regüle edilmiş riskli araçlardan geleneksel bankacılık operasyonlarına kadar tüm finans alanında yeni regülasyonlar beklenmektedir. Piyasanın tüm sorunlarını kendiliğinden çözeceği veya selfregülasyonlarla yetinilmesi tezi artık dillendirilmemektedir.²¹⁵

Önümüzdeki süreçte düzenleyici denetleyici faaliyetler kapsamında, yeni yasaların çıkarılması, içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) gibi piyasanın

²¹⁴ Blanchard, O. ve Perotti R., "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output," Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, 2002, ss.168.

²¹⁵ ARICCIA, IGAN ve LAEVAN. a.g.e., s.34.

kötüye kullanımı faaliyetlerinin kararlılıkla soruşturulması, finansal hizmet sunucularının lisanslanması, sermaye piyasası kurumlarına yeni kayıt mükellefiyetleri getirilmesi müşterilerin ve yatırımcıların korunması için şikayetlerin ve ihbarların titizlikle değerlendirilmesi gibi hususlarla daha sık karşılaşılacağını öngörebiliriz.

2.2.5. Krizden Çıkarılan Sonuçlar Işığında Olası Yeni Krizler İçin Önlemler

Şimdiye kadar bahsedilenlerden anlaşılacağı gibi makroekonomik ve finansal gelişmeler ve özellikle makroekonomik finansal etkileşim son dönemde küresel ekonominin içinde bulunduğu krizin temelini oluşturmuştur. Bu başlangıç noktasından hareketle kriz dönemi deneyiminden çıkarılacak derslere geçmeden önce küresel ekonominin günümüzdeki işleyişinin geçmiş dönemlerden önemli farklar gösterdiğini gözlemlemek gerekir. Bu farklardan ilki 1970’lerden bu yana finansal küreselleşmenin çok hızlı artmış olmasıdır. İkinci önemli fark ise bu küreselleşmenin, ülkelerarası finansal etkileşim kanallarını geleneksel etkileşim kanallarından çok daha önemli hale getirmiş olmasıdır. Bilgi teknolojisindeki gelişmelerle de desteklenerek büyüklüğü ve önemi çok artmış olan finansal sektördeki kontrolsüz ve denetimsiz büyüme krizin ortaya çıkmasında ve derinliğinin artmasında büyük belirleyici olmuştur.²¹⁶

Bu gözlemlerde bulunduktan sonra içinde bulunduğumuz deneyimden çıkarılabilecek dersler şöyle özetlenebilir: birinci nokta finansal denetim mekanizmalarının önemine ilişkindir. Son yirmi yılda hızla artan finansal serbestleştirme hareketleri finansal piyasaların denetimini en aza indirmiş, bunun sonucu olarak ta finansal kurumların risk alma istahının hızla artmasına katkıda bulunmuştur. Finansal denetim yok denecek kadar az olduğundan ve genellikle merkez bankaları dışında yürütüldüğünden bu dönemde finansal piyasaların sürekli

²¹⁶ Nouriel ROUBINI ve Brad SETSER. ‘The US as a net debtor: The Sustainability of the US External Imbalances’ 2004 at <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser>, US-External-Imbalances.pdf, (14.05.2010).

artan riskliliği para politikaları tarafından içselleştirilememiştir.²¹⁷ Gelecekte finansal denetimin nasıl gerçekleştirileceği konusunun kriz sonrası reform programlarının önemli bir ögesi olacağı görülmektedir. Ayrıca finansal küreselleşmenin geldiği nokta gözönüne alındığında, finansal denetimde küresel koordinasyonun sağlanmasının bu programların başarılı olmasında önemli bir belirleyici olacağı açıktır.

Finansal sektörle ilgili diğer önemli bir gözlem ise son krizde değerlendirme kuruluşlarının rolüne ilişkindir. Bu kuruluşların değerlendirme yaptıkları finansal varlıkların yapılandırılmasında da rol alabilmiş olmaları bir çok finansal varlık için yapılan yüksek değerlendirmeye ve dolayısıyla varlık fiyatlarındaki hızlı artışa katkıda bulunmuştur. Bu nedenlerle krizden en çok etkilenen ülkelerin hazırlamakta oldukları reform programlarının derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili reformları da kapsamı beklenmektedir.²¹⁸

Son kriz döneminin en bariz sonuçlarından biri de büyük sayıda banka ve finansal kuruluşun iflas etmesi veya ciddi iflas riskiyle karşı karşıya kalmasıdır. Her büyük iflasla birlikte krizin derinliği artmış, iflas eden kurumun yakın finansal ilişkide olduğu diğer kurumlar da iflas riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Bu ‘domino etkisi’²¹⁹ finansal piyasalarda güveni önemli ölçüde azaltmış ve krizin uzun sürmesine büyük katkıda bulunmuştur. Bu deneyimlerden çıkarımımız finansal reformların, finansal altyapıyı iflaslarla iyi mücadele edebilecek şekilde geliştirmesi gerektiği yönündedir.²²⁰

Bu kriz deneyiminden yola çıkarak öneminin vurgulanması gereken bir diğer konu merkez bankalarının işleyişi ve para politikası tasarlanması ile ilgilidir. Buradaki en önemli nokta otoritelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarını nasıl dengeleyebilecekleri konusudur. Ağustos 2007’den bu yana tecrübe edilenler,

²¹⁷ Michael BLEANEY. ‘**The Aftermath of a Currency Collapse: How Different Are Emerging Markets?**’, The World Economy, 2005, ss.123-125.

²¹⁸ Gülçin ÖZKAN. ‘**Recent Financial and Currency Crises in Turkey: Bad Fundamentals or Bad Luck?**’, The World Economy, 2005, s. 121.

²¹⁹ Carmen REINHART ve Kenneth ROGOFF. ‘**Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison**’, NBER WP. No.13761, 2008, s.103.

²²⁰ Maurice OBSTFELD ve Kenneth ROGOFF. ‘**The Unsustainable Current Account Revisited**, NBER WP, No. 10864, 2005, s. 43.

merkez bankalarının finansal istikrarı ve özellikle de finansal denetimi bir tarafa bırakarak sadece fiyat istikrarına odaklanmış olmalarının çok maliyetli olabileceğini ortaya koymuştur. Merkez bankalarının zaten temelde önemli misyonlarından biri olan finansal istikrarı, fiyat istikrarını tehlikeye düşürmeden nasıl sağlayabilecekleri yeni dönemin makroekonomi politikaları açısından en hassas konularından biri olmaya adaydır.²²¹

2.3 1929 KRİZİ VE 2008 KRİZİNİN BENZER VE FARKLI YÖNLERİ

Bu kısımda dünyada kendilerini en ağır finansal krizi olarak hissettiren 1929 ve 2008’de gerçekleşen krizlerin arasındaki benzerlikleri ve farklılıkları ortaya konulacaktır.

2.3.1 İki Krizin Arasındaki Benzerlikler

Her iki krizin oluşumundan önce de aşırı bir kredi patlaması ile birlikte harcama ve talep artışı olduğu açıktır. 1920’lerde de 2000’lerde de kredi patlaması ve konut piyasasında hareketlilik yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bu durum her iki krizde de balon oluşturmuştur.

BIS’in 1990’lardaki görüşünü her iki krize de adapte edilebilir: Kredi patlamaları keskin ekonomik dönüşlerin zeminini hazırlar ve çoğunlukla da finansal sıkıntıyı beraberinde getirir. 1929 krizi öncesinde daha önce de değindiğimiz üzere FED faiz oranlarını çok düşük tutmuş ve kredi patlamasının oluşmasına izin vermiştir. Benzer bir şekilde FED 2008 krizi öncesinde de faizleri düşük tuttu ve regülasyonların uygulanmasına karşı çıkarak bir kredi balonunun oluşmasına izin verdi.²²²

Bu iki krizde temel ortak noktalardan biri de bankacılık sisteminin iyi yapılanmamış olmasıdır. 1929 krizi öncesinde de finansal kurumlara güven kaybı söz

²²¹ ARİCCIA, IGAN ve LEAVEN, a.g.e., s.76.

²²² Bary EICHENGREEN ve Peter TEMŞN. “The Gold Standard and The Great Depression” Contemporary European History 9, 2000, ss.183-207.

konusu idi. ABD’de finansal sistem o dönemde küçük bağımsız bankalardan oluşuyordu ve bu yüzden de oldukça kırılıyordu. Finansal sistemin %39,6’sını bankalar oluşturuyordu. 1933 yılında 1929 yılına göre gerek kapanan bankalar gerekse bankaların birleşmesi ile banka sayısı yarıya inmişti.

Bu günkü bankacılık sistemine baktığımızda da “gölge bankacılık sektörü” bir aksaklık olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sektörde yer alan kurumlar banka sayılmadıkları halde kullandıkları araçlar bankalara benzemektedir. Farklı olarak kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli kredi sağlarlar. 2007 yılının başlarından itibaren bu sektördeki birçok kuruluş iflas etmeye başladı. Krizin başlaması ve bu kurumların ellerindeki varlıklarının büyük çoğunluğunun toksik varlık olduğunun anlaşılmasıyla birlikte söz konusu kurumların çökmesinde hızlanma meydana geldi, bazıları iflas ederken bazıları da büyük bankalarla birleşme yoluna gitmeye başladı.²²³

1929 yılında dünya ekonomisinde yaşanan ekonomik buhran ile 2008 yılında dünya’da yaşanan ekonomik kriz’in daha da belirtilmesi gereken benzer noktaları aşağıda sayılmıştır:

- İkisinin de çıkış noktası Amerika Birleşik Devletleridir,
- İkisinin de çıkmadan önce finans piyasalarında çok hızlı yükselişler görmüştür,
- 1929 buhranı sırasında 1925-1929 yılları arasında finans piyasalarında oldukça yüksek getiri elde edilmiştir,
- 2008 küresel krizde de 2002-2008 yılları arasında ciddi getiriler elde edilmiştir,
- ikisinin de başlangıç noktası finans piyasalarıdır,
- İkisinin de çıkış noktası talep yetersizliği olarak belirtilmektedir. Yani yeterli talep olmadığından dolayı üretilen ürünler elde kalmış ve firmalar zarar eder duruma gelmişlerdir

²²³ Ben BERNANKE ve Ilian MÍHOV. “Deflation and monetary contraction in the Great Depression: an analysis by simple ratios” in Ben Bernanke, Essays on the Great Depression. Princeton: Princeton University Press, 2000, s.258.

- İki kriz öncesi içinde çarpıcı olan şudur; kriz öncesi ekonomi tavan yapmıştır ve muhteşem karlılıklar mevcuttur. Sonuç olarak aşırı üretimin getirdiği krizdir,
- İki kriz de ilk önce finans sektöründe başlayıp reel ekonomiye yönelmiştir,
- Bir çok finans kuruluşunun batmasına neden olmuştur,
- İki kriz öncesinde de kredi krizi yaşanmış ve bir balonun patlamasıyla kriz süreci başlamıştır,
- Her iki krizde de faiz oranları düşüş eğilimine girmiştir,
- Her iki krizde ABD'de başlayıp global bir krize dönüşmüştür,
- 1929 krizinin mimarı Cumhuriyetçi Partili Başkan Herbert Clark Hoover'dır,
- 2008 krizinin mimarı yine Cumhuriyetçi Partili Başkan George Walker Bush'dur,
- 1929 krizinden çıkmayı sağlayan Başkan Demokrat Franklin Delano Roosevelt'dir,
- 2008 krizinde de görevi üstlenen Demokrat Partili Başkan Barrack Hussein Obama'dır,
- 1929-1932 krizi 810 gün sürmüştü ve o süreçte borsa tam yüzde 90 oranında düşmüş. Son kriz çalkalı 410 gün oldu ve bu süreçte borsa tam yüzde 49 oranında değer kaybetti.²²⁴

2.3.2 İki Krizin Arasındaki Farklılıklar

1929 krizi ile 2008 krizi arasındaki temel farklılık likidite sağlama alanında göze çarpmaktadır. 1929 krizi sırasında altın standardını korumak adına otoriteler likiditenin arttırılmasına izin vermişlerdir. Bu tecrübe ile birlikte 2008 krizinde otoriteler likiditeyi kolay bir şekilde arttırdılar. Kriz başlamasıyla FED ilk olarak “saklama kuruluşları” için kendisinden reeskont penceresinden gecelik faize ve ceza oranına dayalı olarak borçlanma dönemini 2007 Ağustosunda maximum 30 güne çıkardı ve Mart 2008 ise 90 güne uzattı. 2007 Aralık ayında “Term Auction Facility”

²²⁴ <http://www.vergiportali.com/Content.aspx?Type=NewsD&Id=2966>, (4.03.2010).

(TAF) yarattı, amacı saklama kuruluşlarına yeni bir fon yoluyla likidite sağlamaktı.²²⁵

Mart 2008'in sonlarında Bear Stearns'ın iflası ile birlikte kendisinin sunduğu imkânlardan yararlanması için söz konusu kurumların listelerini uzattı. Bu nedenle "Primary Dealer Credit Facility"(PDCF)'i yarattı. Bu sayede önemli dealerlar gecelik borçlanmada bulunabileceklerdi. "Term Securities Lending Facility"(TSLF) ve TSLF Options'u (TOP) yaratmasındaki amaç ise hazine ve diğer işbirlikçi piyasalarda likiditeyi sağlamaktı. Eylül 2008 ayında Lehman Brothers'ın başarısızlığı ile birlikte kriz dip seviyesine ulaşınca Fed "Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility" (AMLF) oluştu. Amacı bankalar için borçlanma imkanlarını artırmaktı. Bunu da para piyasası yatırım fonundan ticari kağıt almalarını sağlayarak gerçekleştirecekti.²²⁶

Ekim 2008'de ise FED ABD'de ticari kağıtları desteklemek için "Money Market Investor Funding Facility" (MMIFF) yaratarak ABD para piyasası yatırımcılarına likidite sağladı ve "Commercial Paper Funding Facility" (CPFF) yarattı. Kasım 2008'de "Term Asset Backed Securities Loan Facility" (TAFL) yaratarak piyasa katılımcıları için yani hanehalkı ve küçük işletmelere ABS (asset-backed securities) sağladı. Bir bakıma buradaki amaç tüketici kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı borçlarını ipotek altına almaktı. Fed bu dönemde piyasalara ihtiyacı olan likiditeyi sağlamak adına gerekli olabilecek adımları attı.

İki küresel krizi arasındaki bir diğer farklılık ise 1929 krizi ile birlikte ülkeler yerli sanayilerini korumak ve işsizlikle mücadele etmek adına gümrük duvarlarını yükseltmişlerdir. 1929 krizi ile ilgili önceki literatür Smooth-Hawley ve sonrasında gelen misilleme tarifelerinin krizin bu derece abartılı hissedilmesine yol açtığı

²²⁵ John TAYLOR "The Financial Crisis and The Policy Responses". An empirical Analysis of What Went Wrong, 2008, s.123-124.

²²⁶ Alan TAYLOR, Jack DAVID ve Natalia Cher RNYSHOFF "Stuck on Gold: Real Exchange Rate Volatility and The Rise and Fall of the Gold Standard" NBER Working Paper Series, No: 11795, 2005, s.45.

üzerinde yoğunlaşmaktaydı. Ancak bu krizde henüz böyle bir durumla karşılaşılması ve de bu durum pek de olası görülmemektedir.²²⁷

Her iki krizde finansal sektörden kaynaklandı ama reel sektörde önemli derecede etkiler yarattı. Bu krizlerin finansal sektörden reel sektöre yansımalarını iki farklı hipotezle açıklayabiliriz.

Bunlardan biri Romer'in ortaya attığı belirsizlik hipotezidir. Romer'e göre bankalarda ve mali sektörde yaşanan çalkantılar belirsizlik yaratıyor ve bu belirsizlikler ise kişilerin dayanıklı tüketim malları taleplerini ertelemelerine neden oluyordu. Hem 1929 krizi hem de 2008 krizi sırasında otomotiv satışlarındaki düşüşler ve otomotiv üreticilerinin içine düştüğü sıkıntılar bu hipotezin kanıtı olarak gösterilebilir.

İkinci bir sebep olan belki de en çok telaffuz edilen ise Bernanke'nin ortaya attığı kredi aracılık maliyetinin artması sonucu kredi arzının kısıp yatırımların azalmasıdır. Bernanke'ye göre mali piyasalarda yaşanan çalkantılar, banka panikleri kredi aracılığına gözlemlene maliyetlerini artırır. Riskin daha çok algılanmasına neden olur ve kredi arzı kısıpılır. Bu sayede özel sektör daha maliyetli kredi bulur ya da daha riskli algılananlar kredi bulamazlar. Yatırımlar ve beraberinde üretim düşüşle sonuçlanır. Bu hipotezi Bernanke 1929 krizini açıklarken ortaya atmıştır. 2008 krizi de bu hipotezi destekler niteliktedir.²²⁸

2.3.3 Kriz Sonrası Ekonomik Sistem Arayışları

1929 krizi sonrası tüm dünyada yaşanan ekonomik sıkıntılar faşist ve totaliter rejimlerin doğmasına neden olmuştur. Almanya I. Dünya savaşından kalma borçlarını öderken 1929 krizine yakalanmıştır. Bu sıkıntılar II. Dünya savaşı ile

²²⁷ Ben BERNANKE ve Kevin CAREY. “Nominal wage stickiness and aggregate supply in the Great Depression”, Essays on the Great Depression. Princeton: Princeton University Press, Quarterly Journal of Economics 111, 1996, ss.853-883.

²²⁸ TAYLOR, a.g.e., ss.221-229.

noktalanmıştır. Kapitalizmin doğasında olan savaş ve yeniden yapılanma süreci sonrasında ise dünya yeniden yapılanma çabalarına sahne olmuştur.²²⁹

II. Dünya savaşı sonrasında Bretton Woods’da bir konferans toplanmış ve kapitalizmin karşılaşılabileceği bunalımları atlatabilmesi adına alınabilecek önlemler tartışılmıştır. Bu anlamda parasal düzen değiştirilmiş ve klasik altın standardı terk edilmiştir. İki önemli kurum da bu konferansta doğmuştur: IMF ve Dünya Bankası. Uluslar üstü olan bu iki kurum dünya düzeninin sağlanmasına yardımcı olacak ve yeniden böyle bir krizle karşılaşmamak için zorda kalan ülkelere fon transferi sağlayacaktı.

Krizden çıkış reçeteleri Keynes’in öne sürdüğü hükümet müdahalesine dayanan politikalarla yazıldığı için bu dönemden sonra sol yanlı politikalar tüm ülkelerde ağırlık kazanmıştır. Devletin etkinliği artmış, devlet daha müdahaleci bir tutum sergilemeye başlamıştır.

1989 yılında Berlin duvarının yıkılması ise bu gidişi tam tersi istikamete çevirmiştir. Komünizmi savunmak adına kimsenin söyleyecek bir sözü kalmamıştır. Ancak bu durum Amerikan tarzı kapitalizmin bir zaferi olarak da algılanmıştır.²³⁰ Dünya bu tarihten sonra hızlı bir liberalleşme sürecine girmiş ve piyasaları kendi haline bırakmanın en doğru yol olduğu insanların kafasına kazınmaya başlamıştır.

2008 krizi ise piyasalarla ilgili tüm algıları sarsmıştır. Piyasaların kendi kendine iyi işleyebileceği inancı yavaş yavaş yok olmaya başlamıştır. Ancak kapitalizmin tamamen ortadan kalkıp yerine daha farklı alternatif bir sistemin gelmesini beklemek de pek mantıklı görünmemektedir. Büyük bir olasılıkla kapitalizm ana hatları ile devam edecek ancak aksayan yönleri de şekillenecektir.²³¹

²²⁹ Ali ÜNAL, Kaya HÜSEYİN. “Küresel Kriz ve Türkiye” Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi, İstanbul, 2009, s.54.

²³⁰ Joseph STIGLITZ, “Capitalist Fools” Vanity Fair, 2009, s.13.

²³¹ Milton FRIEDMAN ve Anna J. SCHWARTZ, **A Monetary History of the United States**, 1860-1963. Princeton, NJ: Princeton University Press, s.123.

Buradan da anlaşılabacağı gibi 2008 krizi sonrasında regülasyonların ön planda olacağı açıktır. Kapitalizmin piyasaların düzenlenmesi üzerinde duran yeni şekli için “düzenleyici kapitalizm (regulatory capitalism)”²³² terimi telaffuz edilmeye başlanmıştır. Bu yeni dönemde piyasaların görünmez elin yönetiminden ziyade denetleyici mekanizmaların yönetimine tabi olacağı açıktır. Krizin küresel bir şekilde ilerlemesi ülkelerin koordineli düzenlemeler yapmasını da gerekli kılmaktadır. Gelecek dönemde bu ülkelerin birbirine yaklaşmasını gündeme getirecektir. Bu finansal sistemin uluslar üstü bir regülasyonla denetlenmesi gerekmektedir.

Bu anlamda IMF’nin yeniden yapılandırılması en çok tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. IMF tümüyle düzenlemelerden sorumlu bir politika kurumu haline getirilmelidir. Bu kurumun üç temel görevi olmalıdır. Bunlar finansal sektörle ilgili kuralları geliştirmek, finansal sektörle ilgili denetim mekanizmalarını geliştirmek, küresel finansal sistemde geçerli olacak maliye ve para politikasının çerçevesini çizmek. Bu kurumun düzenlemeleri rating kuruluşları için de bir gösterge sayılmalı ve ratingleri bu kurallar ve düzenlemeler doğrultusunda belirlemelidirler. Ayrıca bu kurum sadece uyarıcı bir vasıfta olmalıdır. İlgili ülkede yatırım yapacak olan yatırımcılar da bu uyarıları dikkate alarak risk primlerini belirlemedirler.²³³

2.4 İKİ KRİZDEN ÇÖZÜM OLARAK ÇIKAN MALİYE POLİTİKASI

Bugün dünya 1929 Büyük Bunalımından sonraki en şiddetli krizin içinde bulunduğu için küresel krize karşı ilk ciddi tepki para politikası aracılığıyla olmuş; fakat istenen sonuç alınamamıştır. Bunun üzerine dikkatler maliye politikasına çevrilmiştir. John Maynard Keynes’in 1936’da yayınlanan “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” kitabına geri dönmekte ve doğrudan Keynes’in kriz olgusuna bakışını gözden geçirmektedir. Bu gözden geçirmenin temel nedeni, Keynes’in kapitalist tarihin yaşadığı en etkili kriz olan 1929 Büyük Bunalımı hakkındaki düşüncelerinin incelenmesinin, hem içinde bulunduğumuz krizi hem de bu krize çözüm olarak önerilen maliye politikası hakkındaki anlayışımızı geliştirmeye yardım edeceğinin düşünülmesidir.

²³² BERNANKE ve CAREY, a.g.m., s.23.

²³³ EĞİLMEZ, a.g.e., s.127.

Böyle bir ortamda, maliye politikası, kısa dönemde düşen toplam talebi süratle canlandıracak en önemli politika seçeneği olarak görülmeye başlanmıştır. Krizden en çok etkilenen sanayileşmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ülke, genişletici maliye politikası uygulamalarına ağırlık vermeye başlamış, IMF dünya ülkelerine krizden çıkışın en etkin yolunun mali genişleme olduğunu duyurmuş ve son olarak 2009 Nisanında yapılan G-20 zirvesine katılan ülkeler, ekonomik büyüme için mali genişleme üzerinde anlaşmışlardır.²³⁴

Maliye politikasının krizlere karşı etkili bir iktisat politikası olduğuna dair inancın, 1960'lardan sonra belki de ilk defa bu derece arttığı söylenebilir. Keynes'in 1929 Büyük Bunalımına çözüm olarak önerdiği zamandan beri önemi devamlı artan iradi maliye politikası, 1950-1960'lı yıllarda altın dönemini yaşamıştır. Buna karşın, 1970'li yıllarda yeni klasik iktisadın eleştirileri ile başlayan bir gerileme döneminin varlığından söz edilebilir. Barro (1974)²³⁵, Ricardocu Denklik teoremi adı verilen yaklaşımla, kamu borcunun gelecekte ödenmesi gerekliliği nedeniyle, ileriye bakan tüketicilerin yüksek vergi beklentileriyle uyumlu olarak genişletici maliye politikasını özel tasarruflarını artırarak etkisiz kılacaklarını ileri sürmüştür. Kydland ve Prescott (1977)²³⁶ ise, dinamik zaman tutarsızlığı nedeniyle iradi politikaların çok ciddi kısıtlara sahip olduğunu göstermişlerdir. İradi maliye politikasının kısıtları ve etkisizliği üzerindeki akademik tartışmalar, uygulamada da çoğu ülkenin devamlı bozulan mali dengelemlere sahip olması gerçeğiyle birleşince, dikkatler politik etkilerin azaltıldığı, kurallara dayalı bir maliye politikası çerçevesinin oluşturulmasına doğru kaymıştır. 1 Ocak 1993'te yürürlüğe giren Maastricht Anlaşmasının bu yaklaşımın en ciddi uygulaması olduğu söylenebilir.²³⁷

²³⁴ DECRESSIN ve Laxton D, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Paper, 2009, No. 09/01.

²³⁵ Barro, R. J., "Are Government Bonds Net Wealth?", Journal of Political Economy, 59(2), 1974, ss.93-116.

²³⁶ Kydland, F. E ve Prescott, E. C. "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, Vol. 85(3), 1977, ss.473-491.

²³⁷ TAYLOR, a.g.e., s.254.

2.4.1 Keynes’de Krizin Nedeni

Keynes Genel Teoride “önceki bölümlerde, herhangi bir zamanda, istihdam seviyesini nelerin belirlediğini gösterdiğimizi iddia ettiğimize göre, bunu takiben, eğer haklıysak, teorimizin ticari çevrimler olgusunu da açıklığa kavuşturabilmesi gerekir” diyerek; geliştirdiği yaklaşımı iktisadi dalgalanmaların açıklanması için kullanmıştır.

Keynes’in krizle ilgili yaklaşımı bazı çıkarımları da beraberinde getirmektedir:²³⁸

- Keynes’de ticari çevrimler ve krizler sistemin kendi içsel unsurlarının bir sonucudur.
- Halde sistem kusurludur ve yeni bir “Genel Teori”ye ihtiyaç vardır.
- Sistemi yukarı ve aşağı çeken güçleri anlamak, krizlerin süresi ve şiddeti açısından önemlidir.
- Krizler, ekonomik koşullardaki ani ve şiddetli değişimler anlamına geldiğinden, analizlerde beklentiler çok önemli bir yere sahiptir.

Keynes, iktisadi dalgalanmanın temel nedenleri olarak;

- Tüketim eğilimindeki,
- Likidite tercihindeki,
- Sermayenin marjinal etkinliğindeki dalgalanmaları göstermektedir.²³⁹

2.4.1.1 Tüketim Eğilimindeki Dalgalanmalar

Keynes Genel Teoride, tüketim eğilimini etkileyen faktörleri iki gruba ayırmaktadır: objektif ve sübjektif faktörler.²⁴⁰

²³⁸ John KEYNES, **The General Theory of Employment Interest and Money**, Macmillan, Cambridge University Press, for Royal Economic Society, 1936, s.133. Electronic edition: <http://homepage.newschool.edu/het/texts/keynes/gtnote.htm>. (12.04.2010).

²³⁹ KEYNES, a.g.e., s.313.

²⁴⁰ KEYNES, a.g.e., s.380.

Tüketim eğilimini etkileyen objektif faktörler:

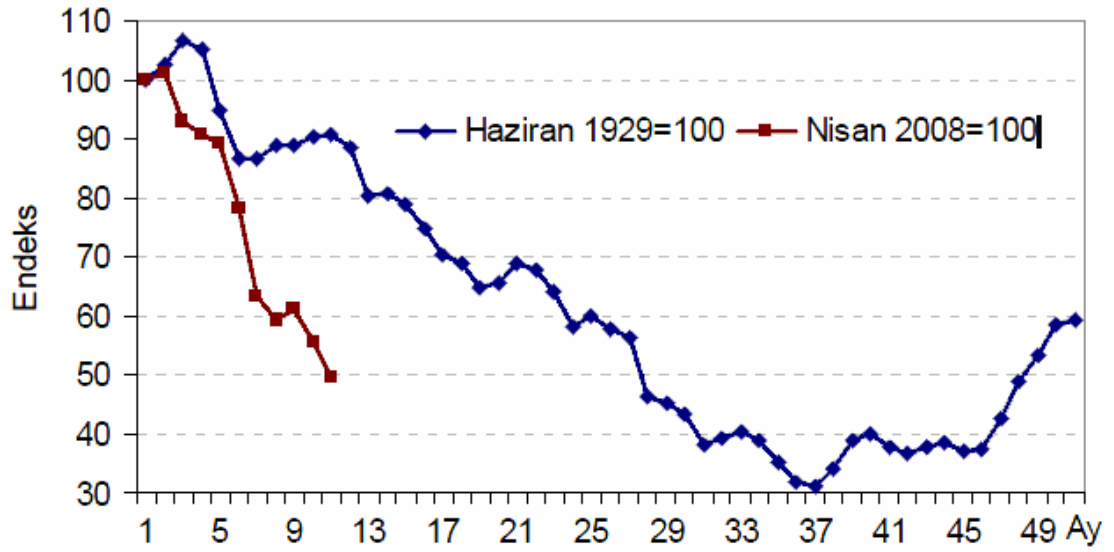
1. Ücret birimindeki değişmeler,
2. Gelir ve net gelir arasındaki farktaki değişmeler,
3. Net gelirle istikrarlı bir ilişki içerisinde bulunmayan sermaye değerindeki değişmeler,
4. Zaman iskonto oranındaki, yani bugünkü mallarla gelecekteki mallar arasındaki mübadele oranındaki değişmeler,
5. Maliye politikasındaki değişmeler,
6. Bugünkü ve gelecekteki gelir seviyesi arasında beklenen ilişkideki değişmelerdir.

Sübjektif faktörler ise; zevk ve tercihler, moda, cömertlik, gösteriş, risklere karşı rezerv oluşturma ve miras bırakma isteği gibi psikolojik faktörlerle ilgilidir.

Tüketim eğilimini belirleyen faktörler arasında, net gelirle istikrarlı bir ilişki içerisinde bulunmayan sermaye değerindeki değişmeler ve maliye politikası ön plana çıkmaktadır. Keynes, net gelirle istikrarlı bir ilişki içerisinde bulunmayan sermaye değerindeki değişmeleri, kısa dönemde tüketim eğilimindeki değişimin en önemli nedeni olarak göstermiştir. Keynes'i bu sonuca götüren neden, 1929 Büyük Bunalımında ülke borsalarındaki ani ve büyük ölçekli düşüş olsa gerek. Benzer bir durum, bugünkü Küresel Kriz için de geçerlidir. Şekil 16, üretimin zirveden daralmaya geçtiği Haziran 1929 ve Nisan 2008 tarihlerini başlangıç alarak, Büyük Bunalım ile içinde bulunduğumuz Küresel Kriz dönemindeki Dünya borsalarını kıyaslamaktadır. Şekil 16'dan anlaşılacağı gibi Küresel Kriz, Büyük Bunalımdan çok daha hızlı biçimde dünya borsalarında yaklaşık % 50 oranında kayba neden olmuştur.²⁴¹

²⁴¹ KEYNES, a.g.e., s.390.

Şekil 16: Dünya Borsaları, Küresel Kriz ve Büyük Bunalım



Kaynak: Eichengreen B. ve O'Rourke K. H. (2009), "A Tale of Two Depressions", VOX, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>, (21.01.2010).

2.4.1.2 Likidite Tercihindeki Dalgalanmalar

İktisadi dalgalanmanın ikinci belirleyicisi olan, likidite tercihi daha çok para politikası ile ilgilidir. Keynes'de likidite tercihi üç ayrı güdüye bağlıdır²⁴²:

- İşlem güdüsü: kişisel ve işle ilgili değiş-tokuşun yapılması amacıyla ihtiyaç duyulan paradır.
- İhtiyat güdüsü: gelecekteki güvenliğin sağlanması amacıyla talep edilen paradır.
- Spekülasyon güdüsü: ileride piyasanın getirebileceği daha iyi bir kar beklentisiyle talep edilen paradır.

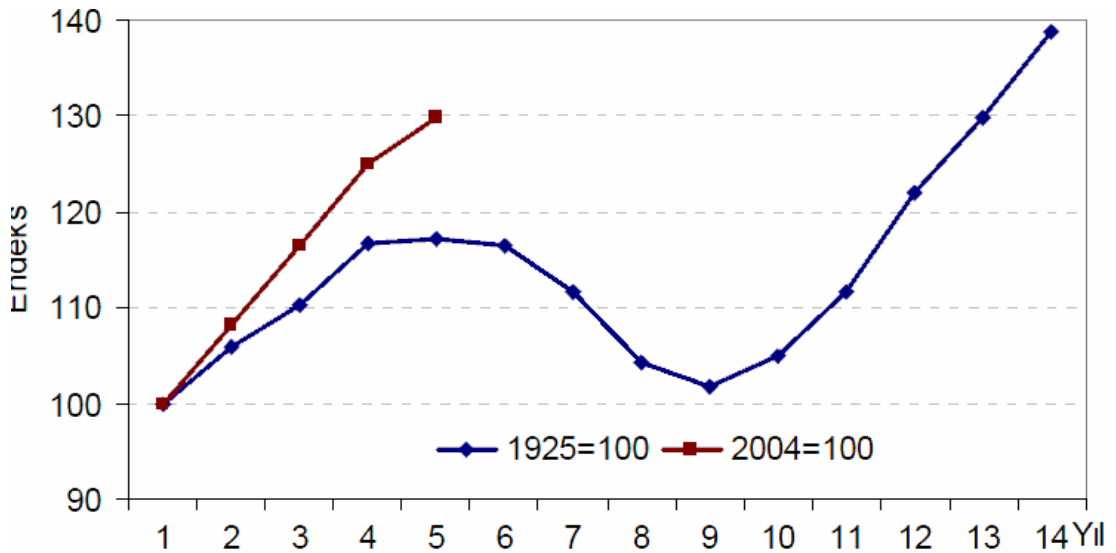
Yukarıda kısaca bahsedilen likidite tercihi teorisinden yola çıkan Keynes, para arzındaki büyük bir artışın dahi, faiz oranı üzerinde göreceli olarak küçük bir etki yaratabileceğine dikkat çekmektedir. Para arzındaki büyük ölçekli bir artış gelecek hakkında öyle büyük bir belirsizlik yaratabilir ki ihtiyat güdüsüyle para talebi artabilir, bu arada cari faiz oranının geleceği hakkındaki kanı toplumca

²⁴² KEYNES, a.g.e., s.70.

öylesine paylaşılabılır ki cari faiz oranlarındaki küçük bir değişme nakit paraya yönelik kitlesel bir hareket başlatabılır. İlginç bir şekilde, para arzındaki değişimlere karşı sistemin istikrarlılığı ve duyarlılığı, belirsizliğin ne olduğu ile ilgili fikirlerin varlığına oldukça bağlı durumdadır. Sistem için en iyisi, geleceği bilmektir. Böyle bir durumun yokluğunda, yine de para arzındaki değişimle ekonomik sistemin faaliyetlerini kontrol etmek isteniyorsa, sistemin geleceği ile ilgili fikirlerin birbiriyle farklı olmasının gerekliliğine dikkat etmek gerekir. Keynes, örnek olarak ABD ve İngiltere’yi vermektedir. ABD’de sistemin geleceği ile ilgili herkes aynı zamanda aynı kanıda bulunduğu için, para arzıyla ekonomik faaliyetleri kontrol etmek, nispeten farklılaşan fikirlere sahip olan İngiltere ekonomisine göre daha zor olacaktır.²⁴³

Bu durumda Keynes’in Genel Teoride para arzının artırılması ile uygulanacak bir genişleyici para politikasını bütünüyle etkisiz bulmadığını; ancak özellikle büyük kriz dönemlerinde para politikasının etkisinin de ciddi kısıtlamalara sahip olduğunu belirttiğini söylemek yanlış olmaz.

Şekil 17: Para Arzı, Küresel Kriz ve Büyük Bunalım



Kaynak: Eichengreen B. ve O’Rourke K. H., “A Tale of Two Depressions”, 2009, VOX, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>, (21.01.2010).

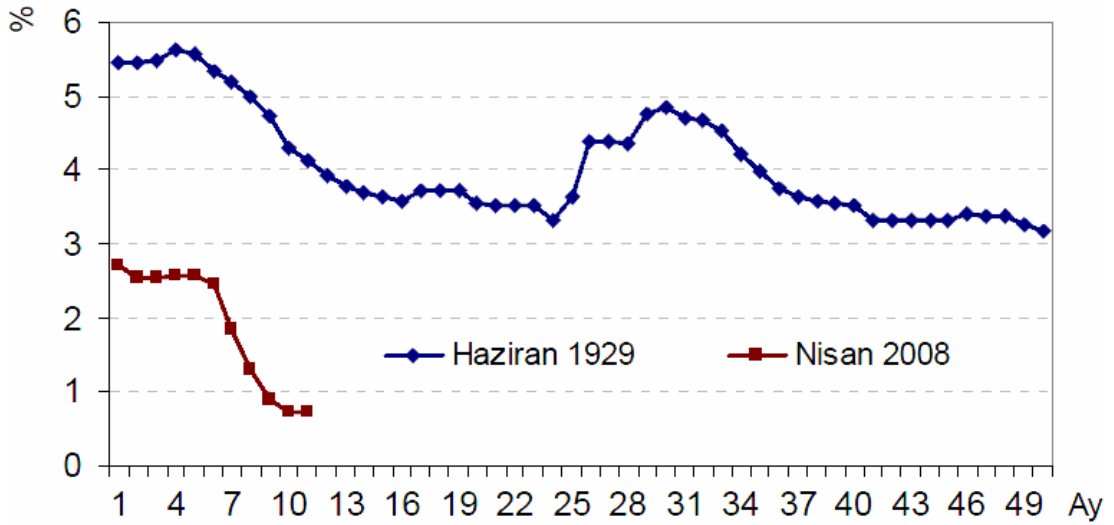
²⁴³ KEYNES, a.g.e., s.72.

Şekil 17, 19 ülkenin GSYİH'larına göre ağırlıklandırılmış para arzını, 1925 ve 2004 yıllarındaki para arzını 100 kabul ederek göstermektedir. Şekilde dikkati çeken nokta, iki kriz dönemi arasında para arzı açısından ciddi bir davranış farkının bulunmasıdır. Büyük Bunalımda 1928–1930 döneminde ekonomideki para arzı neredeyse aynı iken, 1931–1933 dönemi boyunca para arzı daralmakta; buna karşın Küresel Krizde böyle bir daralma görülmemekte, aksine para arzındaki artış devam etmektedir.

Şekil 18, beş ülke merkez bankası ve Avrupa merkez bankasının GSYİH'ya göre ağırlıklandırılmış ortalama politika faiz oranlarını karşılaştırmaktadır. Krizlerin başlangıcı olarak kabul edilen ekonominin genişleme dönemini bitirip daralma dönemine başladığı Haziran 1929 ve Nisan 2008'den itibaren merkez bankaları politika faizleri incelendiğinde, ilk göze çarpan her iki krizde de faiz oranlarındaki düşüşün, ekonomik daralmayı yaklaşık 6 ay geriden takip ettiğidir. Bununla birlikte, Küresel Krizi Büyük Bunalımdan ayıran en önemli husus, her ikisinde de politika faiz oranlarında bir düşüş söz konusu olmakla birlikte; Küresel Krizde bu düşüşün hız ve başlangıca göre yüzde değişim olarak daha etkili olmasıdır. Şöyle ki, Küresel Krizde merkez bankası politika faizleri, Kasım 2008'de % 2,45 iken, Nisan 2009'da % 0,72'lere kadar gerilemiştir. Diğer bir deyişle Dünya Merkez Bankaları Küresel Krize politika faizlerini 5 ay içerisinde yaklaşık % 71 düşürerek karşılık vermişlerdir. Buna karşın Büyük Bunalımda bu süreç çok daha yavaştır ve politika faizlerindeki düşüş nispeten daha zayıftır. Nitekim para politikası faizleri ancak Mayıs 1931'de % 3,33'le dip yapmıştır. Bu ise, başlangıca göre % 39'luk bir düşüşü yansıtmaktadır.²⁴⁴

²⁴⁴ STIGLITZ, a.g.e. s.98.

Şekil 18: Merkez Bankaları Politika Faizleri, Küresel Kriz ve Büyük Bunalım



Kaynak: Eichengreen B. ve O'Rourke K. H. (2009), "A Tale of Two Depressions", VOX, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>, (21.01.2010).

Bununla birlikte, politika faiz indirimlerine dayalı geleneksel para politikası uygulamalarının, küresel ölçekte yaşanan güven bunalımına dayalı kredi tıkanıklığını ortadan kaldıramaması ve dolayısıyla ekonomik faaliyetler üzerinde istenen etkiyi yaratamaması sonucunda, gelişmiş ülke merkez bankaları ekonomiye doğrudan para aktarımını içeren geleneksel olmayan (nicel) para politikası uygulamalarına yönelmişlerdir.²⁴⁵

2.4.1.3 Sermayenin Marjinal Etkinliğindeki Dalgalanmalar

Keynes, iktisadi dalgalanmanın temel belirleyicisi olan sermayenin marjinal etkinliği kavramını Genel Teori'nin 11. bölümünde tartışmaktadır²⁴⁶: "Bir kimse bir sermaye varlığını satın aldığı zaman; söz konusu varlığın ömrü süresince varlığın çıktısını sağlamanın maliyetini düşükten sonra, çıktının satışından elde etmeyi umduğu gelecekteki getiriler serisini elde etme hakkını satın alır. $Q_1, Q_2, \dots, Q_n$ için, yatırımın gelecekteki yıllık getirileri demek uygun olur.

²⁴⁵ TAYLOR, a.g.e., s.255.

²⁴⁶ KEYNES, a.g.e., ss.135-136.

Yatırım varlığının gelecekteki gelirine karşılık, sermaye varlığının arz fiyatına sahip oluruz. Bununla söz konusu varlık türünün piyasada satın alınabileceği piyasa fiyatını değil, üreticiyi bu varlığın ilave bir birimini üretmeye yönlendiren fiyatı, yani bazen yerine koyma maliyeti denilen şeyi kastederiz. Sermaye varlığının gelecekteki getirisi ile arz fiyatı veya yerine koyma maliyeti arasındaki ilişki, yani o tür bir sermayeden bir birim daha fazla üretmenin gelecekteki getirisi ile o birimi üretmenin maliyeti arasındaki ilişki, bize o tür bir sermayenin marjinal etkinliğini verir. Daha açık konuşmak gerekirse, sermayenin marjinal etkinliğini; sermaye varlığından ömrü boyunca elde edilmesi beklenen getiriler tarafından sağlanan yıllık gelirler serisinin bugünkü değerini arz fiyatına eşit kılan iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır. Bu bize belirli türdeki bir sermaye varlığının marjinal etkinliğini verir. Bu marjinal etkinliklerin en büyüğü, genel olarak sermayenin marjinal etkinliği olarak mülhaza edilebilir.

Burada sermayenin marjinal etkinliği, getiri beklentisi ve sermaye varlığının cari arz fiyatı cinsinden tanımlanmaktadır. Sermayenin marjinal etkinliği, yeni üretilen bir varlığa yatırılsaydı para cinsinden elde edilmesi beklenen geri dönüş oranına bağlı olurdu, ömrü bittiğinde geriye bakarak kayıtlardan bulacağımız yatırımın orijinal maliyeti üzerinden getirisi olarak ifade edilen tarihi kayda bağlı değildir”.

Özetle sermayenin marjinal etkinliği, sermaye malının ömrü boyunca getirmesi beklenen hasılat dizisinin bugünkü değerini söz konusu sermaye malının arz fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır. Ayrıca Keynes’de²⁴⁷, sermayenin marjinal etkinliği, yalnızca sermaye mallarının kıt veya bol olmasına ve sermaye malları üretiminin cari değerine değil; sermaye mallarının gelecekteki getirileri ile ilgili bugünkü beklentilere de bağlıdır. Bu durumda Keynesyen analizde, gelecekle ilgili beklentiler yeni yatırım miktarını belirleyen temel etken olmaktadır. Ayrıca Keynes,²⁴⁸ sermayenin marjinal etkinliğinin faiz oranından daha önemli olduğunu belirtir. Bunun temel nedeni, sermayenin marjinal etkinliğinin, faiz oranına göre gelecekteki beklentileri daha fazla yansıtmasıdır.

²⁴⁷ KEYNES, a.g.e., s.316.

²⁴⁸ KEYNES, a.g.e., s.145.

Keynes²⁴⁹ gelecekle ilgili beklentileri ise, güvenilmez, istikrarsız ve ani değişmelere açık olarak nitelendirmektedir. Yatırımcı, gerçekten de gelecekle ilgili çok az bilgiye sahiptir ve esasında kararları gelecekle ilgili sayısal verilerden ziyade kendi içgüdüsüne dayanır. Keynes bu özelliği, hayvani içgüdü olarak tanımlar. Sağlıklı bir insanın ölüm düşüncesini aklına getirmemesi gibi, yatırımcı da batma tehlikesini çoğu zaman kendinden uzak görür. Fakat nasıl ki sağlıklı bir birey hastalandığında veya ciddi bir rahatsızlık riski belirdiğinde, tüm kararlarını ani bir kötümserlik kaplıyorsa; aynı şekilde yatırımcılar da gelirlerindeki azalmayı hissettiklerinde yatırım kararlarında ani değişikliklere gidebilirler. Öyle ki, güven duygusundaki bir azalmanın sonucu yatırımlar tamamen durabilir.

Keynes'in krize bakışında varılan nokta; Keynes'in "beklentilerdeki belirsizliği" iktisadi dalgalanma analizinin temeline yerleştirdiğidir. Beklentilerdeki değişme; marjinal tüketim eğilimini, reel para talebini, faiz oranını ve daha da önemlisi iktisadi dalgalanmaların temel yönlendiricisi olan sermayenin marjinal etkinliğini değiştirmektedir.

2.4.2 Küresel Kriz ve Maliye Politikasının Artan Önemi

Küresel Krizden çıkış yolu olarak maliye politikasının gerekliliği ile ilgili belki de ilk ciddi çağrısı IMF yapmıştır. Spilimbergo, Symansky, Blanchard ve Cottarelli tarafından hazırlanan 29 Aralık 2008 tarihli "Fiscal Policy for the Crisis" isimli çalışmada yazarlar, ülkelerin toplam talebi desteklemek için kullandıkları iki geleneksel politikanın küresel kriz ortamında daha az etkin olduğunu belirtmektedirler. Bu politikalardan birincisi olan her ülkenin kendi başına hareket edeceği, ihracat öncülüğünde ekonomik iyileşme seçeneği, tüm dünyanın ekonomik yavaşlama yaşadığı ve tüm dünyanın dış ticaret hacminin gerilediği böyle bir dönemde çözüm olmaktan uzaktır. İkinci politika para politikasıdır. Fakat finansal krizlerin doğal yapısı, parasal aktarım mekanizmasını zayıflatmaktadır. Ayrıca

²⁴⁹ KEYNES, a.g.e., ss.162-163.

birçok ülkede parasal genişleme zaten kullanılmış ve merkez bankalarının politika faiz indirimleri açısından hareket alanları oldukça daralmıştır.

IMF'den Freedman ve Diğ.²⁵⁰, finansal krize bağlı olarak ortaya çıkan güven kaybının toplam talepte şiddetli bir daralmayı beraberinde getirdiğini ve bu durumun küresel ekonomi üzerinde önemli bir deflasyonist etki doğurduğunu belirtmektedirler.

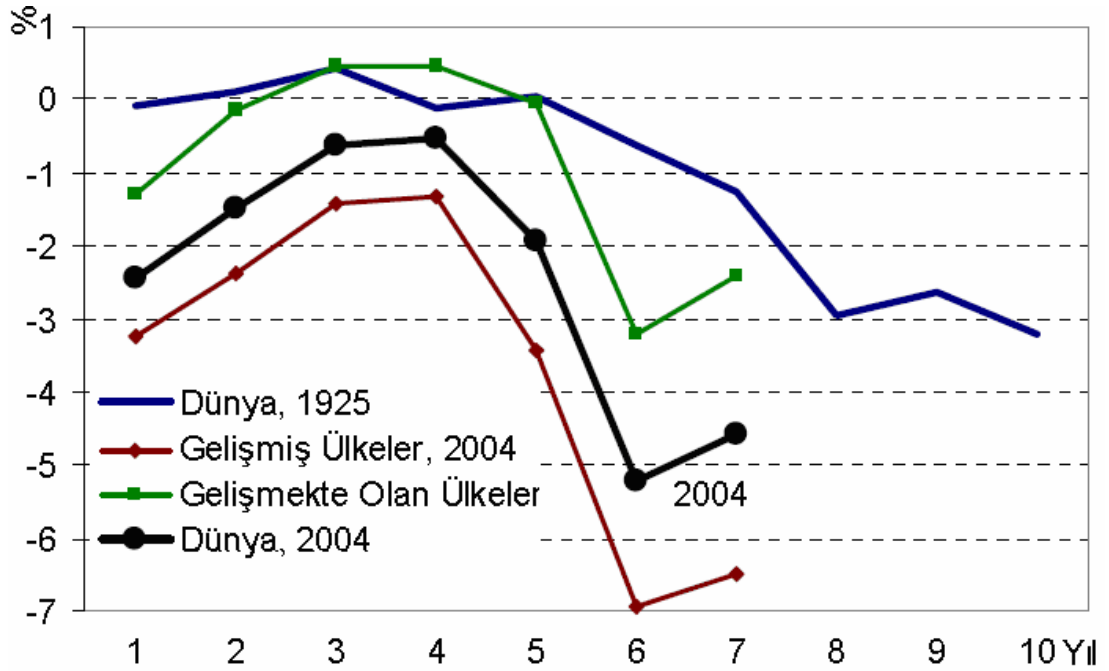
Nihayetinde 2009 Nisanında Londra'da gerçekleştirilen G-20 zirvesi ile ülke liderleri krizden çıkış için genişletici maliye politikası üzerinde anlaşmışlardır. Zirvede, IMF kaynaklarının 1.1 trilyon ABD doları artırılmasına karar verilmiş ve katılımcı ülkelerin toplam olarak 5 trilyon ABD doları civarında bir mali teşvik programı uygulamaları öngörülmüştür. Ayrıca kriz sonrası finansal sistemin sağlığının yeniden tesisi ve bunun sürdürülebilmesi için çeşitli önlemler alınması gerektiği üzerinde durulmuştur.

Freedman ve Diğ.²⁵¹, para politikası ile desteklenmiş küresel bir mali genişleme durumunda, kamu yatırımı şeklinde harcanan her bir doların GSYİH'da yaklaşık 3 \$'lık bir artışa neden olacağını, buna karşın belirli kesimleri hedef alan transfer ödemeleri için harcanan her bir doların yaklaşık 1 \$'lık bir artışa yol açabileceğini belirtmektedirler. Özellikle mali hareket alanı sınırlı olan ülkeler için bu ayrım önemlidir. Belirli kesimleri hedef alan transfer ödemeleri, kolay ve hızlı uygulanmalarına karşın ekonomi canlanmaya geçerken yeterli desteği sağlayamayabilirler. Buna karşın kamu yatırım harcamaları, projeye olan bağımlılıkları nedeniyle daha uzun vadeli olabilmektedirler. Buna karşın, ekonomik zayıflığın 2010'a kadar süreceği tahmin edildiğinden, kamu yatırım harcamaları daha güçlü bir ekonomik büyüme sağlayabilir.

²⁵⁰ IMF. **“The State of Public Finances—Outlook and Medium-Term Policies after the 2008 Crisis”**, IMF Fiscal Affairs Department, March 6, 2009, Freedman C., Kumhof M., Laxton D. ve Lee J., **“The Case for Global Fiscal Stimulus”**, 2009, IMF Staff Position Note, March 6, 2009.

²⁵¹ FREEDMAN C., KUMHOF M., LAXTON D. ve LEE J., **“The Case for Global Fiscal Stimulus”**, IMF Staff Position Note, March 6, 2009., s.122.

Şekil 19: Kamu Bütçe Dengesi/GSYİH (%), Küresel Kriz ve Büyük Bunalım

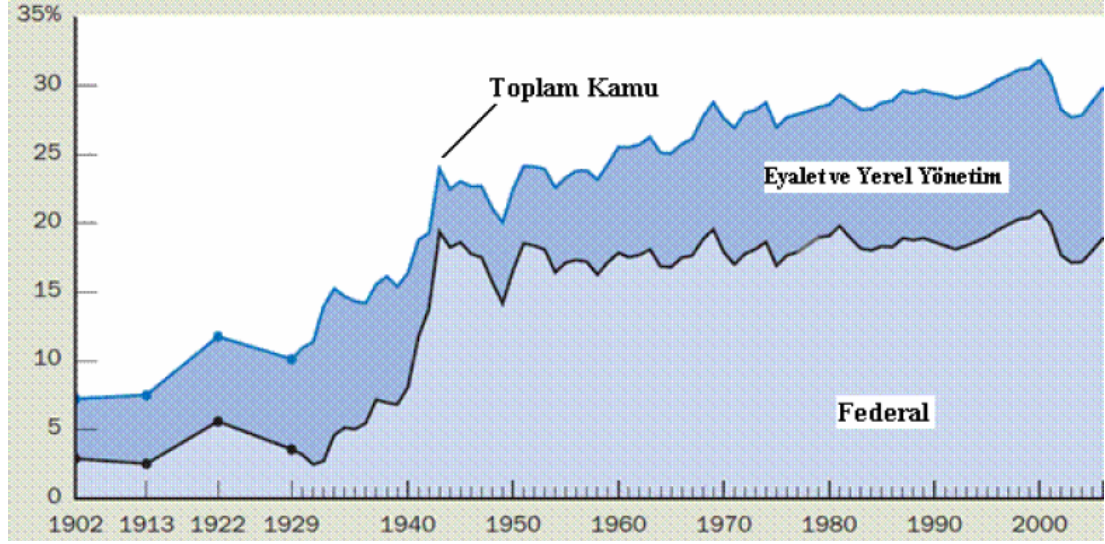


Kaynak: Eichengreen B. ve O'Rourke K. H. (2009), "A Tale of Two Depressions", VOX, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>, (12.01.2010).

Şekil 19'da 1929 Büyük Bunalım ile Küresel Krizdeki maliye politikası tepkilerini karşılaştırmaktadır. 1930 yılına kadar, kamu bütçesi neredeyse denk durumda iken, 1930–1934 döneminde kamu açığı % 3'lere kadar çıkmıştır. Günümüzde ise, 2004 yılı itibarıyla dünya ekonomisinin zaten % 2–3 aralığında bir bütçe açığına sahip olduğu görülmektedir. 2008 yılına kadar, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde genel bir toparlanma eğilimi bulunmakla beraber, Küresel Kriz ile birlikte yerini hızlı bir mali genişlemeye bırakmıştır. IMF, kamu açığında 2009 yılında rekor oranda bir artış, 2010'da ise ekonomik toparlanmanın da etkisiyle bir miktariyleşme beklemektedir. 2009 yılında krizin merkezini oluşturan gelişmiş ülkelerde kamu açığı/GSYİH oranının % 6, gelişmekte olan ülkelerde ise % 3 düzeyinde olacağı, dünya genelinde ise % 5'e ulaşacağı tahmin edilmektedir. Büyük Bunalım ve Küresel Krize karşı verilen mali genişleme tepkilerine bakıldığında, günümüzdeki Küresel Krizde mali genişlemenin daha hızlı ve daha büyük miktarlarda gerçekleştirildiği görülmektedir.²⁵²

²⁵² STIGLITZ, a.g.e., s.101.

Şekil 20: ABD’de Federal Gelirler, Eyalet ve Yerel Yönetim Gelirlerinin GSYİH’ya Oranı (%)



Kaynak: <http://gregmankiw.blogspot.com/2008/10/blog-post.html>, (7.01.2010).

Bununla birlikte, Küresel Krizin 1929 Büyük Bunalımından çok daha farklı bir ekonomik altyapıda gerçekleştiği de belirtilmelidir. Şekil 20, 1902–2006 dönemi için ABD’de federal gelirlerin, eyalet ile yerel yönetim gelirlerinin GSYİH’ya oranını göstermektedir. 1929 Büyük Bunalımına kadar toplam hükümet gelirlerinin GSYİH içerisindeki oranı ortalama olarak % 10’lar civarında iken; 1929 Büyük Bunalımı ve ardından II. Dünya Savaşı ile birlikte bu oranın artışa geçtiği ve 1945’ten günümüze % 25’lerden % 30’lara varan hafif bir artış trendinde hareket ettiği görülmektedir. Diğer bir deyişle, krizin çözümü 1929 Büyük Bunalımına benzer biçimde kamunun ekonomideki ağırlığını radikal biçimde artırıcı düzenlemeler ve uygulamalara başvurmakta aranmamalıdır. Bugünkü kriz, devletin ekonominin içinde istikrarlaştıracı bir unsur olarak bulunduğu bir altyapıda gerçekleşmiştir. Keynes krizin nedeni ve çözümü aşamalarında “kamu harcamalarına” önemli bir rol vermektedir; halbuki Küresel Krizin nedenleri arasında kamu harcamalarının sistemde etkin biçimde yer almaması bulunmaktadır. Bu noktadan hareketle, dünya devletlerinin maliye politikasını krizden kısa sürede çıkış için bir politika aracı olarak kullanmaları anlaşılır olmakla

birlikte, uzun vadede dünyanın belli kısıtlamalara sahip mali kurallara dayanan maliye politikalarına doğru ilerlemeye devam etmesi beklenmektedir.²⁵³

Dünyanın 1929 Büyük Bunalıma kıyasla, Küresel Krizde hem para hem de maliye politikası uygulamalarında daha hızlı ve etkili davrandığı görülmektedir. Bununla birlikte, para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkinliğinin, özellikle bu tip derin kriz dönemlerinde azaldığının vurgulanması, kısa dönemde maliye politikalarının krizlerin en iyi çözümü olduğu yönündeki geleneksel Keynesyen görüşe güç kazandırmıştır.

²⁵³ MANKIW, a.g.e., s.121, <http://gregmankiw.blogspot.com/2008/12/crises-and-government.html>, (23.03.2010).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZİ VE KAZAKİSTAN

3.1 KAZAKİSTAN EKONOMİSİNE GENEL BAKIŞ

Bağımsızlığın ilk yıllarında yaşanan sosyo-ekonomik kriz ortamından sonra Kazakistan'ın uluslararası politik ve ekonomik arenadaki önemi hızla artmaya başlamıştır. Bölgesel ve küresel bir vizyona sahip Kazakistan Devlet Başkanı Nazarbayev, öncelikle ülkesini bölgesel bir güç haline getirecek girişimlere hız kazandırmış, ardından güvenlik problemlerini asgariye indirmiş ve ardından ülkeye uluslararası toplum nezdinde itibar adımları atmayı başarmıştır.²⁵⁴

16 Aralık 1991'de bağımsızlığını ilan eden Kazakistan'da, Hükümet tarafından merkezi ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçebilmek ve bu sayede ülkeye yabancı sermayeyi çekebilmek için çeşitli ekonomik reformlar başlatılmıştır. Bu reformlar; kamuda tekelliliğin ortadan kaldırılması, özelleştirme, borçları yeniden yapılandırılması, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, fiyat politikaları ve ticarete liberalleşmenin sağlanması, yatırımların teşviki kanununun çıkarılması ve gümrük ile vergi konuları üzerine odaklanmıştır.²⁵⁵

1999 yılından itibaren Kazakistan ekonomisi sürekli gelişme ve büyüme izlemiştir. 2002 yılında ise ABD Ticaret Dairesi tarafından Kazakistan'a piyasa ekonomisi statüsü tanımıştır.²⁵⁶ Kazakistan ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmeler dünya kredilendirme kuruluşlarının da dikkatini çekmiş ve ülkenin kredi notu Fitch tarafından BBB'ye yükseltilmiştir.²⁵⁷ 2007 yılında ise bu not doğrulanmıştır.

²⁵⁴ Mehmet DIKKAYA ve Ali BORA, Çandan Kazakistan'ın Ekonomi Politikası ve Türkiye'nin Yeri, **Orta Asya ve Kafkasya Araştırmaları Dergisi**, Uluslar arası Stratejik Araştırmalar Kurumu Yayını, Sayı:2, 2006, s. 115

²⁵⁵ Emin ÇARIKÇI, **Türk Cumhuriyetlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Kazakistan Örneği**, TC Barbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ocak 2002, <http://www.dtm.tr/ead/dtdergi/ocakozel2002/cakirci>, (Erişim: 15.12.2009)

²⁵⁶ Berik ULANOV, **Doing Business In Kazakhstan**, The Almaty Office Of Mcguirewoods LLP, s. 1, www.mcguirewoods.com, (Erişim: 03.01.2010)

²⁵⁷ ÖZDEMİR, a.g.t., s.27

Kazakistan ekonomisinde yaşanan gelişmelerden biri de 2000-2007 döneminde GSYİH'nın reel büyüme oranının ortalama olarak %10 olmasıdır. Büyümenin en önemli faktörü petrol, gaz ve değerli metaller başta olmak üzere Kazakistan'ın ihraç ettiği mal fiyatlarının dünya pazarında yüksek olmasıdır. 2007 yılında ise bütün sektörlerde üretim hacminin artması dolayısıyla Kazakistan'ın GSYİH'sı %8,7 oranında artış göstermiştir. Böylece, 2007 yılının ilk 11 ay içinde sanayi sektöründe üretim hacmi %4,5, tarım sektöründe %8,5, ticarete %10, taşımacılık sektöründe ise %4,7 oranında artış göstermiştir. Üretim artışına tarım sektörünün katkısı diğerlerine oranla nispeten daha fazla olmuştur. Bununla birlikte ekonomideki büyüme ise planlanan seviyede gerçekleştirilememiştir. Bunun nedenleri ise, GSYİH'daki büyümenin yavaşlaması, bankaların dış finansman kaynaklarından faydalanamaması ve likidite yetersizliğinden dolayı yerel üreticilere bankalar tarafından kredi verilememesidir.

2007 yılında ücretlerin artış eğilimi devam etmiştir. İstatistiki verilere göre, Ocak - Eylül dönemi için ücret ortalaması 50469 tenge, yani yaklaşık 400 dolara eşitti. Buna rağmen tüketici fiyatlarının artması ülkedeki yaşam standartlarının yükseltilmesi konusunda önemli bir engel oluşturmuştur.²⁵⁸ Ayrıca, 2007 yılında fiyatlar genel seviyesindeki yükselmeye paralel olarak ortaya çıkan ücret artışları, yaşanan enflasyonist süreci daha da hızlandırır.

3.1.1 Kazakistan'da Makroekonomik Gelişmeler

Kazakistan, BDT ülkeleri arasında son yıllarda en yüksek ekonomik performansa sahip ülke olup, Orta Asya'nın serbest ekonomisi olarak gösterilmektedir. Ülke, büyük petrol rezervlerine ve çeşitli yer altı kaynaklarına sahip olmanın yanı sıra tarım ve hayvancılık alanında da büyük potansiyele sahiptir.²⁵⁹

²⁵⁸ Kazkomertsbank; **Analitičeskiy Obzor**, (Analitik niceleme), Aralık 2007, www.kkb.kz, (27.02.2010).

²⁵⁹ Dina KARABAYEVA, Kazakistan'ın Piyasa Ekonomisine Geçiş Sürecinde Dış Ticaretinde Meydana Gelen Gelişmeler, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, amir 2006, s. 61

Tablo 4: Temel Makroekonomik Göstergeler

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
GSYİH, Milyar Tenge	2599,9	3250,6	3747,2	4612,0	5870,1	7453,0
Gayri Safi Sanayii Üretimi, Milyar Tenge	1798,3	2000,2	2336,9	2794,4	3733,8	2216,6
Ana Sermaye Yatırımları, Milyar Tenge	402,0	533,6	557,4	610,9	694,7	764,8
Bütçe Açığı/GSYİH	0,1	-0,2	0,2	-0,9	-0,2	0,35
Dış Ticaret Hacmi, Milyar Dolar	13,9	15,1	16,25	21,33	32,88	41,02
İhracat (FOB), Milyar Dolar	8,81	8,6	9,67	12,9	20,1	25,2
İthalat(CIF), Milyar Dolar	5,04	6,45	6,58	8,33	12,78	15,82
İşsizlik Oranı, Bin Kişi	906,4	780,3	690,7	672,1	658,8	650,8
TÜFE (%)	9,8	6,4	6,6	6,8	6,7	7,6

Kaynak: **Invest Kazakhstan**, Overview, 2006/2, s.6, www.kazinvest.kz (25.12.2009) www.stat.kz

Tablo 4'te görüldüğü gibi, ülkenin GSYİH'si istikrarlı bir şekilde büyümektedir. Böylece GSYİH, 2005 yılında 2000 yılına göre yaklaşık 3 kat artmıştır. Bütçe açığının GSYİH'ya oranı ise 2000-2005 döneminde 0,1-0,35 civarında değişmekte olup, nispeten düşük seviyede kaldığı görülmektedir. Bu dönemde ülkenin dış ticaret hacmi sürekli artma eğilimi göstermiştir. Bunun temel nedeni ise ülkeye yapılan DYSY'larında (doğrudan yabancı sermaye yatırımları) görülen artıştır. Ülkedeki enflasyon oranlarına bakıldığında ise enflasyonun yüksek boyutlara ulaşmadığı gözlenmektedir. Aynı dönemde işsizliğin de azalma eğiliminde olduğu dikkat çekmektedir. Bu tür olumlu gelişmeler, ülkede gerçekleştirilen ekonomik reformların başarılı olduğunu ortaya koyması açısından önem arz etmektedir.

3.1.2 Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın Yapısı ve Sektörel Gelişmeler

Dünya petrol fiyatlarının artışı nedeniyle Kazakistan ekonomisi hızla büyümektedir.

Tablo 5: Yıllar İtibariyle GSYİH'nın Artışı (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
GSYİH (milyar ABD \$)	30.8	43.2	57.1	80.4	104.9	134.4	102.3
Reel GSYİH Büyüme Oranı (%)	9.3	9.6	9.7	10.6	8.9	3.2	-1.9

Kaynak: T.C. Başbakanlığı Dış Ticaret Müsteşarlığı İGEME, Kazakistan Ülke Raporu, 2009: Tahmini.

Tablo 5'te görüldüğü gibi, ülkenin reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'sı (GSYİH) 2003 yılında % 9.3, 2004'te % 9.6, 2005'te % 9.7, 2006'da % 10.6 olarak büyüme oranını gösteriyor, ancak 2007'de % 8.9, 2008'de % 3.2, 2009'da tahminen % -1.9 olarak azalma oranı sergilemiştir.

Ülkenin GSYİH yapısına bakıldığında, Kazakistan sanayisinin petrol ve doğal kaynakların çıkartılması ile makine imalatına dayalı olduğu göze çarpmaktadır.²⁶⁰

3.1.3 Tarım ve Hayvancılık

Kazakistan'da tarım ve hayvancılığın oldukça gelişmiş olduğu belirtilebilir. Üretilen tarımsal ürünlerin başında buğday ve pamuk gelmekle beraber darı, yulaf, mısır ve pirinç de önemli tarım ürünleridir.²⁶¹ Çağdaş koşullar çerçevesinde tarımsal üretim, iklimsel ve doğal koşullara son derece bağlı bir üretim gücü haline

²⁶⁰ <http://www.tika.gov.tr/Dosyalar/Kazakistan.doc>, (15.02.2010).

²⁶¹ YAVUZ ÖZDEMİR, "Kazakistan, Azerbaycan, Türkmenistan ve Özbekistan'ın Enerji Potansiyelleri ve Politikaları", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007, s. 14

dönüşmüştür. Ülkede farklı koşullara sahip tarımsal üretim bölgelerinde, ülkenin en önemli ve temel tarımsal ihtiyaçları karşılanmaktadır.

Kazakistan'ın güney ve kuzeydoğu eyaletlerinde kültür bitkilerinin üretimi hayli yaygındır. Bunlar arasında pamuk, şeker pancarı, tütün (güneyde), ayçiçeği, kendir ve kenevir (kuzeydoguda) üretimi bulunmaktadır. Kazakistan'da üzüm üretimi de önemli bir yer tutmakta olup, daha ziyade ülkenin güney eyaletlerinde gelişmiştir.

Kazakistan'da hayvancılık sektörünün en önemli dalları arasında, öncelikle koyun ve büyükbaş hayvan yetiştiriciliği gelmektedir. Bunların yanısıra domuz yetiştiriciliği, kümes hayvanları, at ve deve yetiştiriciliği de hızla gelişmekte olan sektörlerdir. Bütün bu besicilik faaliyetlerinden ülkenin toplam et üretiminin %65'i karşılanmaktadır.²⁶²

Tablo 6'da Kazakistan'da 1990–2005 döneminde tarımın GSYİH içindeki payı gösterilmektedir.

Tablo 6: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla içindeki Tarımsal Alan Payı (1990–2005, %)

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2005
GSYİH içindeki Tarımsal Alan Payı	35,0	12,3	12,1	11,4	8,6	9,9	8,1	8,7	8,0	7,8	5,9

Kaynak: KARİBAYEVA; a.g.t., s. 67.

Tablo 6'da görülebileceği üzere tarımın GSYİH'ya oranı, 1990 yılında %35 iken, ilerleyen yıllarda sürekli bir gerileme içine girmiş ve 2005 yılında %5,9'a kadar inmiştir. Bu noktada yüksek üretim potansiyeline sahip tarım sektörünün son yıllarda diğer sektörlerle nazaran ikinci planda kaldığı belirtilebilir. Ancak tarım sektörünün gelişimini destekleyici bir dizi devlet politikalarının uygulamaya konulması, ülkenin

²⁶² Kayırtay NURGALIEV, **Kazakistan Ekonomisi**, Kazakistan El-Farabi Milli Devlet Üniversitesi, Tercüme-Dizgi-Baskı, YEPA LTD, Ocak, 1998, s. 70.

kendi kendine yetebilmesini sağlayabilmek açısından zorunluluk arz etmektedir. Bu bağlamda günümüzde sektörü canlandırmak amacıyla vergi sisteminde çeşitli düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır. Bunlar arasında tarım faaliyetlerinde bulunan tüzel ve gerçek kişiler için %10 oranında gelir vergisi ve tarıma yönelik bazı vergi muafiyetleri ön plana çıkmaktadır.

3.1.4 Madencilik ve Metalürji

Kazakistan'da madencilik ve metalürji sektörü, petrol ve doğalgaz sektöründen sonra ülkedeki ikinci önemli sanayi kolunu teşkil etmektedir. Metalürji sektörünün başlıca ihraç ürünü bakır olup bakır rezervleri bakımından dünyada üçüncü sırada yer alan ülkede bakır üretiminin tamamına yakını Kore'den Samsung firmasının ortak olduğu Kazakhmys firması tarafından gerçekleştirilmektedir.²⁶³

Kazakistan dünyada hacim ve çeşit itibarıyla en zengin doğal kaynaklara sahip ülkelerden biridir. Ülke uranyum, krom, kurşun ve çinko yatakları rezervlerinde dünya da ilk iki; kömür, demir ve altın rezervlerinde dünya sıralamasında ilk on; doğalgaz, petrol ve alüminyum rezervlerinde ilk yirmi ülke arasındadır. Kazakistan toprakları altında iki trilyon dolardan fazla keşfedilmiş doğal kaynak bulunmaktadır. Ayrıca, ülkenin mineral ve hammadde üretimi ihtiyacının çok üstündedir.²⁶⁴

Öte yandan Kazakistan dünyanın Kanada ve Avustralya'dan sonra en büyük üçüncü uranyum üreticisidir. 2004 yılında 3,719 ton uranyum üreten Kazakistan'daki toplam rezervlerin 1.5 milyon ton (tüm dünyadaki rezervlerin %20) olduğu hesaplanmakta ve Kazak hükümeti, 2010 yılına kadar 7 yeni uranyum madeni açarak yıllık üretimi 15,000 ton seviyesine getirmiştir.²⁶⁵

²⁶³ DEİK; **Kazakistan Ülke Bülteni**, Mayıs 2008, s. 8.

²⁶⁴ <http://www.tika.gov.tr/Dosyalar/Kazakistan.doc>, (15.02.2010).

²⁶⁵ DEİK; **Kazakistan Ülke Bülteni**, Mayıs 2008, s. 8.

3.1.5 Enerji

Kazakistan, 1,84 – 1,98 trilyon m³'ye yakın önemli doğal gaz rezervlerine sahiptir. Doğal gaz rezervlerinin esas kısmı Batı Kazakistan'da bulunmakta olup %25 oranına yakın rezervleri ise Karaçaganak petrol bölgesinde yer almaktadır. 2006 yılında çıkarılmış doğal gaz hacmi 27,015 milyar m³ hacmine yakındır. Kazakistan Hükümeti 2010 yılına kadar doğal gazın 47 milyar metre³, 2015 yılına kadar ise 52 milyar m³ hacminde çıkartılmasını planlamaktadır.²⁶⁶ Böylece, Kazakistan gaz ve petrol rezervleri ile Kanada ve Kuveyt gibi ülkeler arasında yer almaktadır.

Günümüzde petrol üretim ve ihracatı Kazakistan ekonomisi için çok önemli bir hale gelmiştir. Ülkede 1993 yılında 23 milyon ton'a kadar düşen petrol üretimi 2000 yılı itibariyle üretim 28 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Bunun altı milyon tonunun tüketilmesine rağmen geriye kalan 22 tonluk kısmı ihraç edilmiştir. Böylece Orta Asya'nın en büyük petrol üreticisi durumuna yükselen Kazakistan, 2002 yılında günde 989 bin varil petrol üretme kapasitesine ulaşmıştır. 2005'te ise bu rakam günlük 1.29 milyon varile çıkmış ve aynı yıl içerisinde üretilen petrolün 222 bin varillik bölümü Kazakistan iç piyasasında tüketilmiştir. Yani toplam ihracat günde 1 milyon varil olmuştur.

Kazakistan hükümeti, 2015'e kadar, yeni devreye girecek projelerle birlikte günlük 3.5 milyon varil petrol üretmeyi planlamaktadır. Bunun 1 milyon varilinin Kashagan, 700 bin varilinin Tengiz, 600 bin varilinin Kurmangaz ve 500 bin varilinin de Karachaganak bölgelerinden elde edilmesi planlanmaktadır. Bunun yanı sıra, 1999-2004 yılları arasında Kazakistan'ın petrol üretiminde her yıl %15'lik artış söz konusu olmuştur.

Kazakistan, yeni keşfedilen petrol yataklarında üretime geçilmesiyle sadece öngörülen üretim rakamlarına ulaşılmış olamayacak, aynı zamanda dünyada da petrol üretiminde ilk beş ülke içinde yer almış olacaktır.²⁶⁷

²⁶⁶ **Obzor Nalogovogo Rejima v Neftegazovoy Otrastli Kazahstana**, (Kazakistan'da Petrol ve Gas Sektörlerindeki Vergi Rejiminin İncelemesi), Ernst&Young, 2007, s.7

²⁶⁷ ÖZDEMİR; a.g.t., s.19.

3.1.6 Bankacılık ve Sigortacılık

Kazakistan bankacılık sisteminde bankalar birinci derece ve ikinci derece olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bankacılık sisteminde Ulusal Banka birinci derece banka olarak tanıtılmakta olup; ülkenin mali politikalarının belirlenmesi, ulusal dövizin istikrarlılığını sağlaması, faiz oranlarının belirlenmesi, bankacılık ve finansal piyasanın mevzuatının düzenlenmesinden sorumludur. Diğer banka ve finansal müesseseler ise sistemde ikinci dereceyi oluşturmakta ve Ulusal Banka tarafından denetlenmektedir. 1994 yılında 220 banka bulunmaktayken günümüzde bu sayı 35'e kadar gerilemiştir. Ülkenin en büyük bankaları arasında Kazkommertsbank, Turan Alem Bank ve Halyk Savings Bank yer almaktadır.²⁶⁸ Öte yandan, bankacılık sisteminde yabancılar için sadece %50'ye kadar ortaklık payına izin verilmektedir.²⁶⁹

3.1.7 Taşımacılık ve Telekomünikasyon

Kazakistan Cumhuriyeti'nde var olan büyük kaynakların mobilize hale getirilmesinde ulaşım, çok büyük bir önem taşımaktadır. Ülke, doğudan batıya 3.000 km ve güneyden kuzeye ise 1.700 km'ye ulaşan geniş topraklara sahiptir. Ülkede üretilen kömür, demir madeni, petrol ve petrol ürünleri, metalürji endüstrisi ürünlerinin yanı sıra tarımsal üretimden elde edilen tahıl, yün, et vb. gibi ürünlerin taşınması gerekliliği ulaşımın ülke ekonomisi açısından önemini ortaya koymaktadır.²⁷⁰

Türkiye'nin üç kat büyüklüğünde yüzölçümüne sahip olan Kazakistan'da ulaştırma büyük ölçüde demiryollarıyla gerçekleştirilmektedir. Toplam 13,601 km uzunluğa sahip olan Kazak demiryollarının karayolu, nehir ve deniz taşımacılığı ile de bağlantısı bulunmaktadır. Örneğin, demiryolu ile Hazar Denizi kıyısındaki Aktau Limanı'na taşınan konteynerler buradan feribotla Bakü'ye geçirilmektedir. Yılda 9.8

²⁶⁸ *Investment in Kazakhstan*, KPMG 2006, s.30.

²⁶⁹ DEMİR, Musa; *Kazakistan'da Geçiş Ekonomisi Uygulamaları ve Piyasa Ekonomisine Geçiş Süreci*, Dış Ticaret Dergisi, Ocak 2002, s. 166.

²⁷⁰ NURGALIEV; a.g.e., s. 75.

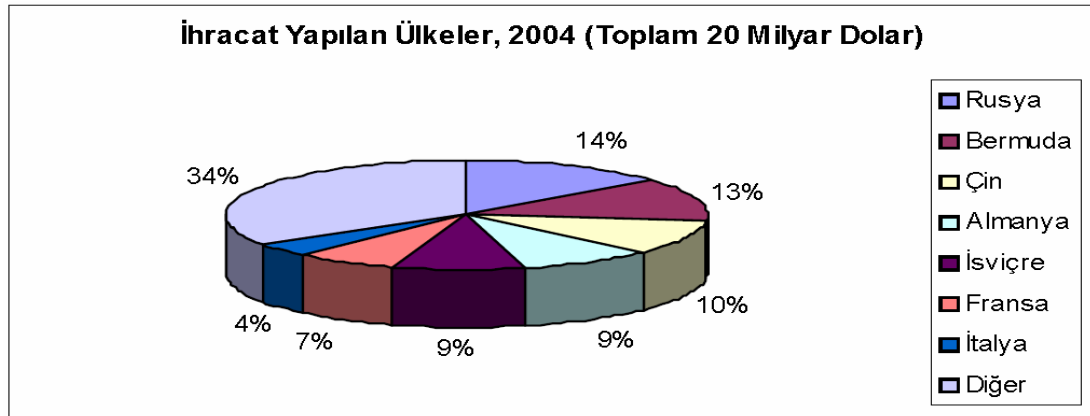
milyon ton yük ve 56.000 m2 depolama kapasiteli Aktau Limanı, Kazak demiryollarının önemli bir unsuru olup, Aktau ile Bakü arasında 28 vagonluk yük, 19 saatlik bir süre içinde taşınabilmektedir.²⁷¹

3.1.8 Kazakistan'ın Dış Ticareti

Dış politika açısından Kazakistan 1991'den itibaren komşu ülkeler, Çin ve Rusya ile bağlarını güçlü tutma eğiliminde olmuştur. Bunun sebebi olarak Kazakistan'ın bir göstergesi olan Avrasya Ekonomik Topluluğu (AVET), Sanghay İşbirliği Örgütü (ŞİO), Orta Asya Birliği (OAB) örgütleri içindeki aktif rolü göz önünde bulundurulabilir.²⁷²

Ülkenin en önemli ticaret ortakları arasında Rusya başta olmak üzere Çin, AB ülkeleri ve ABD'nin önemli payı bulunmaktadır.²⁷³ Kazakistan'ın ihracat yaptığı ülkelerle ilgili olarak Şekil 21'de verilmektedir.

Şekil 21: Kazakistan'ın İhracat Yaptığı Ülkeler



Kaynak: Asian Development Bank

Sekil 21'e bakıldığında, ülkenin ihracat yaptığı ülkeler arasında en büyük paya sahip ülkenin %14'lük oranıyla Rusya olduğu görülmektedir. Bu ülkeyi %13 ile

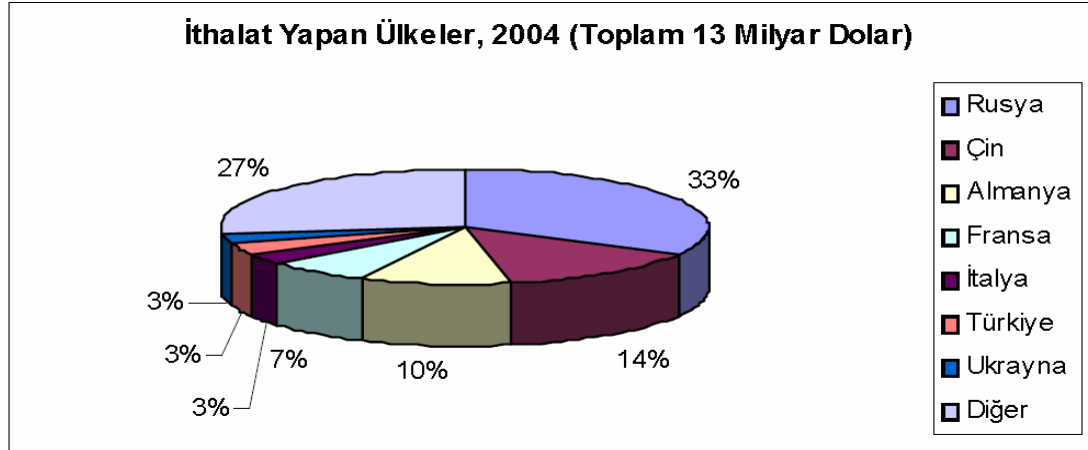
²⁷¹ DEİK; **Kazakistan Ülke Bülteni**, Mayıs 2008, s. 9.

²⁷² DIKKAYA, BORA; a.g.m., s. 116.

²⁷³ DIKKAYA, BORA; a.g.m., s. 117.

Bermuda, %10 ile Çin ve %9 ile Almanya ve İsviçre takip etmektedir. Bu ülkelerin ardından ise Fransa ve İtalya gelmektedir. Türkiye'nin de içinde yer aldığı diğer ülkelerin ihracattaki toplam payı ise %34'dür.

Şekil 22: Kazakistan'a İthalat Yapan Ülkeler



Kaynak: Asian Development Bank

Şekil 22'de görüldüğü gibi, Kazakistan'a ithalat yapan ülkeler arasında %33 oranıyla Rusya ilk sırayı almaktadır. Böylece ülkenin en büyük ve önemli dış ticaret ortağı Rusya olduğu anlaşılmaktadır. İthalatın %14'ü ise Çin tarafından gerçekleştirilmektedir.

Kazakistan'ın dış ticaret hacmi Ocak-Mayıs 2006 döneminde 21,5 milyar dolar olarak gerçekleştirilmiş olup, 2005 yılının aynı dönemine göre %22,9 oranında artış söz konusu olmuştur. Bunun yanı sıra Kazakistan'ın ihracatı ise %25,1 oranında artarak 13,6 milyar dolara ulaşmış, ithalatı ise %19,3 oranda artarak ve 7,8 milyar dolar düzeyinde gerçekleştirilmiştir.²⁷⁴

2007 yılında hububat hasılatının hacim olarak büyümesi ve dünya fiyatlarının yükselmesi tarım sektörünün toplam üretimdeki payının artmasına yol açmıştır.

²⁷⁴ Sergei SVERLOV, *Analitičeskaya İnformatsiya o Hode Realizatsiyi Strategiyi industrialno-innovatsionnogo Razvitiya Respubliki Kazahstan na 2003-2015 godı* (2003-2015 Yıllarında Kazakistan Cumhuriyeti Sanayii ve İnovasyon Odaklı Gelişimi Stratejisine Dair Analitik Bilgiler), s. 20, http://www.mit.kz/docs/document_147.doc, (16.01.2010).

Böylece tarım sektörünün GSYİH içindeki payı ilk defa 1 trilyon tenge (8,1 milyar dolar) seviyesine ulaşmıştır.²⁷⁵

3.2 KAZAKİSTAN'DA KRİZİN NEDENLERİ

2007 yılında Amerika Birleşik Devletlerinde mortgage sektöründeki sorunlar finansal krizin ve belli bir süre sonra global krizin ortaya çıkmasına neden oldu. Bu olay Kazakistan ekonomisini de olumsuz etkiledi. 2007 yılının ortasında yerel bankalar kredi vermeyi bir anda durdurdu ve finansal şoku yarattı. Finansal piyasalarda ülkenin ayaklanma tarihinden itibaren ilk yerli ekonominin zayıf noktaları belirlenmeye başladı ve önceki ekonomik reformların verimliliği hakkında düşüncelerin değişmesine neden oldu. Kazak ekonomisinin mucizesi ve özellikle Sovyet sonrası alanda en gelişmiş bankacılık sistemine sahip olan ülke sistemi bozulmaya başladı.²⁷⁶

Halen en yaygın görüşe göre Kazakistan'a krizi bankacılık sektörü getirdi ve bu krize bankacılık topluluğu sorumlu olmalı düşünceleri arttı. Fakat konuya daha derin bakınca Kazakistan'da krizin nedeni daha yoğun olarak ortaya çıkmaktadır.

3.2.1 Bankacılık Sektöründeki İdari Baskı

2000 yılından itibaren Kazakistan ekonomisinin hızlı yükselişinin sebebi kredi faiz oranlarının azalması konusundaki bankacılık sektörü üzerindeki idari etkinlikti. Bu piyasa dışı faktörü özel dikkati gerektiriyor, çünkü özellikle bu faktör Kazakistan bankalarının karlılığını azaltarak onları sistemik riske karşı dayanamaz zor duruma bıraktı.²⁷⁷

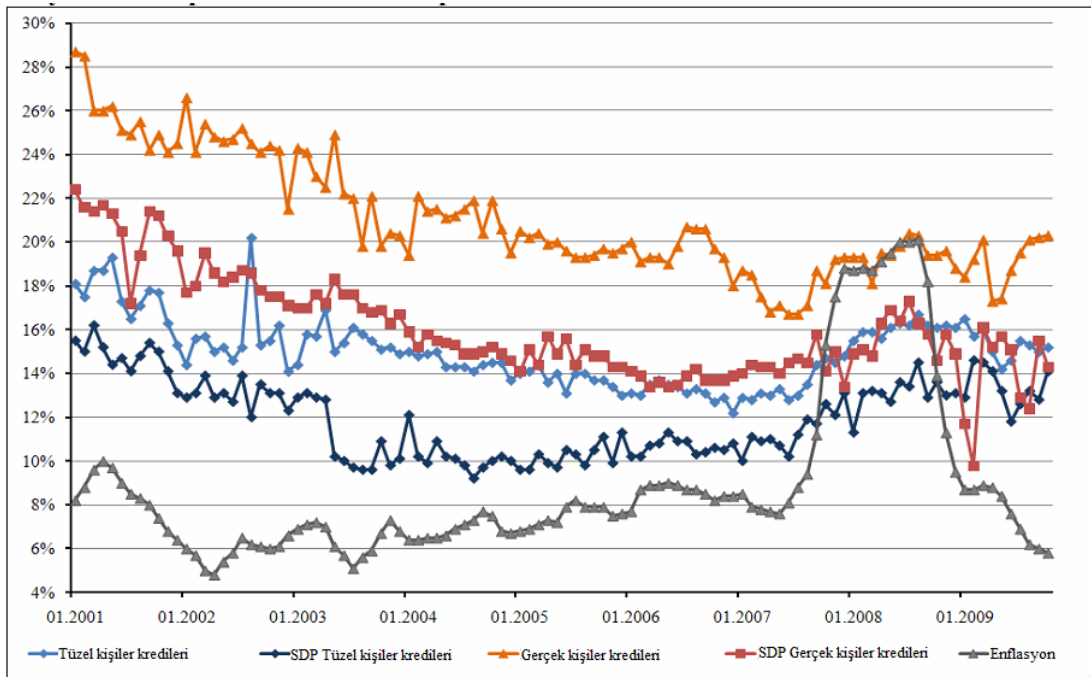
²⁷⁵ Kazkomertsbank, **Analitičeskiy Obzor**, (Analitik İnceleme), Aralık 2007 www.kkb.kz, (12.03.2010).

²⁷⁶ Erbol KURPATOV, **Krizis v Kazakhstane nachalsia ranshe, chem v Rossii** (Kriz Kazakistan'da Rusya'dan önce çıktı) <http://www.easttime.ru/news/1/3/1066.html> (22.04.2010).

²⁷⁷ Aleksei KONOVALOV, **Kak Vizhit v Vsloviah Krizisa** (Kriz zamanında nasıl davranılmalı), Gazeta Kazakistan Dergisi, Kasım 2008

Devlet piyasaya müdahale ettiği zaman onun etkinliğini bozabilir. Eğer müdahale sıkı olmaya başlarsa piyasanın şekli değişecektir.²⁷⁸ Bu durum Kazakistan bankacılık sektöründe gerçekleşti ve kredi piyasası etkinliğini kaybetti. Bunun sebebi ise ülkede ekonomik büyümeyi hızlandırmak için servetin bankacılık sektöründen üretim sektörüne dağıtılmasıdır. Şekil 23'te görüldüğü gibi 2001 yılından itibaren banka kredi faizlerinin azalmıştır.

Şekil 23: Aylık Olarak Bankaların Kredi Faizleri



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, <http://www.nationalbank.kz>, (22.04.2010).

Kazakistanda işlemlerin %80'ni 6 özel bankalar oluşturuyor. Bu bankalar kredilerini daha düşük faiz oranlarında birkaç yıldır tutmak zorunda kaldılar ve onlara tüm mali sektör, özellikle küçük bankalar, ipotek ve kiralama (leasing) kuruluşları ve hatta borsa bağlıydı.²⁷⁹

²⁷⁸ Krizis v Kazakhstane....a.g.m., s. 22.

²⁷⁹ Nigmat RAMAZANOV, **Dolgovaya Yama Vse Glubzhe** (Borç Miktarı Daha da Artmaktadır), İnformatsionno-analiticheskoe agestvo, Nisan 2009, <http://www.iamik.ru/?op=full&what=content&ident=502592>, (22.04.2010).

İlk bakışta faiz oranlarının düşmesi ekonomi için ciddi zararı yaratmaz gibi gözüküyor. Fakat öyle değil, çünkü serbest piyasa fiyatlandırma alanında gerçekleşen müdahale piyasa oyuncularının davranışlarını tamamen değiştirmektedir. Kazakistan'da faiz oranında yapılan idari baskı sonucunda ticari bankaların gelirleri azaldı ve bankacılık sektörünün hissedarları ve temsilcileri gelirlerini arttırmak için alternatif çıkış yolunu bulmaya çalıştılar. Büyük bankalar pahalı olmayan dış kredileri tercih etmeye başladılar. Küçük ve orta boylu bankalar kar elde etmek için daha büyük riskli kredileri (teminatsız krediler, tüketici krediler) vermeye başladılar.

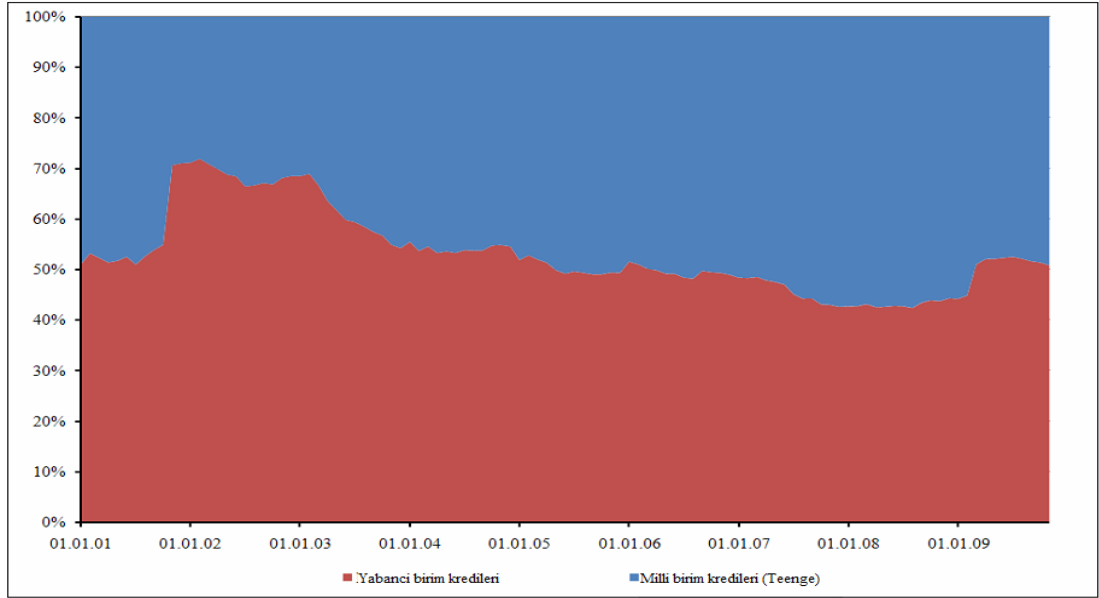
Faiz oranındaki düşüşler banka risklerini arttırdı. Kazakistan cumhuriyeti hızlı ekonomik büyümeyi sağlamak için bankaların verdiği kredilerin faiz oranlarını indirdi. Faiz oranının düşmesi sonucunda para arzı azalış göstermedi, çünkü bankalar kendi kayıplarını tazmin etmek için ucuz yabancı fonlardan kredi almaya başladılar. Başka ifade ile yabancı krediler kredi piyasanın bir parçası oldu. Çok az zaman içerisinde Kazakistan'ın büyük bankalarının dış borcu kendi maliyeti oranında 50% ulaştı.²⁸⁰

2007 yılın ortalarında, küresel mali krizin başladığı anda, Kazakistan bankacılık sistemi piyasa risklerin en üst düzeyine geldi. Ülkenin en büyük 10 bankasındaki birey ve kuruluşların mevduatı 30% düşmüştü ve dış borcun miktarı 50% ulaşmıştı. Her iki kredinin birisi ulusal para biriminde değil yabancı birimiyle veriliyordu.²⁸¹

²⁸⁰ Baurzhan TULEPOV, **Prichiny Krizisa v Kazahstane** (Kazakistan'da Krizin Nedenleri), Elektronnaya versia knigi, Tengri Finans, Şubat 2010, s.34.

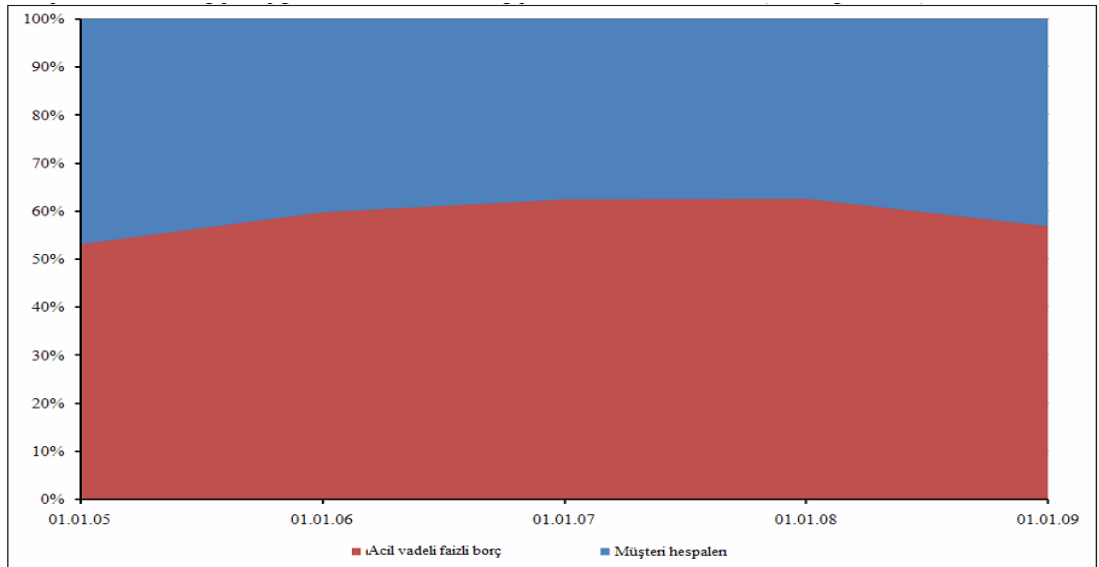
²⁸¹ Aleksei SHMAKOV, Kazakistan Today, **V Kazakhstane Vstupili v Silu Novie Trebovania o Minimalnom Razmere Sobstvennogo Kapitala Dlya Bankov Vtorogo Urovnia**, <http://kt.kz/index.php?lang=rus&uin=1133168154&chapter=1153498744>, (12.04.2010).

Şekil 24: Banka Kredilerinin Döviz Kompozisyonu



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, <http://www.nationalbank.kz>, (12.04.2010).

Şekil 25: En Büyük 10 Bankanın Sermaye Yapısı



Kaynak: Bankaların yıllık denetim raporları.

Sonuç olarak Kazakistan banka sisteminin kritik bir durumda olduğunu söyleyebiliriz. Tablo 7’de görüldüğü gibi uluslararası değerlendirme kurumları Kazakistan bankalarının seviyesini indirdi ve 2009’da iki büyük bankası (Alians

Bank ve Bank Turan Alem) yabancı yükümlülüklerini yerine getiremediği için battı ve devlet onları devletleştirmek zorunda kaldı. Kazakistan, banka sistemini istikrara kavuşturmak için kaç milyar dolar döktü ve en olumsuz senaryoyu önlemekte başardı.

Tablo 7: Yabancı Para Biriminde Uzun Vadeli Dereceler, Kriz Öncesi ve Kriz Zamanında

	Rating 01.07.07			Şimdiki Rating		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
KAZAKISTAN CÜMHURİYETİ	A2/Pos	BBB/Pos	BBB/Pos	Baa2/Neg	BBB-/Stab	BBB-/Stab
BTA BANK	Ba1/Pos	BB/Pos	BB+/Pos	Caa3/Devel	D	RD
KAZKOMMERTSBANK	Ba1/Pos	BB+/Pos	BB+/Pos	Ba3/Neg	B/Neg	B-/Neg
HALK BANKASI	Ba1/Pos	BB+/Pos	BB+/Pos	Ba2/Neg	B+/Neg	B+/Stab
ATF BANK	Ba1/Pos	B+/RWP	BB-/RWP	Ba1/Neg	NR	BBB/Stab
BANK TSENTR CREDIT	Ba1/Pos	NR	BB-/Pos	Ba3/Neg	NR	B/Stab
ALIANS BANK	Ba2/Pos	NR	BB-/Pos	Caa3/Devel	D	RD
CASPIAN BANK	Ba3/Neg	NR	B+/Pos	B1/Neg	NR	B/Neg
DEMIRBANK	Ba1/Pos	B+/Stab	BB-/Pos	NR	D	RD
NURBANK	B1/Neg	B/Pos	NR	B3/Neg	B/Neg	NR
TSESNA BANK	B1/Stab	B-/Stab	B-/Stab	B3/Neg	B-/Neg	NR

Kaynak: Bloomberg, <http://www.bloomberg.com>, (12.04.2010).

Şu anda Kazakistan bankaları likiditeyi yükseltmek için kredi vermeyi azalttı. 2009 yılının sonunda bankalar nakit olarak 11 milyar doları elinde kredi vermeden tuttu.²⁸²

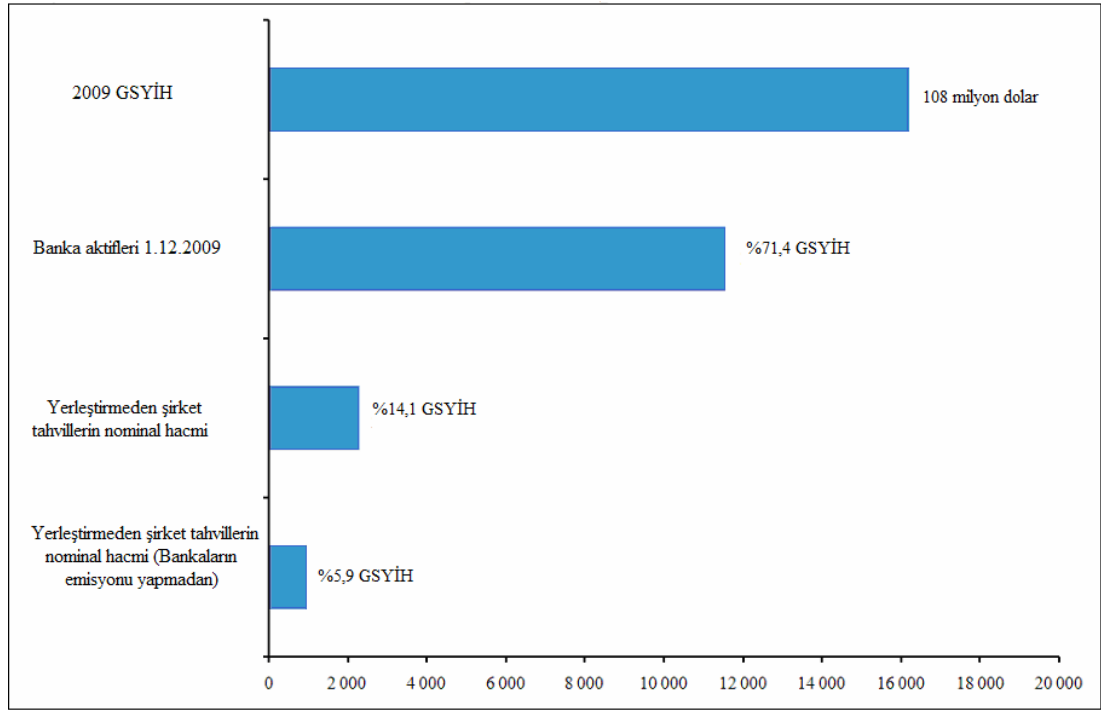
3.2.2 Borsa Üzerinde Olumsuz Etki

Gelişmiş borsa tüm ekonomiler için son derece önemlidir. Faiz oranlarının bankacılık piyasadaki düşüşü şirketlerin alternatif olarak borsadan yararlanma motivasyonunu azalttı. Son 10 yılda Kazakistan, Borsayı canlandırmak için çok çaba gösterdi, ama borsa, bu büyük çabalara rağmen, sermaye artırımını kaynaklarının yapısında önemli bir paya sahip olamadı (Şekil 26). Ana istikrar bozucu faktör, faiz oranlarında bir dengesizlik oldu.²⁸³

²⁸² <http://www.zakon.kz/151014-kazakhstanskije-banki-ushli-v-minus.html>

²⁸³ Olzhas KAYSENOV, **Emitenty**, Kazahstanskaya Fondovaya Birzha (Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası), KASE, <http://www.kase.kz/ru/emitters#section-5>, (12.04.2010).

Şekil 26: GSYİH’a Göre Bankacılık Sektörü ve Borsa

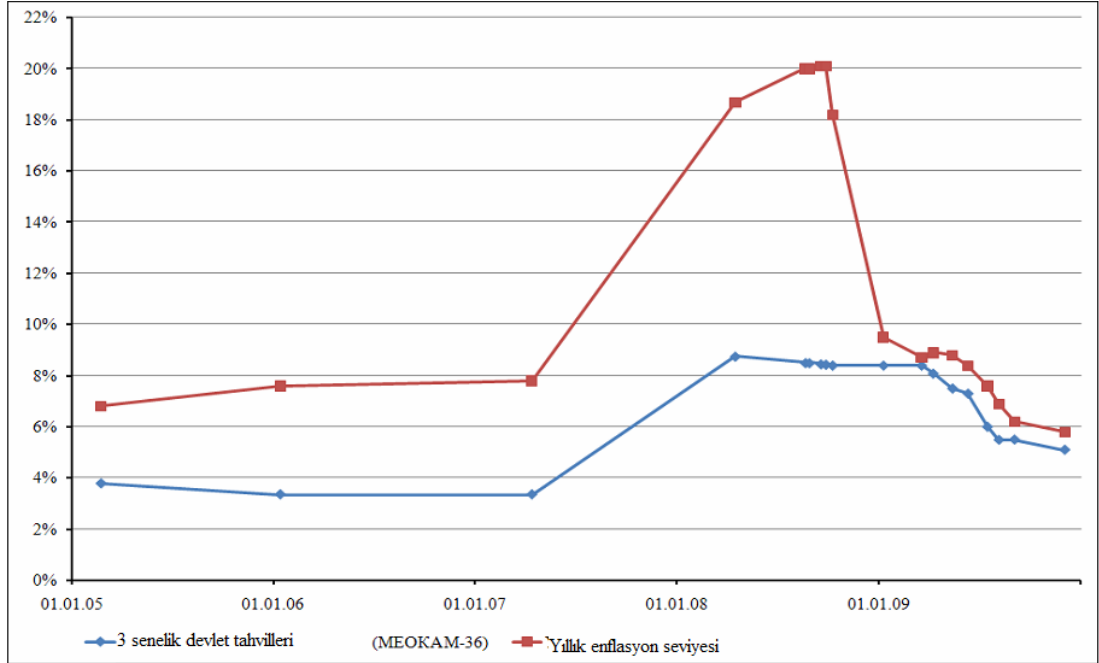


Kaynak: İstatistik Ajansı, Finansal Denetleme Kurumu, Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası, <http://www.kase.kz>, <http://www.nationalbank.kz>, (12.04.2010).

Şirketler borsaya girmek istemediği için borsada finansal araçların açığı oluştu. Böylece faiz oranındaki idari baskı sadece hisse senedi piyasasında bir azalmaya yol açmayıp yerli sermayenin yurt dışına aktarılmasına sebep oldu. Piyasadaki finansal araçların eksikliği Kazakistan Cumhuriyetin devlet tahvillerin yayılmasına yol açtı ve son yıllarda devlet tahvilleri düşüşler gösterdi²⁸⁴ (Şekil 27). Bu nedenle son birkaç yıl içinde emeklilik fonları gibi menkul piyasasının en büyük operatörleri, kendi yatırımlarında yetersiz karlılık göstermişti.

²⁸⁴ <http://www.liter.kz/site.php?lan=russian&id=154&pub=14242>, (12.04.2010).

Şekil 27: İlk Yapılan Devlet Tahvillerin Karlılığı



Kaynak: Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası, Kazakistan Ulusal Bankası, <http://www.kase.kz>, <http://www.nationalbank.kz>, (12.04.2010).

Kazakistan borsasında kayıtlı olan 70 şirketlerden yüzde yirmi beşi battı. Analize göre, hala kayıtlı şirketlerin yaklaşık% 40 risk altında bulunmaktadır. Bunun sebebi olarak özellikle 2004-2005 yıllarında herhangi bir şirket borsaya girebiliyordu. Bu fırsatı zayıf şirketler de kullandı. O zamanlarda bankadan kredi alamayan şirketler borsaya başvurdular ve çok kısa zaman içerisinde borsaya çok şirketler kayıt oldu. Finansal kriz gerçekleştiği zaman şirketler batmaya başladılar. Sonuç olarak banka kredileri üzerindeki idari baskı borsayı çökerek bütün ekonomiyi olumsuz etkiledi.²⁸⁵

3.2.3 Petrol Fiyatlarına Bağımlılık

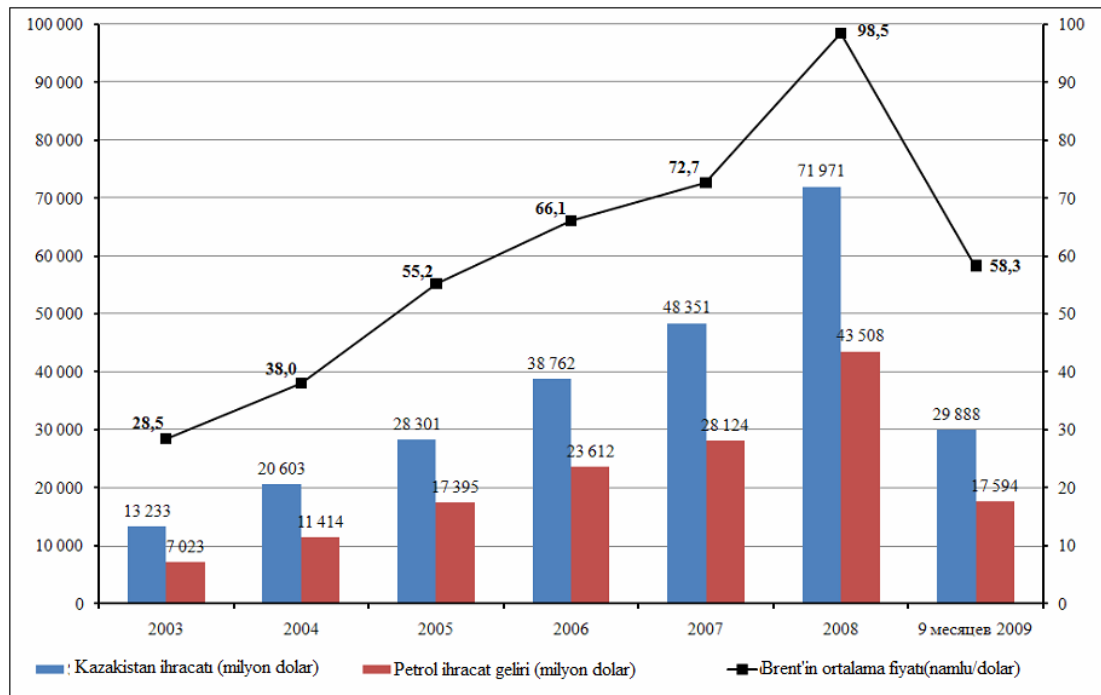
Genellikle madencilik ürünlerinin ihracatı sonucuyla gerçekleşen sermaye girişi büyük ölçüde "geçiş" zamanında bir ekonomik sistemin oluşmasını kolaylaştırdı. Ek kaynak önemli ölçüde ülkenin çeşitli yatırım programlarını

²⁸⁵ Olzhas KAYSENOV, **Emitenty**, Kazhastanskaya Fondovaya Birzha (Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası), KASE, <http://www.kase.kz/ru/emitters#section-5>, (12.04.2010).

uygulamak için kullanıldı. Ancak, son 10 yıl süre içerisinde ekonominin önemli artışına rağmen, Kazakistan çeşitlendirme konusunda önemli sonuçları elde edemedi.²⁸⁶

Şekil 28’de görüldüğü gibi Kazakistan brüt ihracatın yaklaşık % 60’ı petrol ve doğal gaz satışından elde etmektedir.

Şekil 28: Kazakistan İhracatının Yapısı ve Petrol Fiyatı

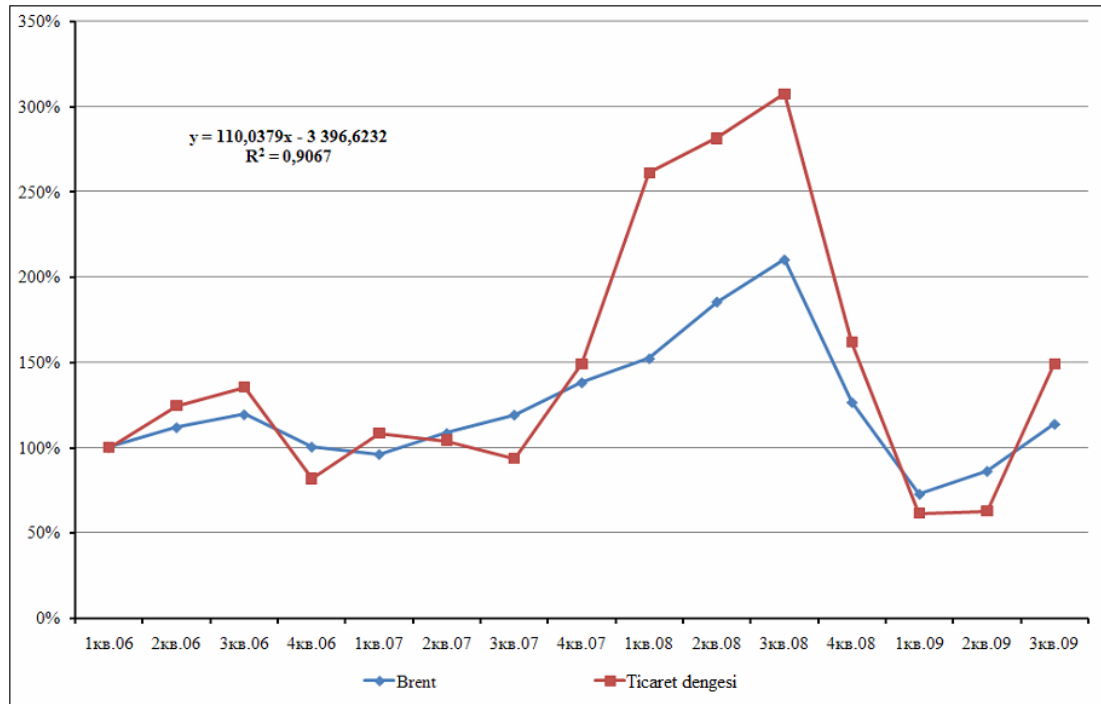


Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, İstatistik Ajansı, <http://www.stat.kz>, <http://www.nationalbank.kz>, (22.05.2010).

Üç aylık göstergeler karşılaştırıldığında son 3 yıl içinde ticaret ve petrol fiyatlarının dengesi neredeyse aynı dinamikleri gösterdi (Şekil 29).

²⁸⁶ Zhanar SERDALINA, **Benzinoviı Krizis Prodolzhaet Sotriaset Stranu** (Petrol Krizi Kazakistan Ekonomisi Olumsuz Etkilemekte), Megapolis Yayınları, Ekim 2009, s.89.

Şekil 29: Ticaret Dengesinin Büyüme Endeksi ve Brent Petrol Fiyatları



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, Bloomberg, <http://www.nationalbank.kz>, <http://www.bloomberg.com>, (22.05.2010).

Yükselen petrol fiyatları sermayenin bu segmentten artmasına sebep oldu. Petrolden elde edilen para Kazakistan Ulusal Fonuna yıllık ödemeler olarak devrediliyordu, fakat aktarılan para direkt fona yönlendirilmedi büyük ölçüde piyasaya girmeye başladı ve ekonomide para bollaşınca ürünlerin fiyatları da yükseldi.²⁸⁷

Kazakistan gelirleri yabancı yatırımcılara aktarıldı (madencilik sektörü başta olmak üzere) ve kalan para ise devlete ait oluyordu. Bu yüzden devletin cari hesabı yükselen maden ürünlerin ihracatına rağmen azalış gösteriyordu.²⁸⁸

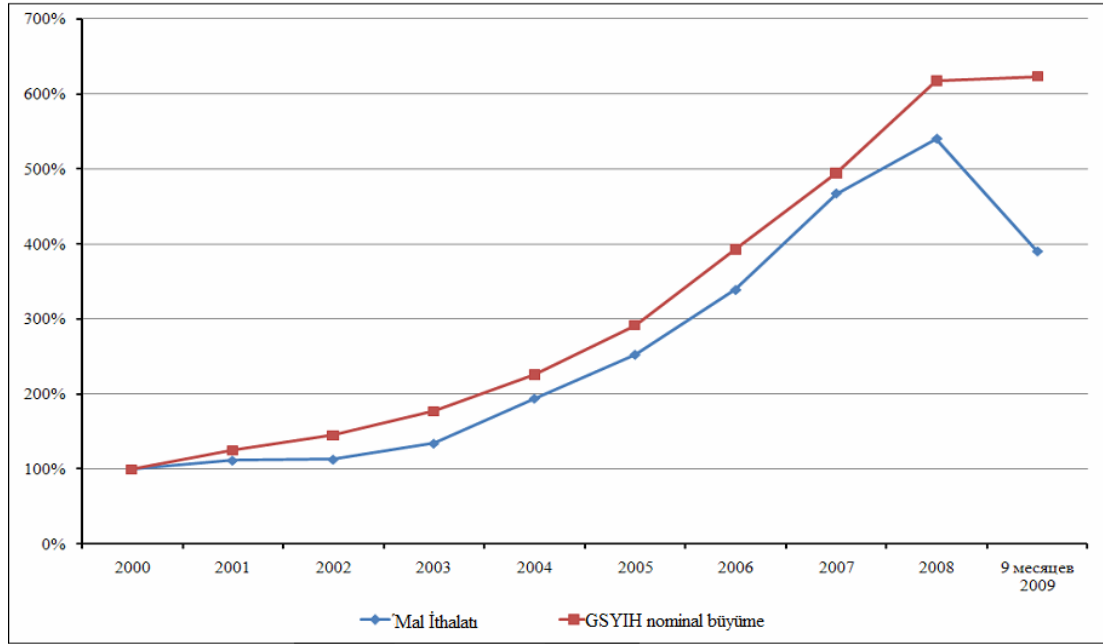
Kriz öncesi yayınlanan dergilerde ve gazetelerde yeni yıllık bütçelerinin onayında Kazakistan Hükümeti giderek petrol fiyatının artışını tahmini ediyordu. Her şeyden önce petrol gelirlerinin artışı sonucunda ve bütçe harcamalarının büyümesi nedeniyle mal ve hizmet tüketimi, özellikle ithalat yükseldi. Son birkaç yıl içinde,

²⁸⁷ SERDALINA, a.g.e. s.84.

²⁸⁸ http://www.zarabotok-krizis.ru/index/zarabotok_krizis_krizis_v_otdelnih_stranah/zarabotok_krizis_krizis_v_Kazahstane.html, (21.06.2010).

cumhuriyetin ithalat oranı arttı (Şekil 30) ve devletin kontrol altında olan ticaret dengesini olumsuz etkiledi. Bu yüzden petrol fiyatlarındaki artışa ve ihracata rağmen cari işlemler dengesi Kazakistan'da azalış gösteriyordu.²⁸⁹

Şekil 30: GSYİH ve Mal İthalatın Büyüme Endeksi (2000 yıl = 100%)



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, İstatistik Ajansı, <http://www.nationalbank.kz>, <http://www.stat.kz>, (21.06.2010).

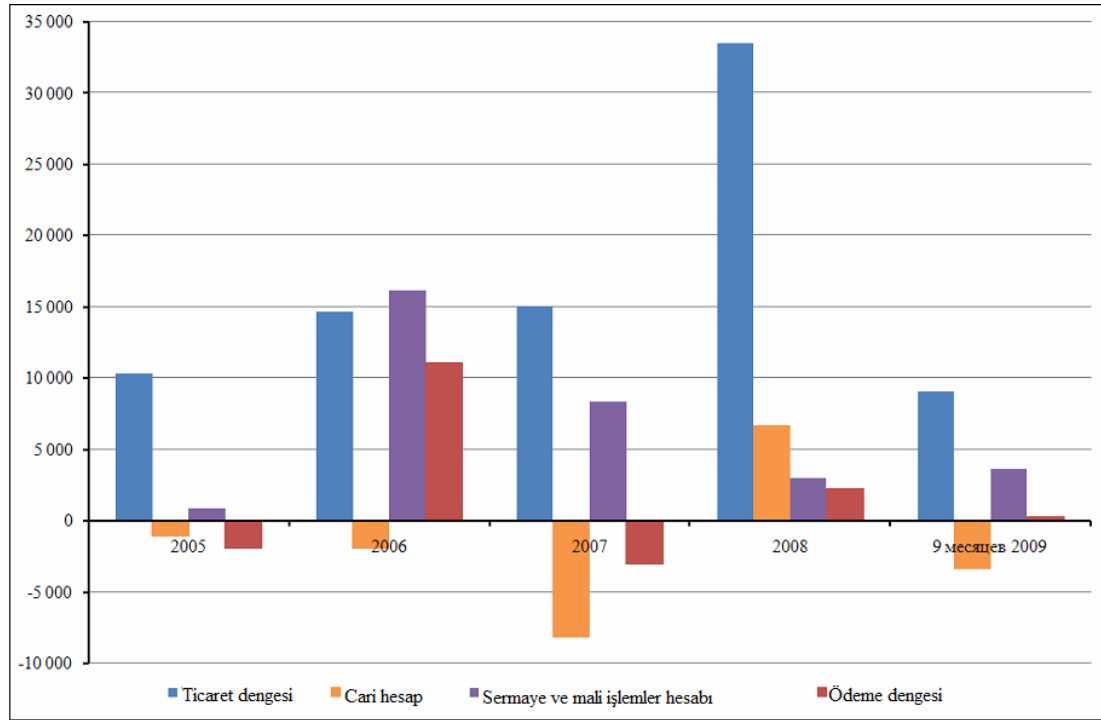
Böylece, madencilik endüstri ürünlerinin satışından elde eden ihracat gelirlerini sterilizasyon yapmayıp onun yerine bütçe harcamalarını artırmak için o paranın önemli bir bölümünü kullanmışlar.²⁹⁰ Buna ek olarak, bankaların dış borçlanması ile (madencilik ürünlerinin satışından elde eden ihracat gelirlerinin yetersiz kaldığı) para hacmi Kazakistan ekonomisinde aşırı büyümüş oldu. Genel olarak, Şekil 31 son beş yıldır Kazakistan'ın ödeme dengesinin anahtarlarını göstermektedir. Ticaret hesabı büyük bir volatilité özelliğini gösteriyor, cari işlemler hemen hemen her zaman negatifken, ödeme dengesi çok değişiklik gösteriyordu.²⁹¹

²⁸⁹ TULEPOV, a.g.e., s.32.

²⁹⁰ <http://www.liter.kz/site.php?lan=russian&id=150&pub=14234>, (21.03.2010).

²⁹¹ Arman SULEYMENOV, Pavel KARPATOV, **Biznes v Kazahstane** (Business in Kazakhstan), Ekspress Yayınları, Nisan 2009, <http://www.nomad.su/?a=3-200704250134>, (22.03.2010).

Şekil 31: Kazakistan'ın Ödeme Dengesinin Yapısı (milyon dolar)



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, <http://www.nationalbank.kz>, (22.03.2010).

Yüksek fiyatlardan elde edilen paradan dolayı devletin üretim motivasyonu düştü. Petrol ve gaz sektörünün gelişimi demokratikleşme ve serbest piyasa yapısına, bağımsız Kazakistan'ın kurulmasına destek olacağı inanılıyordu, ama kimse petrol fiyatlarının çığınca büyüyeceğini beklemiyordu, çünkü aşırı sermaye varlığı her zaman bir olumlu gösterge değildir. Petroün fiyatına Kazakistan ekonomisinin yüksek bağımlılığı bu ülkede oluşan finansal krizin üçüncü temel nedenini oluşturmaktadır.²⁹²

3.2.4 Para Arzının Aşırı Büyümesi

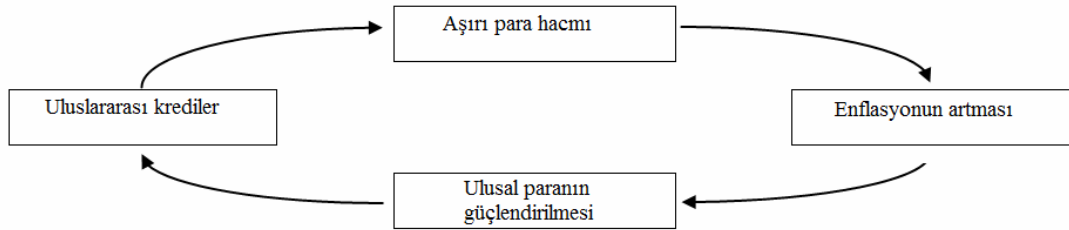
Banka kredilerinin faiz oranlarının düşürülmesi bankacılık sektörünün toplam riskini artmakta kalmayıp ülkedeki para artışına da katkıda bulunmuştur. Gerçekten de, devlet banka kredilerini düşük faiz oranında tuttuğu zaman, bankalar faiz geliri kaybını telafi etmek için alternatif enstrümanları aramaya başlayarak

²⁹² SERDALINA, a.g.e., s.99.

davranışlarını değiştirdi. Küçük ve orta boylu bankalar daha riskli kredileri tercih etmeye başladılar(teminatsız tüketici kredileri), büyük bankalar ise büyük miktarlarda uluslararası kredilerini çekmeye başladılar. Bunun sonucunda ülkede para arzının yapısında önemli dengesizlik oluştu. Ulusal para değerinin artması ve yüksek enflasyon nedeniyle piyasa oyuncuları daha da kredi almaya başladılar çünkü değerini kaybeden parayı saklamaktansa o parayı harcamaya karar verdiler ve tüketim oranında artış ortaya çıktı. Tüketim oranı artınca banka kredilerine daha çok ihtiyaç duyulmaya başladı.²⁹³

Kazakistan ekonomisi bir kısır döngü içine düştü. Kazakistan enflasyonla mücadele bulunarak ulusal parayı güçlendiriyordu, enflasyon ise fazla para arzının sonucundan ortaya çıkıyordu. Para arzı aşırı bir derecede büyüyordu ve revalüasyon aşamasında bankalar uluslararası kredilerden rahatla kaynaklanıyordu²⁹⁴ (Şekil 32).

Şekil 32: Ekonomik Sonuçları Kısır Döngüsü



Kaynak: <http://www.e-talgar.com/node/4218>, (12.03.2010).

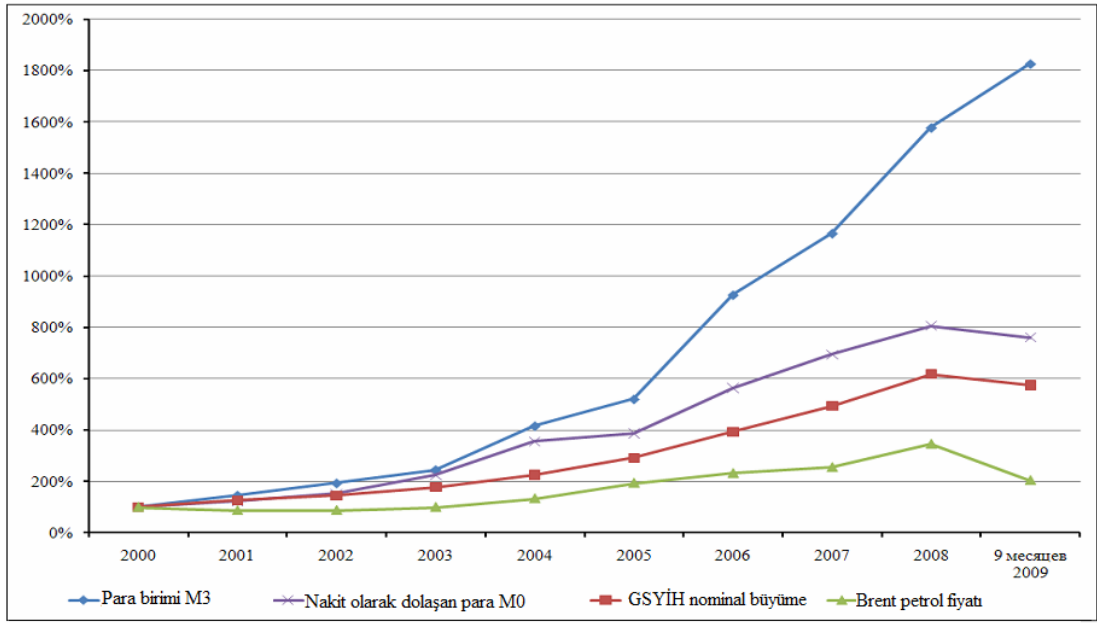
Böylece, kurumsal kesimin uluslararası borçlanmadan kaynaklanması ve madencilik ürünlerin ihracatından oluşan para büyük ölçüde Kazakistan'da para arzını arttırdı. Şekil 33'te görüldüğü gibi M0 parasal birimi (dolaşımdaki nakit para) ve M3 (tüm para hacmi, dolaşımdaki ve banka hesaplarında para dahil) Kazakistan'da GSYİH artma oranını geçiyordu. Aynı zamanda parasal toplam M3

²⁹³ TULEPOV, a.g.e., s.62.

²⁹⁴ Fedor SERGEEV, **Bankovskii Sektor Kazahstana Vibiraetsia İz Dolgov** (Kazakistan Bankaları Borçlarından Kurtuluyor), http://www.kazakh-zerno.kz/index.php?option=com_content&task=view&id=6624, (22.03.2010).

giderek ülkenin performansından ayrılmış gözüküyordu. Böylece, son 10 yılda Kazakistan'ın GSYİH'ı 6 kat arttı, dolaşımdaki para miktarı (M0) neredeyse 8 kat arttı ve toplam para arzı (M3) ise 18 kat arttı.²⁹⁵

Şekil 33: Para hacimin büyüme endeksi, GSYİH ve petrol fiyatları (2000 yıl = 100%).



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, İstatistik Ajansı, Bloomberg, <http://www.nationalbank.kz>, <http://www.stat.kz>, <http://www.bloomberg.com>, (2.03.2010).

Neden Kazakistan büyümekte olan para arzını engellemedi? Eğer Kazakistan bankacılık sektöründe doğrudan kısıtlamalar yaparak uluslararası kredi çekmeyi reddetmiş olursa, bu noktada ülkenin ödeme dengesini zor durumda bırakmış olurdu. Ödemeler dengesinin istikrarını korumak için mal ve hizmet ithalatını azaltmak zorunda kalacaktı ve bu tüketici fiyat endeksini arttıracaktı ve ortakları ile iş ilişkilerinin bozulmasına neden olacaktı. Bu yüzden Kazakistan bu yolda gitmeye cesaret edemedi. Böylece, Kazakistan'da ödemeler dengesi uluslararası kredi katılımına bağımlı hale gelmiştir. Bu gibi faktörlerden dolayı cumhuriyet dış

²⁹⁵ **Natsionalniy Bank Kazahstana raziasnil situatsiu na rinke** (Kazakistan Ulusal Bankasının Eknomiye Değerlendirmesi), ZAKON Bilgi Portalı, <http://www.zakon.kz/132517-nacionalnyj-bank-kazahstana-razjasnil.html>, (2.03.2010).

borçlanma ve ülkede para arzının artması ile mücadele edemedi.²⁹⁶ Bankacılık topluğu doğrudan ya da dolaylı olarak idarenin yaptığı baskılara karşı çıkmıştı. Sonuçta bankaları piyasada tutan en temel kaynak, dış kredileri idi. Bu da Kazakistan'da gerçekleşen finansal krizin bir sebebidir.²⁹⁷

3.2.5. Enflasyon ve Tenge Revalüasyonu

Uluslararası borçlanma ve madencilik sektörü ihracatından gelen para enflasyonun yükselmesine neden oldu. Genel olarak Kazakistan'da yüksek enflasyon fazla para arzı sonucunda olduğunu kriz öncesinde de biliniyordu. Kazakistan yükselmekte olan tüketim fiyatlarını her türlü araçlarla indirmeye çalıştı ve onlardan bir tanesi de Uluslararası Parasal Fonun önerdiği parasal sistemin gerektiren tengenin revalüasyonu oldu. Şekil 34 ve Şekil 35'te görüldüğü gibi 2001-2009 yıllar arasında Kazakistan'da enflasyon ABD'e göre yüksek iken, tenge hemen hemen her zaman dolar karşısında yeniden değerlendirilmiş oluyordu (revalüasyon).²⁹⁸

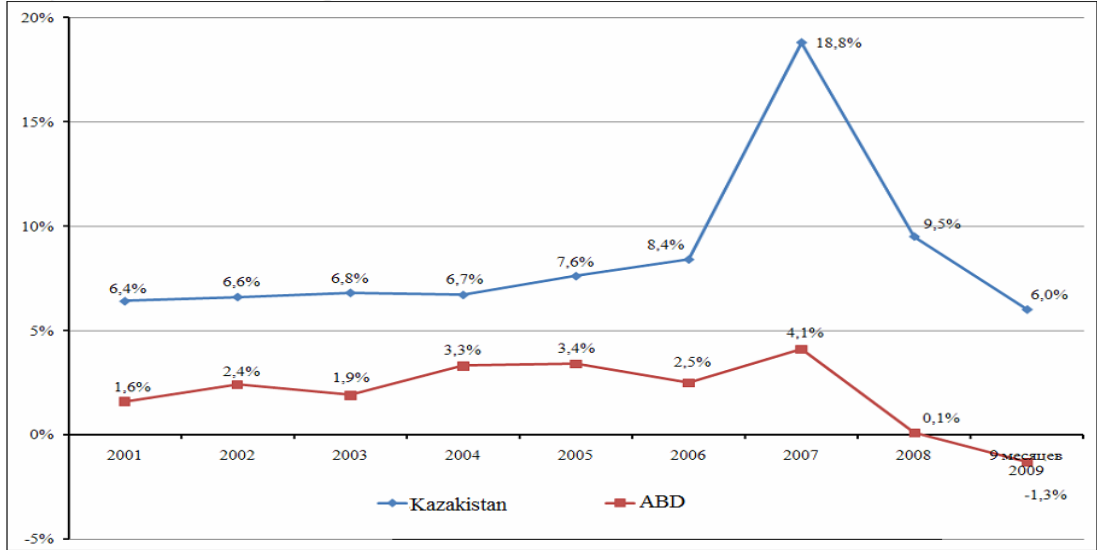
Ulusal para birimini revalüe ederek, Kazakistan ek döviz kazanç elde etme fırsatıyla ithalatçılara büyük fırsat yaratıyordu. Bu yüzden ithalatçılar teslim ettiği fiyatları indirerek ithalat hacimini arttırmayı düşünüyordu. Fakat bu gibi davranışlar enflasyon üzerinde olumlu etki yaparken yerli üretime büyük zarar veriyordu.

²⁹⁶ http://www.zarabotok-krizis.ru/index/zarabotok_krizis-krizis_v_otdelnih_stranah/zarabotok_krizis-krizis_v_Kazahstane.html, (22.04.2010).

²⁹⁷ TULEPOV, a.g.e., s.78.

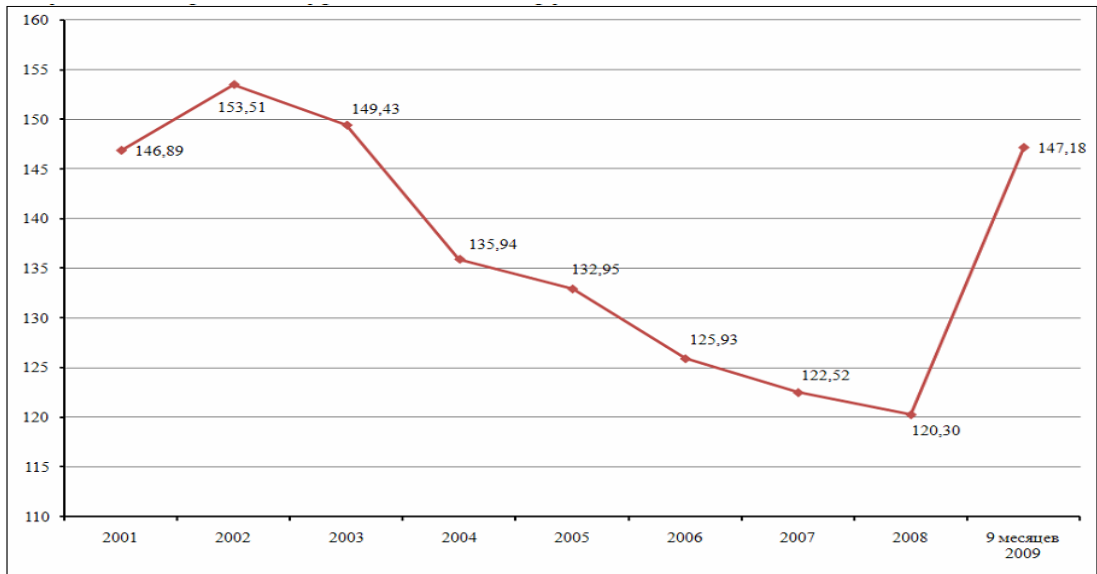
²⁹⁸ Bolat ZHAKSILIKOV, *Antikrizisnaya effektivnost: Kto Vpered, a kto szadi*, Rosbusiness Consulting, <http://top.rbc.ru>, (22.04.2010).

Şekil 34: 2001 Yılından İtibaren Kazakistan'da Yıllık Enflasyon ve Amerika Birleşik Devletleri



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, Bloomberg, <http://www.nationalbank.kz>, <http://www.bloomberg.com>, (22.04.2010).

Şekil 35: ABD Dolarına Karşı Tenge Döviz Kuru



Kaynak: Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası, <http://www.kase.kz>, (23.04.2010).

Yüksek enflasyon üzerinde uzun vadeli tenge revalüasyonu Kazakistan Cumhuriyetin satın alma gücü paritesini bozdu: ithalatçılar yerli üreticilerin aleyhine çok fiyat avantajlarına sahip oldu.

Kazakistanda dikkati çeken durum, para politikasında kullanılan bütün araçlara rağmen tüketici fiyat endeksindeki yükselişi tersine çevirmedi. Neredeyse 2007 yılına kadar, yani krizden önce enflasyon yükseliş göstermekteydi ve 2007’de 18,8% ulaşan enflasyon patlaması oluştu. Kazakistan ekonomisinde para arzının çok yüksek olduğu ve yerli üretime zarar vermesine rağmen ulusal paranın yeniden değerlendirme çabaları olumlu sonuçlara ulaştıramamıştı.²⁹⁹

3.2.6 Yerli Üretimin Korunmasında Başarısızlık

Ülke ekonomisinin yönetmenleri küçük ve orta boylu işletmelerin yeniden canlandırılması için büyük çabalar gösterdi. Bunun için özel bir ekonomik program ve onları kontrol edecek olan devlet organları oluşturulmuştu. Tespit edilerek her türlü idari engeller kaldırılmıştı. En önemli ekonomik önlemlerden şunu belirtmemiz gerekir, ülke önemli ölçüde vergi yükünü azalttı ve yeniden oluşan vergi sistemi dünyanın en liberal sistemlerinden birisi olarak adlandırılmıştı. Ayrıca, cumhuriyet yetkilileri finansmanı yükseltmek amacıyla faiz giderleri azalttı (daha önce kredi üzerindeki idari baskı).³⁰⁰ Ama neden uygulamada bu tedbirlerin etkisi olmamıştır?

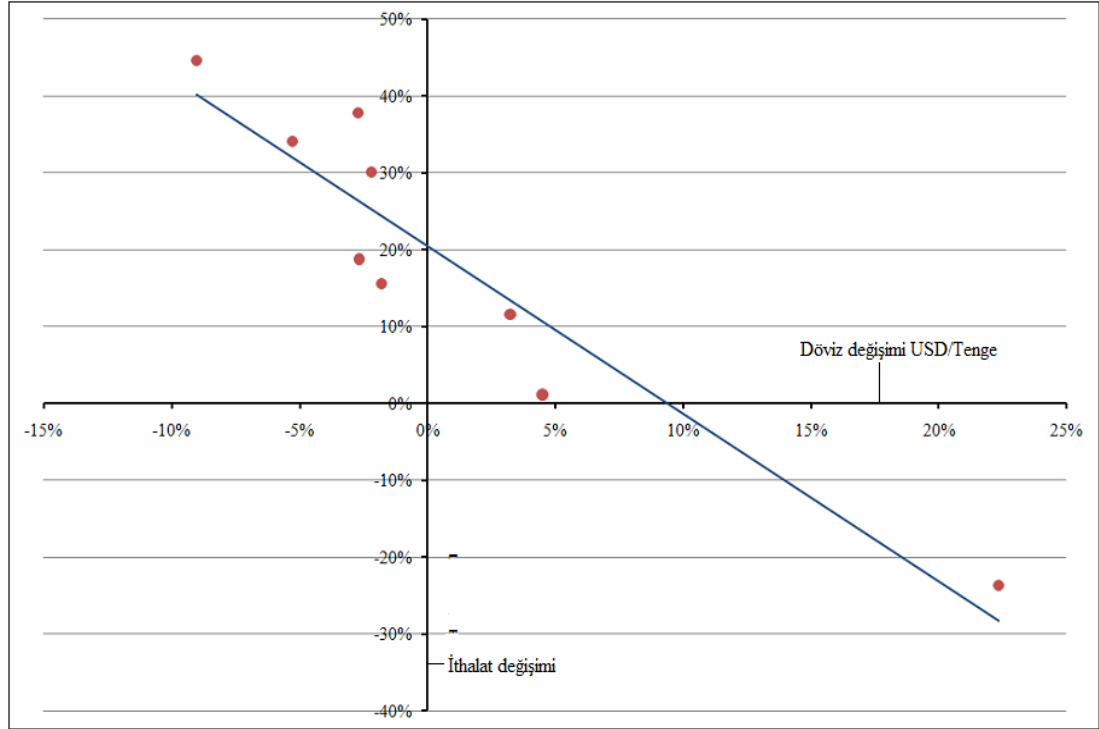
Genelde, döviz kuru ve ithalatın büyüme değişiklikleri arasındaki ters ilişki unutulmamalıdır. Şekil 36’da bu iki faktör arasındaki yüksek bir korelasyonu görebilirsiniz: tenge revalüe olurken, ithalat artmaktaydı. Kriz sırasında, Kazakistan GSYİH’ı komşu ülkelerdeki gibi çok düşmedi (2009 yılının 1. yarısında Kazakistan GSYİH’ı % 2,3 iken Rusya’da 10,2% idi), ancak ithalat göstergisi aynı bu dönemde yıkıldı. Geçen yılın aynı dönemine göre 2009 yılında 9 ay içerisinde mal ithalatı % 27’e azalmıştır. İthalattaki bu azalma Kazakistan’daki finansal krizi ve ekonomik yavaşlamayı güçlendirdi. Yüksek enflasyon nedeniyle son 10 yılda tenge güçlendirilmeyip değerini kaybetmesi lazımdı. Şekil 37 tengenin asıl döviz kur rejimlerinin prensiplerine göre nasıl olması gerektiğini göstermektedir. Bu oran

²⁹⁹ TULEPOV, a.g.e., s.56.

³⁰⁰ Andrei VOLKOV, **Podderzhka Malogo i Srednego Biznesa** (Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Desteklenmesi), İnformatsionniy Portal NEDVİZHİMOST, <http://www.kn.kz/articles.php?id=3109>, (12.04.2010).

(247,78 tenge 1 dolarla karşılaştığında) doğal olarak önemli ölçüde hükümet müdahalesini kesinlikle bulundurmadan yerli sanayi destekleyebilirdi, ithracat potansiyelini açarak ithal ürünlerin akışını sınırlayabilirdi.³⁰¹

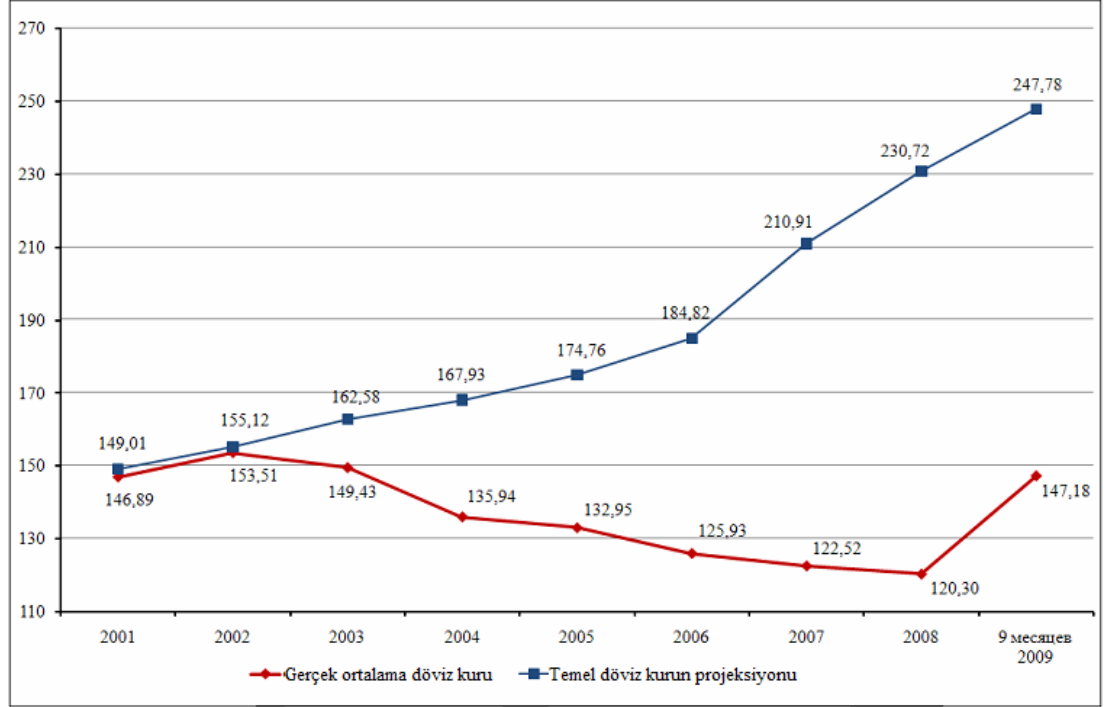
Şekil 36: Yıllık Tenge ve İthalat Değişimleri Arasındaki İlişkiler



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası, <http://www.nationalbank.kz>, <http://www.kase.kz>, (12.03.2010).

³⁰¹ KARAGUSOVA, Antikrizisme sredstva ushly na podderzhku ekonomik drugih stran (Antikriz kaynakları başka devletlerin ekonomisine yönlendi), Agenstvo Mezhdunarodnoi Informatsii "Kazakhstan News", Ekim 2010 <http://www.newskaz.kz/economy/20100311/482478.html>, (12.02.2010).

Şekil 37: Tengenin Dolara Göre Temel Kur Projeksiyonu



Kaynak: Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası, <http://www.kase.kz>, (21.03.2010).

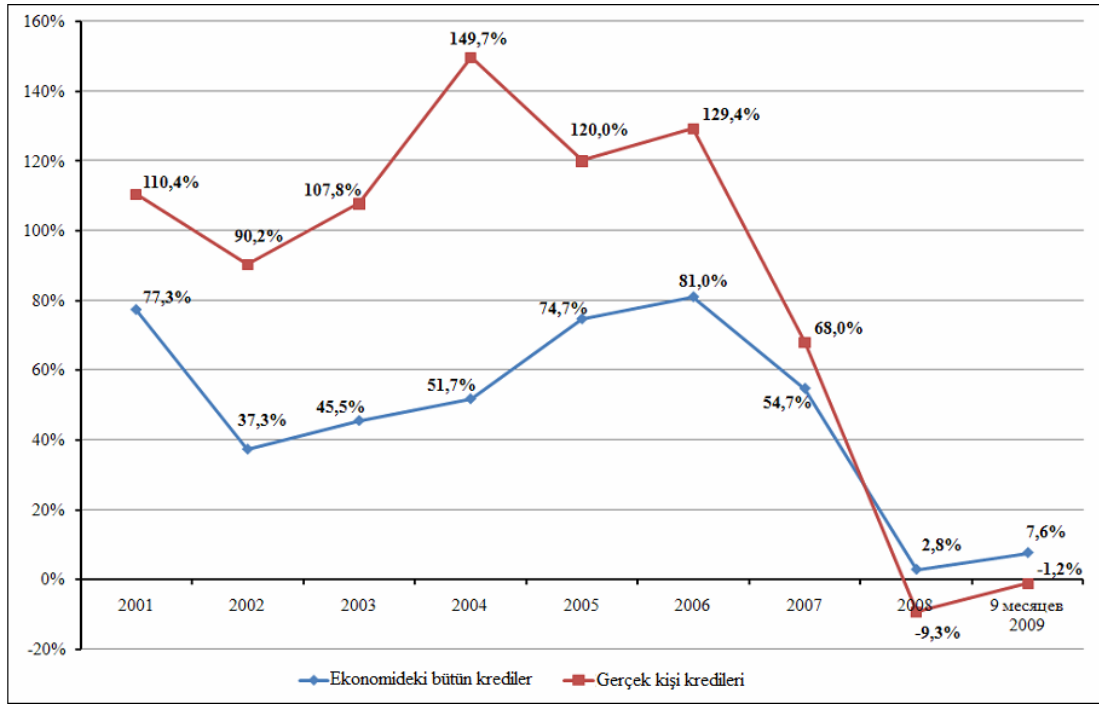
Böylece, Kazakistan ithalatçıların elinde bulunan fiyat avantajlarını gidermeyince iç işletmelere destekte bulunamaz. Bu faktör ise Kazakistanda oluşan krizin altıncı sebebi olarak geçmektedir.

3.2.7 Revalüasyonun Tasarruf Düzeyinde Olumsuz Etkisi

Yüksek enflasyon ve para birimin (tenge) diğer ülke paraların karşısında güçlendirilmesi Kazakistan'da mal tüketimini özellikle ithalat mallarının tüketilmesini artırdı. Gerçekten de, paranın döviz ve enflasyon sonucunda değer kaybetmesinin yanında tüketim daha iyi bir seçenek gibi görünüyordu. Hem de fiyat artışları tüketicileri alış-veriş ertelemekten hemen yapmalarını motive ediyordu ve bu aynı zamanda kredilerin daha da çok yayılmasına neden oldu. Bundan dolayı ülkede tüketici ve mortgage kredileri gibi banka segmentlerin hızlı artışı bankacılık piyasasının gözümüzün önünde büyümesine neden oldu. Yüksek enflasyon ve

yeniden değerlendirme tüketimi aşırı artırdı ve bunun sonucunda ülkenin tasarruf srokları azaldı ve Kazakistanın makroekonomik istikrarı kötüleşti ve ithalat akışı büyüdü. Halk için, borç içinde yaşamak için faydalı olmaya başladı ve bunun sonucunda piyasa aşırı bir derecede kredilenmiş oldu.³⁰² Şekil 38’de gösterildiği gibi birey kredileri tüm segmentlerdeki yapılan kredilerin ortalama oranından daha yüksektir. Şekil 39’da ise Kazakistan’da banka aktiflerinin oranı 2007 yılında GSYİH ‘ın % 90 ulaşmıştır.

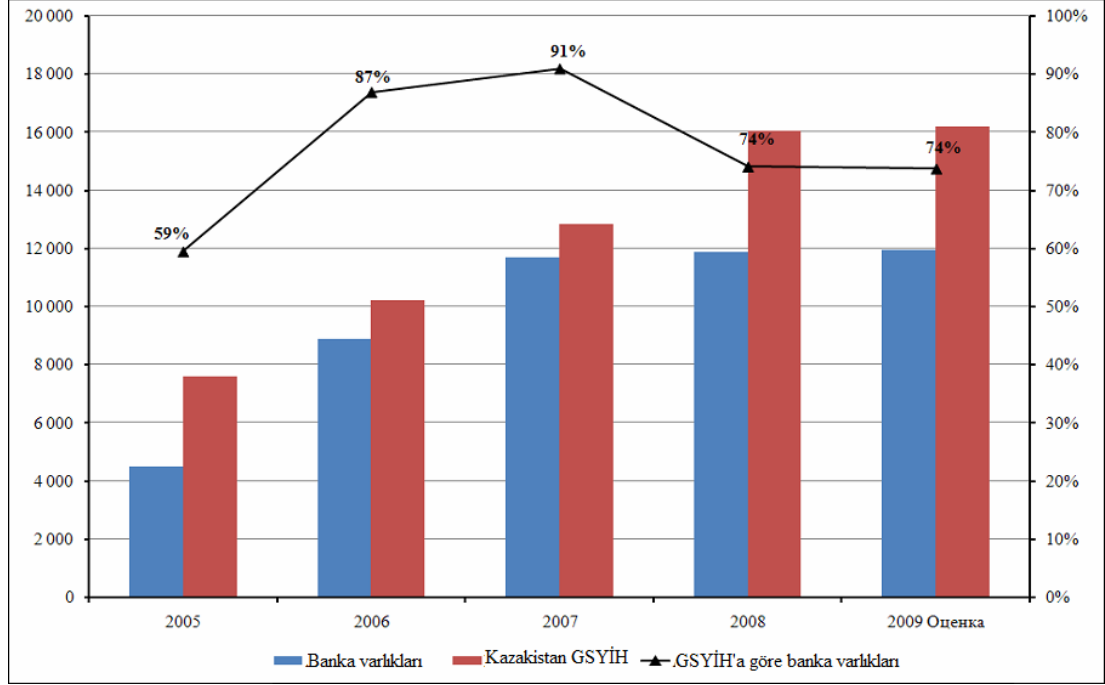
Şekil 38: Kazakistan’da Gerçek Kişi Kredilerin Artış Oranı



Kaynak: Kazakistan Ulusal Bankası, <http://www.nationalbank.kz>, (21.04.2010).

³⁰² Maksat SHARIPOV, **Denezhnaya Massa v Kazahstane** (Kazakistan’ın para arzı), Agenstvo mezhdunarodnoi informatsii “Kazakhstan News”, Ağustos 2009, <http://www.zakon.kz/145751-denezhnaya-massa-v-kazahstane-v-ijule.html>, (21.05.2010).

Şekil 39: Bankaların “Varlıklar / GSYİH” Katsayısı



Kaynak: Finansal Denetleme Kurumu, İstatistik Kurumu, <http://www.stat.kz>, (21.04.2010).

Kazakistan'ın bankacılık sektörü şu anda büyük ölçekli kredilerin geri ödenmesi ile özellikle gerçek kişi kredilerin ödenmemesinden dolayı zor durumda kalmaktadır. Bütün bu çözülemeyen problemler Kazakistan'daki krizin yedinci nedenini oluşturmaktadır.³⁰³

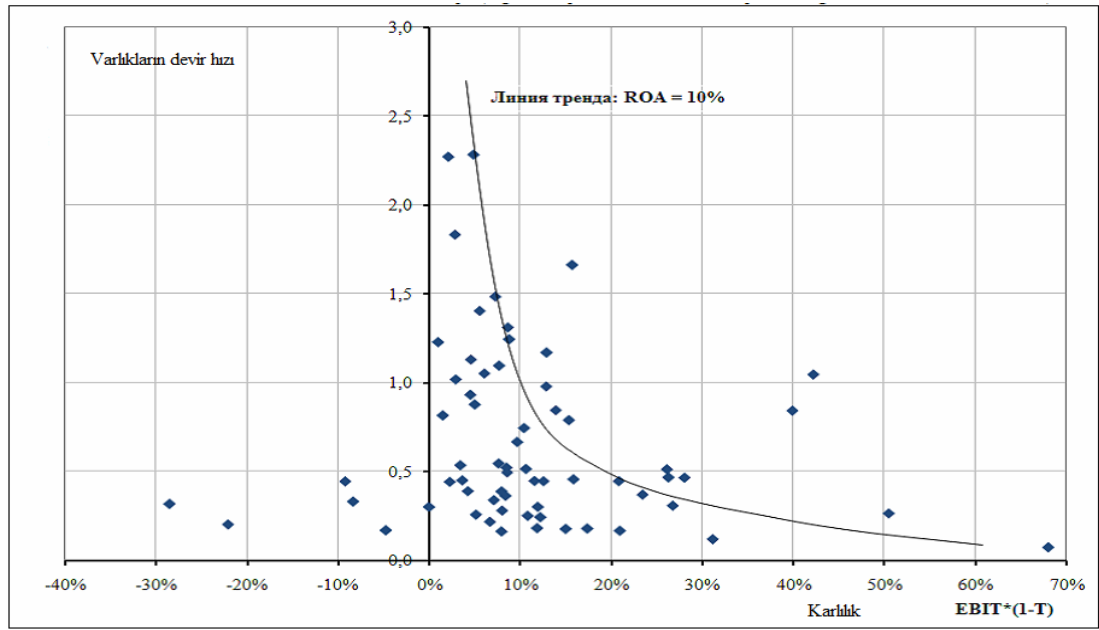
3.2.8 Piyasanın Aşırı Kredilenmesi ve Kurumsal Sektörün Mali Durumu

Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen üretken sektörün finansal modeli şirketlerin borç senetlerini gösterir ve sonuçlar ekonomideki genel durumu yansıtır. Bu azanlizde şirketlerin kâr elde etme göstergelerini ROA'ya (Return On Asset) göre özellikle devir hızı ve vergi sonrası faaliyeti şeklinde açıklayabiliriz. Şekil 40 ve 41'de bu durum Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası üzerinde gösterilmektedir. Daha rahat gözükmesi için ROA göstergesinin çizgisi

³⁰³ **Novaya Restrukturizatsia Bankov Kazahstana** (The restruction of Kazakhstan Banks), Günlük İş Derisi, RBK DAİLY, 8 Eylül 2008, <http://www.rbcdaily.ru/2009/09/08/finance/429889>, (2.01.2010).

%10 üzerinde gösterilmiştir ve bu çizginin sol tarafında bulunan şirketlerin varlıklar getiri oranı % 10'dan azdır. Açıkça borsa şirketlerinin çoğunluğu geçmişte ve şimdi olduğu gibi devir hızı ve yetersiz karlılık nedenlerinden dolayı olumsuz sonuçlara varmaktadır.³⁰⁴

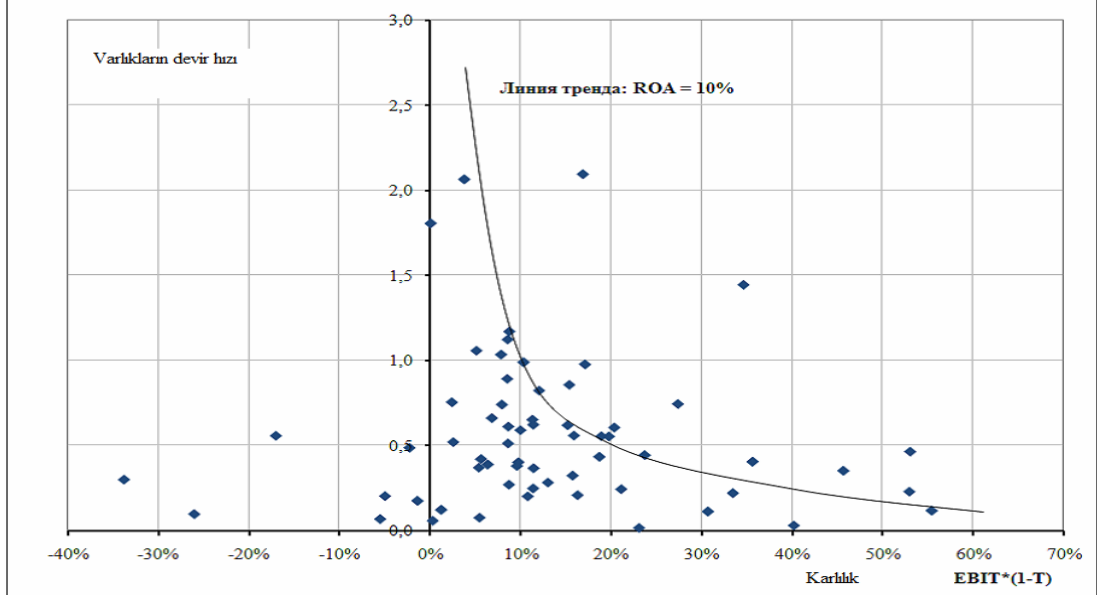
Şekil 40: 2007 Yılında Listelenen Şirketlerin Faaliyet ve Devir Hızı Karlılığı



Kaynak: Yıllık denetim raporları ve yönetim şirketlerinin mali tabloları. www.plast.com.kz/service/stat.php, (2.01.2010).

³⁰⁴ Olzhas KAYSENOV, **Emitenty**, Kazhastanskaya Fondovaya Birzha (Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası), KASE, <http://www.kase.kz/ru/emitters#section-5>, (2.01.2010).

Şekil 41: 2008 Yılında Listelenen Şirketlerin Faaliyet ve Devir Hızı Karlılığı



Kaynak: Yıllık denetim raporları ve yönetim şirketlerinin mali tabloları, www.plast.com.kz/service/stat.php, (2.01.2010).

Kazakistan'da bir yıl önce borsada 67 finans dışı şirketler var iken ve şu an tam olarak dörtte biri borç yükümlülükleri üzerinde battı. Gelecekte, şirketlerin yaklaşık % 40'ı düşük oranlı kar elde ettiği için yükümlülüklerini yerine getiremeyebilir. Sonuç olarak kurumsal sektörün finansal zayıflığı kriz nedeni olarak geçmektedir.³⁰⁵

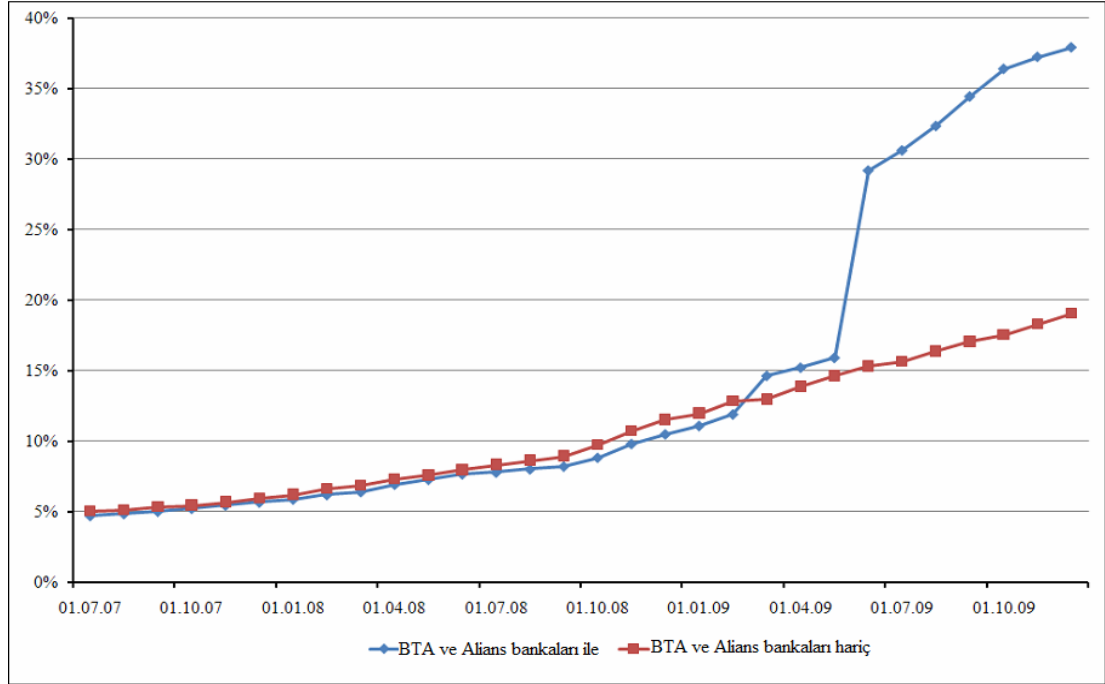
3.2.9 Bankacılık Sektöründe Geri Ödenmeyen Krediler Krizi

Kriz öncesinde, Kazakistan'da ticari bankaların kredi sözleşmeleri ile ilgili geri ödenmeyen krediler oranı yüksek değildi. Fazla para arzı Kazakistan'da işletmelere faizli borçları karşısında kolaylık doğuruyordu. Ancak, ekonominin aniden temel kaynağını kaybetmesi - ucuz banka kredileri - şirketlerin gerçek mali durumunu açıklamaya başladı. Hemen kredi hacimleri azalınca banka kredilerin faiz

³⁰⁵ Alkesandr PALIONOV, *Priostanovka Predpriatii v Kazahstane iz-za ekonomicheskogo krizisa* (Krizden Dolayı Kazakistan İşletmelerinin Durumu), CA-NEWS, Nisan 2009, <http://ca-news.org/news/120091>, (11.03.2010).

ödeme gecikmeleri çoğalmaya başladı.³⁰⁶ Şekil 42, sorun kredi rezervlerinin gerçekleşen toplam krediler üzerindeki büyüme dinamiklerini göstermektedir.

Şekil 42: Bankaların “Müşteri kredileri/Rezervler” Katsayısı



Kaynak: Finansal Denetleme Kurumu, <http://www.minfin.kz/index.php?uin=1119498926&lang=rus>, (12.03.2010).

Başka bir ifade ile Kazakistan’ın bankacılık sektörü aşırı kredilenmiş olup (Kazakistan’da gerçekleşen finansal krizin dokuzuncu nedeni) yeniden ülke içinde kredi verme büyümesini engellemektedir. Bir taraftan devlet ekonomiyi canlandırmak ve durgunluğu önlemek için gerekli idari araçlarla teşvik etmeye çalışıyor, diğer taraftan ise bankalar kredi vermekte acele etmiyorlar çünkü kredinin geri ödenmemesi ile ilgili sorunlarla karşılaşmaktadır. Şimdilik Kazakistan’da krediyi ödeyemeyenler sadece arasında sadece tüzel kişiler değil gerçek kişiler de yer almaktadırlar.

³⁰⁶ Olzhas BAIZHANOV, **Bankovskii Krizis v Kazahstane! Chto Delat i Chego Zhdat** (Kazakistan’da Bank Krizi, Ne yapılmalı ve Ne Beklenmeli), www.otvety.google.ru/otvety/thread, (12.03.2010).

Böylece güvenilir bir kredi vermekte zorluklar yaşadığı için, Kazakistan bankaları yeterince nakit paraları toplamış (11 milyar dolar civarında) ve onları yüksek likiditeye sahip olan finansal araçlarda, yani yabancı banka hesaplarında ve hükümet menkul kıymetleri şeklinde tutmaktadır.³⁰⁷

Böylece, bankacılık sektöründeki sorunlar kendileri gelmedi. Krediler için daha düşük faiz oranları, mevduat faiz oranlarının yükseltme yasağı, ulusal para birimin güçlendirilmesi, yüksek enflasyon, vatandaş tasarruflarının azalması ve şirketlerin ekonomik ve mali durumun kötüleşmesi tüm bankacılık sektörünün finansal istikrarını ve ekonomik kalkınmayı olumsuz etkiledi. Şu anda, yerli bankacılık sektörünün çok zayıf olması Kazakistan ekonomik sisteminin sonuncu dengesizliğini oluşturmaktadır.³⁰⁸

3.3 KAZAKİSTAN CUMHURİYETİNİN ANTİ-KRİZ PROGRAMI

İlk olarak, N.A.Nazarbayev'in dediği gibi, “dünya ekonomisinin yükselen turbulansını erken fark ederek, dünyada etkin bir biçimde harekete geçen ve önlem paketini uygulamaya geçirmeye başlayan ilk devletlerden birisi Kazakistan'dır”. Doğal olarak, kriz önleme paketini harekete geçirme noktasında Kazakistanlılar yedek zamandan daha çok kazanmıştır. Devam etmekte olan paketin amacı: sadece ülke ekonomisinin istikrarını değil, aynı zamanda Kazakistan'ın krizden daha inkişaflı bir ülke olarak çıkmasını ve dünya toplumundaki konumunu muhafaza etmesini sağlamaktır.³⁰⁹

Kazakistan 2008 yılın kasım ayında 2009 ve 2010 mali sistemini ve ekonomiyi istikrara kavuşturmak için Ulusal Bankası ve Finansal Denetleme Kurumu ile ortak eylem planını kurdu. Orada ekonomiyi desteklemek için hangi finansman ve istikrar fonların uygulanması gerektiğini belirtti. Kazakistan bazı

³⁰⁷ <http://www.rbcdaily.ru/2009/09/08/finance/429889>, (12.02.2010).

³⁰⁸ Kanat SAUDOV, **Denezhnaya Massa v Kazakhstane** (Kazakistan'ın para arzı), Agenstvo mezhdunarodnoi informatsii “Kazakhstan News”, Ağustos 2009, <http://www.zakon.kz/145751-denezhnaja-massa-v-kazakhstane-v-ijule.html>, (13.02.2010).

³⁰⁹ <http://www.tasam.org/index.php?altid=2850>, (2.02.2010).

sorunların çözümlerine karmaşık bir şekilde yaklaştı. Farklı çeşitli çabalar gösterildi ve bütün onlar krizin olumsuz etkilerini azalttı ve Kazakistan ekonomisini istikrara ulaştırdı.³¹⁰

Kazakistan anti-kriz programının ana operatörü olarak hareket eden anonim şirket Ulusal Refah Fonu “Samruk-Kazyna” ulusal şirketlerin hisselerini yönetti. Sorunları çözmek için bu hükümet ajansı Kazakistan Ulusal Fonundan 1200 milyar tenge çekti. Çekilen parayı ticari bankaların kredi sıkıntısını gidermek, reel ekonominin istikrarını artırmaya ve bitmeyen inşaatların finansmanı yönünde kullandı.³¹¹

2009’da Kazakistan’ın iki büyük Alians Bank ve Bank Turan Alem Bankası yükümlülüklerini yerine getiremedi ve devletleştirilmek zorunda kaldı. Daha sonra Kazakistan Cumhuriyeti bankaların dış borcu işlemlerini gerçekleştirdi. 2009 yılının sonunda Ulusal Para Fonu yetkilileri kredi veren yabancı fonlara bir sözleşme yapabildi ve tüm teknik prosedürler bittikten sonra o bankaların borcu sözleşmeden sonra 10 milyar dolara azaldı. Böylece, ticari bankaların yabancı kredileri geri ödemesi sonucunda banka sektörünün borcu 2,5 yıl içerisinde eskiden GSYİH’ya göre %50 iken %15’e düşmüştür.³¹²

Anti-kriz programı çerçevesinde Kazakistan, bankacılık sektörüne toplam 750 milyar tenge yönledi: Bunun 500 milyar tengesini bankaların sermayesini artırmak için, 250 milyar tengesini küçük ve orta boylu işletmeleri desteklemek için harcadı. Ayrıca, devlet ulusal şirketleri, elinde bulunan nakit parasını ticari bankaların hesaplarında tutmayı zorunlu kıldı ve bu aynı zamanda banka sistemindeki büyük katılımcıların finansal sistem istikrarlığını yükseltti. Bilindiği gibi, sadece ulusal

³¹⁰ Vladimir ALEKSEEV, “Kazakistan Cümhuriyeti” Orta Asyalı İnternet Dergisi, <http://www.caoasis.info/news/?c=1&id=43285>, (27.02.2010).

³¹¹ Kanat BOLATOV, **Rol Fonda Natsionalnogo Blagosostoyania Samruk-Kazyna v Ekonomike Respubliki Kazahstan** (Kazakistan Ekonomisinde Samruk-Kazyna Fonunun Rolü), Anonim Şirket “Samruk-Kazyna” dergisi, Haziran 2009

³¹² <http://www.zakon.kz/137621-ao-aljans-bank-obratilos-k-kreditoram-s.html>, (27.02.2010).

petrol şirketi KMG KazMunaiGaz Kazkommertsbank ve Kazakistan Halk Bank mevduatlarına yaklaşık 3,8 milyar dolar yöneltti.³¹³

Bankaların kredi işlemlerini teşvik etmek için Kazakistan Ulusal Bankası yerli ve diğer yükümlülükler konusunda rezerv standartlarını azalttı (%6'dan 1,5 ve 2,5'e). "Refinancing" oranını %11'den %7'ye indirdi.

2009 yılında Kazakistan Kurumlar Vergisinin oranını %30'dan %20'ye indirdi. Cumhuriyet yerel mal ve hizmet üretimini destekleyen bir yasal çıkarttı. Sonuç olarak, mal ve hizmet işletmeleri toplamında Kazakistan ürünlerinin payı 2009 yılında % 60'a yükselmiştir.³¹⁴

Şu anda, Kazakistan kamu yetkilileri ekonomi sistemini değiştirmek için iç hukukta çeşitli değişiklikler yapmayı teklif ediyorlar. Kazakistan'a krizi getiren bankalar, sözleri artınca değişiklikler özellikle bankacılık sektöründe bekleniyordu. Ne yazık ki fazla para arzını azaltmak için herhangi bir ciddi değişikliğin gerçekleşmedi.

2011 yılından itibaren Kazakistan ekonomisinin krizden çıkış ihtimali var. Onun için Kazakistan Cumhuriyeti banka alanındaki düzenlemeleri tekrar gözden geçirmeli ve ticari banka varlıklarının gelecekte büyümesini sınırlamalıdır. Kazakistan'ın dış borç miktarının oranı GSYİH'nın %30'u aşmam koşulları tartışmalar artmaktadır. Bunun yanı sıra bankaların verdiği kredilerle mevduatlar arasındaki optimal oranını 1,5 seviyesinde tutmaları şart olacaktır. En ciddi eylemlerden birisi, banka kredilerin yıllık faiz oranlarının sınırlandırılmasıdır.³¹⁵

Bankacılık sektöründeki düzenlemeler gerçekten etkili olmaktadır. Çünkü bu gibi düzenlemeler gelecekte varlıkların aşırı büyümesini sınırlayacaktır. Şimdi devlet ekonomik sistemi stabilize ettikten sonra mali piyasadaki idari baskıyı

³¹³ <http://www.rbcdaily.ru/2009/09/08/finance/429889>, (26.02.2010).

³¹⁴ Kanat BOLATOV, **Rol Fonda Natsionalnogo Blagosostoyania Samruk-Kazyna v Ekonomike Respubliki Kazahstan** (Kazakistan Ekonomisinde Samruk-Kazyna Fonunun Rolü), Anonim Şirket "Samruk-Kazyna" dergisi, Haziran 2009

³¹⁵ <http://www.rbcdaily.ru/2009/09/08/finance/429889>, (26.02.2010).

hafifletmelidir. Sonuçta Kazakistan’a finansal krizi getiren bankaların kendileri değildir. Kazakistan’da finansal kriz bankacılık sektöründeki krizden dolayı ortaya çıkmıştır. Çünkü bankaların kendileri kurbanlar arasında bulunanlar ve özellikle en zor durumda kalanlardandır.³¹⁶

Kazakistan ekonomisinin dengesizliğini yaratan ve hemen çözülmesi gereken 10 sorun aşağıda gösterilmektedir:

- Banka kredilerin faiz oranları üzerindeki idari baskı,
- Borsa değerinin düşmesi ve devlet ekonomisinin büyük miktarda bankacılık sektörüne bağlı olması,
- Ekonominin petrol piyasasının fiyatına yüksek düzeyde bağımlılığı,
- Aşırı para arzı,
- Yüksek enflasyon düzeyinde uzun vadeli revalüe,
- Tasarruf miktarının azalması ve halkın krediye bağımlılığın artması,
- Reel sektörün finansal zayıflığı,
- Ekonominin aşırı kredilenmesi,
- Bankacılık sektörün zayıflığı.

Yukarıda bahsedildiği gibi banka kredilerin üzerindeki idari baskı bankaların temel sistemini olumsuz etkiledi ve özellikle o bankaların dışarıdan kredilenmesine neden oldu. Şimdi oluşan bu problemi gidermek için ters işlemin çalıştırılması gerekmektedir. Banka kredilerin faiz oranlarını azaltmayıp ve aynı zamanda mevduat faiz oranlarını yükseltmek gerekir. Faiz oranların artışı giderek Kazakistan bankaların gelirlerini artırır ve onların elinde geleceğe karşı dayanabilmek için yeterince maliyet bulunacaktır.³¹⁷

Faiz oranlarının belli miktarlar üzerinde yükselmesi iç işletmeyi olumsuz etkilememesi lazım. Fakat bu türlü değişimler ekonomide bir anda olmayıp yavaş gerçekleşmeli. Çünkü çok hızlı hareketler ekonomiye ait bir davranış değildir. Banka kredilerin faiz oranlarındaki artışı bu alanda devlet yönetmeliğini kaldıracaktır.

³¹⁶ www.samruk-kazyna.kz/page.ph, (22.03.2010).

³¹⁷ TULEPOV, a.g.e., s.87.

Şimdi Kazakistan’da bankacılık sistemin gelişmesi için yeni bir konsept hazırlanmaktadır. Bu konsept çerçevesinde özellikle 2012 yılında bankalara dinamik rezerv kurma şartı uygulanıyor. Bu değişiklikler kabul edilirse bankaların gelecekte ekonomide olabilecek krizlere karşı özel bir kriz fonu oluşacaktır. Banka sektöründe idari baskı mutlaka azalmalı çünkü banka gelirleri normal faaliyetleri sırasında ortaya çıkabilecek tüm maliyetlerini karşılamak için yeterli olmalıdır. Hükümet ekonomiyi canlandırmak için banka sektörüyle değil ülkedeki enflasyonla uğraşmalı.³¹⁸

Banka kredileri üzerindeki yükselen faiz oranları şirketleri borsadan alternatif bir finansman aracı olarak kaynaklanmaya teşvik eder. Eğer potansiyel şirketlerin mali ve ekonomik durumu gerçekten de yükseliş gösterirse bunlar hisse senedi piyasasında tahvil yerleştirerek sermaye elde edebilir. Ama devlet menkul kıymetler piyasasına mali açıdan sağlam şirketlerin listelenmesini denetlemesi lazım. Çünkü eskiden ekonomik açıdan zayıf olan birçok şirketler borsaya girerek kaynaklanmaya başladı ve onların zayıf durumu Kazakistan ulusal borsasını çöktü. Bu önerileri uygulanması Kazakistan menkul kıymetler piyasası sermayenin yeniden dağıtılmasında önem taşır ve ekonominin banka finansmanından bağımlılığını azaltır. Ticari bankaların mortgage sektöründe, leasing ve sigorta sektöründe bulunması sonucunda özel finans şirketlerin kendi faaliyetlerini karşılayamamakta ve onlar kârsız olmaya devam edmektedir. Bunun için bankaların finansal piyasalardaki bazı segmentlerde bulunmasını sınırlandırma görüşleri gerçekleşiyor.³¹⁹

Yüksek enflasyon tüm ülkeye büyük bir tehdit yaratmaktadır. Kazakistan’da tüketim fiyatlarındaki artış, insanların gelir artmasını belirtiyordu. Buna örnek olarak Kazakistan’da para bolluğundan dolayı kriz öncesi gayrimenkul pazarının patlamasıydı. Emlak fiyatlarının, tüketici fiyatlarının ve enflasyonunun artması, Kazakistan’da para arzının aşırı büyük olduğunu ve enflasyona karşı finansal araçların eksik olduğu belirlenmişti.

³¹⁸ Fedor SERGEEV, **Bankovskii Sektor Kazahstana Vibiraetsia İz Dolgov** (Kazakistan Bankaları Borchlarından Kurtuluyor). Haziran 2009, Astana.

³¹⁹ Oksana SHERBAKOVA, **Retsept Vihoda İz Krizisa** (Krizden Çıkış Resepi), İnformatsionnyy Sindikat NEONOMAD, http://www.neonomad.kz/neonomadika/econom/index.php?ELEMENT_ID=3951, (11.03.2010).

Kuşkusuz Kazakistan herhangi bir devlet gibi, öncelikle ülkede geniş para hacimini optimal bir şekilde tutmalı ve enflasyona göre istikrar politikasını gerçekleştirmelidir.

Ülkeye harcamalarını optimize etmesi gerek ve özellikle madencilik ürünlerinin satışından elde eden ihracat gelirlerinin büyük bir kısmını doğrudan Ulusal Fona, özellikle “Kashagan”³²⁰ petrol sahasının devreye girmesi için yönlendirmeli.³²¹

Kazakistan bütçesinin artması petrol satışından gelirlerinden oluştuğu açıktır. Kamu harcamalarının artışı sadece para arzını azaltmakta kalmayıp aynı zamanda ticaret dengesini olumlu etkiler. Ülkede yüksek enflasyon varken, para otoriteleri, ulusal para birimini güçlendirmeyi terk etmelidir. Bu araç uzun süre için geçerli değil, fakat Kazakistan bu aracı kısa bir süre içinde uygulamadı. Stratejik bakış açısından, madencilik ürünleri ihracatının gelen bu parayı sterilize etmesi lazım. Eğer ülke bu kararı verirse, borsada yeni finansal araçlar görünmeye başlayacaktır. Normal sermaye girişleri döviz kuru üzerinde daha az baskı yapar ve yavaş yavaş ithalatçılar fiyat avantajları kaybeder.³²²

Kazakistan, Avrasya Topluluğunun kriz dönemlerinde ekonomilere destek olmak üzere Anti Kriz Fonu'nu kurmuştu.

Kazakistan Parlamentosu "Avrasya Ekonomik Topluluğunun Anti Krizi Fonu'nun kurulmasına ilişkin anlaşmanın onaylanması" ve "Avrasya Ekonomik Topluluğunun Anti Kriz Fonunun Paralarının Yönetimine İlişkin Sözleşmenin Onaylanması" na ilişkin kanunları onayladı. Avrasya Ekonomik Topluluğu Anti Kriz Fonu'nun kurulması kararı, geçtiğimiz yıl Aralık ayında Kazakistan, Kırgızistan,

³²⁰ Kashagan alanının petrol rezervleri dünya yatakların arasında beşincisidir. Kazakistan Cumhuriyeti ve yatırımcıların oluşturduğu bir konsorsiyum arasındaki anlaşmaya göre petrol üretimine en geç Ekim 2013'den başlayacaktır.

³²¹ www.zakon.kz/172590-mestorozhdenie-kashagan-nuzhdaetsja-v.html

³²² Zhanar SERDALİNA, **Benzinoviı Krizis Prodolzhaet Sotriaset Stranu** (Petrol Krizi Kazakistan Ekonomisi Olumsuz Etkilemekte), Megapolis Yayınları, Ekim 2009, s.45.

Rusya, Tacikistan ve Ermenistan Cumhurbaşkanları tarafından Borovoe’da yapılan gayri resmi zirvede alınmıştı.

Fon, ulusal ekonomilerin küresel finans krizi ve ekonomik krizin negatif sonuçlarını aşmaları, ekonomik ve finans istikrarının sağlanması, ayrıca Fon'un katılımcı-ülkelerinin ekonomilerinin daha da entegre olmalarına yardımcı olmakla amaçlanıyor. Fonun toplam hacmi 8 milyar 513 milyon dolar olarak belirlendi. Üye ülkeler, ilk başta paranın sadece yüzde 10'unu nakit olarak fona aktarıyor. Geri kalanı, Fon Kurulu'nun kararı ile ve gerektiğinde ödemeye sunulacak senet şeklinde hazır bulunduruluyor.³²³

Devletlerin büyük bir kısmı, ortaya çıkan küresel krize karşı tedbir olarak teşvik edici ekonomik tedbirleri paketleri kabul etmişlerdir. Kazakistan, dünya ekonomisindeki artan türbülansa etkin bir şekilde tepki veren ve öne geçen tedbirlerin gerçekleştirilmesine başlayan dünyadaki ilk ülkelerden biri olmuştur. Mali sistemin istikrarının idame ettirilmesi için bankalara ilave likidite sağlandı. Bu KOBİ'lerin ve büyük işletmelerin iktisadi canlılığının temin edilmesi için gerçekleştirildi.

Özel kişilerin mevduatlarının güvenilir tazmin meblağı 4700 dolardan (700 bin Tenge) 34 bin dolara (5 milyon Tenge) çıkarıldı. Devlet bankacılık sektörünün dış borçlarla ve öz sermaye yeterliliğiyle ilgili risklerinin azaltılmasına yardımcı olmuştur.

Konut yapımının desteklenmesi ve hissedarların sorunlarının çözümü için 500 milyon dolar (545 milyar tenge) tahsis edilmiştir.

Ülkedeki ekonomik canlılığın muhafaza edilebilmesi için küçük ve orta ölçekli işletmelere 1,84 milyar dolar (275 milyar tenge) tutarında eşi benzeri

³²³ <http://www.haber7.com/haber/20091211/KazakistanAnti-Kriz-Fonuna-resmen-girdi.php>, (9.02.2010).

görülmemiş bir mali destek sağlandı. İdari engellerin kararlı bir şekilde azaltılması yönünde çalışmalara devam edilmişti.³²⁴

Temel vergilerde oranları önemli ölçüde düşüren yeni Vergi Kanunu yürürlüğe girmiştir. Geçen yıla kıyasla kurumlar gelir vergisi bu yıl üçte bir oranında indirilmiştir ve % 20 olmuştur, bu vergi 2011 yılında % 15 olacaktır. KDV oranı % 12'ye düşürülmüştür. Sosyal vergide azalan oran yerine % 11'lik yeknesak oran uygulaması başlatılmıştır. Yatırım gerçekleştiren işletmeler için de vergi kolaylıkları öngörülmüştür. Bütün bunlar da ekonomideki hammadde dışı sektörün ve KOBİ'lerin gelişmesi için en önemli teşviklerden biri olmuştur. Devlet alımları yasası yerli üreticilere öncelik tanımakta ve bu da küçük ve orta ölçekli işletmelerin desteklenmesine yöneliktir.³²⁵

Tarım sanayisinin geliştirilmesi için 280 milyar Tenge, altyapı projelerinin gerçekleştirilmesine için 120 milyar Tenge tahsis edilmiştir. Bir bütün olarak krizle mücadele amaçlı olmak üzere ilave olarak ülke ekonomisine 2 trilyon 700 milyar Tenge'den fazla bir kaynak ayrılmıştır. Önceden planlandığı üzere, 2010 yılında kamu çalışanlarının maaşları ve burslar %25 arttırılacak, 2011 yılında ise ayrıca %30 artış sağlanacaktır. Ortalama emekli maaşı 2010 yılında %25 arttırıldı, 2011 yılında ise ayrıca %30 arttırılacaktır. Bu arada 2011 yılına doğru temel emekli maaşı miktarı, asgari geçim miktarından %50 daha fazla olacak şekilde artacaktır. Eğitim masraflarını karşılayacak kaynaktan yoksun kalan yüksek öğrenimdeki öğrencileri desteklemiştir. Devlet mevcutlara ilaveten yüksek öğrenimdeki gençler için ilave olarak toplam 11 bin karşılıksız burs ve 40 bin kredi tahsis etmektedir.

Sonuç olarak Kazakistan'da uygulanan anti-kriz programı 5 temel unsurlardan oluşmaktadır. Bu program yüksek derecede uygulanarak 10 milyar ABD dolarını (1 200 milyar tenge) kapsamaktadır:

³²⁴ Serik KANATOV, **Antikriizsnaya Programma Pravitelstva Kazahstana na 2009-2010 gody** (Kazakistan Cumhuriyetin Antikriz Programı 2009-2010), Agenstvo Respubliki Kazahstan Po Regulirovaniu Deyatelnosti Regionalnogo Finansovogo Tsentra, Ocak 2009, <http://www.rfca.gov.kz/4324>, (12.02.2010).

³²⁵ Erzhan HANTAIEV, **Nalogoviy Komitet Respubliki Kazahstan** (Kazakistan Vergi Komitesi), Aralık yayınları, <http://www.taxkz.kz/>, (12.02.2010).

Mali Sektörün Stabilizasyonu:

- Dört önemli sistematik bankalara ek sermayenin devredilmesi;
- Ülke içinde kredi sürecini güçlendirerek piyasa koşullarına uygun olan kredi sistemini oluşturmak;
- Banka yükümlülüklerini zamanında yerine getirmek için likidite kaynakların genişlemesi;
- Finansal piyasaların devlet tarafından denetlenmesi;
- Yeni koşullarda emeklilik sistemi.

Bütün bu anti-kriz programın birinci bölümüne 4 milyar ABD doları (480 milyar tenge) harcanmaktadır.

Emlak Piyasasındaki Sorunları Gidermek:

- Bitmemiş konutlar tamamlanması için mortgage kredileri ve konut geliştirme programı uygulanmaktadır.

Bu bölümün maliyeti 3 milyar ABD doları (360 milyar tenge).

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Desteklenmesi:

- Küçük ve orta ölçekli işletmelere “SamrukKazyna” fonundan borç verilmesi;
- Kırsal işletmelere ve kırsal girişimcilere fondan mikrokredi verilmesi;
- Yeni yasa adı altında küçük ve orta ölçekli işletmelere kamu ihaleleri alanında faaliyet göstermesine izin verilmesi;
- Girişimcilik için idari engelleri azaltılması.

Maliyet kapasitesi 1 milyar ABD doları (120 milyar tenge).

Tarımsal-endüstriyel Kompleksin Geliştirilmesi:

- İhracata yönelik sektörler finansal destek: hububat sektörü, et ve süt ürünleri ile meyve ve sebze bitkisel üretimi (tarım işletmeleri ve altyapı yatırımları).

Maliyeti 1 milyar ABD doları (120 milyar tenge).

Yenilikçi, Sanayi ve Altyapı Projelerinin Uygulanması:

- “Kazakistan'ın 30 Kurumsal Liderleri” programının uygulanması.

1 milyar ABD doları (120 milyar tenge) harcanmaktadır.³²⁶

Şimdi bütün bu anti-kriz programı Kazakistan'da Ulusal Refah Fonu "Samruk-Kazyna" tarafından gerçekleştirilerek Finansal Denetleme Kurumu ile kontrol edilmektedir. Tüm devletler gibi Kazakistan Cumhuriyeti bu programı uygulayarak devleti en kısa zamanda, gerçekleşmekte olan krizden kurtarmaya çok çaba göstermektedir.

³²⁶ Serik KANATOV, **Antikriizsnaya Programma Pravitelstva Kazahstana na 2009-2010 gody** (Kazakistan Cumhuriyetin Antikriz Programı 2009-2010), Agenstvo Respubliki Kazahstan Po Regulirovaniu Deyatelnosti Regionalnogo Finansovogo Tsentra, Ocak 2009, <http://www.rfca.gov.kz/4324>, (12.04.2010).

SONUÇ

Kriz kavramı ülkeler açısından her dönem önemini koruyan bir konu olmuştur. Özellikle ekonomik istikrarı sağlamaya çalışan gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik krizler, ekonomik ve sosyal açıdan yıkıcı tahribatlar oluşturmaktadır. Mal, hizmet ve sermaye akımlarının serbestleştiği bir dünyada herhangi bir bölgede meydana gelen kriz tüm dünya ekonomilerini etkilemektedir. Para birimlerin değer kaybetmesi, menkul kıymet ve emlak borsalarının çökmesi, işsizliğin artması, genel refah düzeyin düşmesi gibi ekonomik sonuçların yanı sıra suç oranlarında artış gibi toplumsal sorunlara da yol açtığı görülen finansal krizlerin hem ülke içinde hem de ülkeler arasında dervet dağılımını da değiştirdiği gözlenmektedir.

Finansal krizlerin, son yıllarda hem daha sık ortaya çıkmasının hem de mali sistem aracılığı ile diğer ülkelere daha kolay yayılmasının gerisinde finansal piyasaların uluslararasılaşması olgusunun yattığı değerlendirilmektedir. Finansal piyasaların uluslararasılaşması temel olarak son otuz yılda meydana gelen üretim, uluslararası ticaret, doğrudan yatırımlar gibi finans dışı kesimde meydana gelen artışlara; uluslararası fona akımları ile ulusal piyasalar üzerindeki kısıtlamaların azaltılması veya tamamen kaldırılmasına; finansal yeniliklere ve bilgisayar, telekomünikasyon teknolojisindeki ilerlemelere dayanmaktadır.

Krizleri ele alan literatür son derece geniştir. Bu bağlamda krizleri açıklamaya çalışan bir takım modeller vardır. Yaşanan krizlerin sayısındaki artışla beraber bu krizleri açıklamaya çalışan modellerin sayısı da artmıştır. Bu yıllarda yaşanan krizler her ne kadar çok ortak özelliğe sahip olsa da, hiçbir kriz birbirinin aynısı değildir. Bu sebeple teorik modellerin açıklayıcılığı sınırlı, eksik ve krizlerin nedenleri hakkında bir uzlaşmaya varamamaktadır. Ancak yine de modellerin her biri krizlere farklı açılardan baktığı için, gelmekte olan bir krizin olası belirtilerini saptamaya yardımcı olmaktadır.

Hacmi, etkili olduğu alan ve sureci itibariyle modern dünyanın en ağır ekonomik buhranı 1929 krizi diyebiliriz. Finansal piyasalarda ortaya çıkan bir panik, haftalar içinde reel sektöre yansımış, ekonomideki her kesimi on yılı aşkın bir süreyle etkileyen ekonomik çöküntüyü tetiklemiştir.

1929 yılında başlayan ekonomik krizin en büyük nedenlerinden biri olarak savaş yıllarının yarattığı ekonomik dengesizlikleri gösterebiliriz. Savaş, üretim araçlarının ve uluslararası ticaretin her yönüyle değişimine neden olmuştur. Bu değişimler sonucu yaşanan sıkıntıların tamiri ise ekonomide uzun yıllar almıştır. Birinci Dünya Savaşı'nın en önemli sonucu 19. yüzyıl dünya para sisteminin bozulmasına yönelik olmuştur. Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra, kurulan uluslar arası para sistemi, enflasyon ve işsizliğin birlikte yaşandığı bir dünyada ekonomiye yeni bir kavram olan stagflasyonu katmıştır.

Yaşanan ekonomik ve mali krizin atlatılabilmesi için gerekli olan çalışmalar dünya ekonomisinde yeniden yapılanmayı gerektirmiştir. Bu gereklilikler uluslar arası para ve sermaye piyasalarının sınırlarının genişlemesine neden olmuştur. Uluslar arası piyasaya açılan sermaye, özel bankalar ve kuruluşlar aracılığıyla gelişmekte olan ülkelere borç olarak aktarılmaya başlanılmıştır. Sonuc olarak 19. yüzyıla kadar benimsenen altın standardı sistemi tüm ülkelerce terk edilmiştir.

1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin şiddeti karşısında tüm ülkeler tutumlarını değiştirerek yalnızca kendi çıkarlarını korumaya çalışan kısa dönemli ve içe dönük önlemler almak zorunda kalmışlardır. Bu tutum ise dünya ekonomik sisteminin parçalanma eğilimini pekiştirmiştir. Bu eğilimin en açık belirtisi dünya ticaret hacminde o yıllarda yaşanan büyük düşüştür.

Ekonomik kriz yalnızca dünya ekonomik sistemini sarsmakla kalmamış aynı zamanda da o zamana kadar geçerliliğine inanılan birçok temel ekonomik politikanın da geçersizliğini göstermiştir. Kriz sonrasında yaşanan fiyat düşüşleri, birçok ülkede Keynesyen politikaların uygulanmaya başlanması ile sonuçlanmıştır.

1929 krizinden sonra dünya tarihinin yaşadığı ikinci en büyük kriz olan 2008 krizinden önce de tıpkı 1929 krizi öncesi gibi bir ortam hâkimdi. Dünya ekonomisinin içinde bulunduğu krizi geçmiş deneyimlerden ayıran en önemli özelliklerden biri geçmiş krizlerin büyük oranda az gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerini etkilemiş olmasına rağmen günümüzde sorunların ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler tarafından hissedilmesidir.

Her iki krizin oluşumundan önce de aşırı bir kredi patlaması ile birlikte harcama ve talep artışı olduğu açıktır. 1920’lerde de 2000’lerde de kredi patlaması ve konut piyasasında hareketlilik yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bu durum her iki krizde de balon oluşturmuştur.

Böyle finansal krizlerin çözümü ülkedeki makro ekonomik iyileşmeden tutun, geleceği yönelik beklentileri de içeren birçok parametrenin birbiri ile uyum içerisinde işlemesine bağlı olmaktadır. Krizlerin çözümünde başarı elde edilmesi, hükümetlerin kriz dönemlerindeki yönetim maharetine ve bu mahareti yönlendirebilecek teknik uzman kadrolarının varlığına; kriz dönemleri öngörüldüğünde ya da ortaya çıktığında yapılacak politikalar arasındaki seçim ve bu politikalar arasındaki eşgüdümün sürdürülmesine ve zamanında uygulanmasına; sisteme zarar veren uygulamaların değiştirilmesi konusunda alınacak kararlarda istekli olunmasına ve karar alıcıların sosyal ve politik açıdan karşı karşıya kalılabilecek güçlüklerle mücadele yeteneğine bağlı olmaktadır. Bunun yanında bir ahlaki riziko problemi ortaya çıktığında piyasalar kendi kendisini düzenleyememektedir. Böyle bir durumda politika yapıcılarının piyasanın işleyişine etkin bir biçimde müdahalede bulunması gerekmektedir. Eğer ülkede uzun süredir yüksek oranlı enflasyon var ise, enflasyon kontrol altına alındıktan sonra döviz kurları esnekleştirilebilir. Bunun yanında, uluslararası son kredi mercii rolünü üstlenecek IMF gibi kurumlara destek olabilecek nitelikte bölgesel para destekleme mekanizmaları oluşturulabilir. Böyle mekanizmalar, birbirleriyle ticari, ekonomik ve politik ilişkileri olan ülkelere desteklenebilir. Bölge dışında olan ülkeler ise ekonomik ve politik çıkarları doğrultusunda böyle mekanizmalara destek verebilirler.

Bu bağlamda krizleri önlemek için; piyasalarda şeffaflığın sağlanması, uygun muhasebe standartlarının benimsenmesi, yüksek sermaye yeterliliği, bankacılık sisteminde etkin denetim ve gözetim, merkez bankasının yeterli düzeyde rezerv bulundurması ve en önemlisi, uygun makro ekonomik politikaların tercih edilmesi gerekmektedir. Kazakistan'ın bu krizlerden kurtulması için yapması gereken temel öncelik piyasada kamu idari baskıyı ortadan kaldırmaktır. Bunun için de devlet finansal sistemde bir reforma gitmek kaçınılmazdır.

Kriz sonrası GSYİH'da meydana gelen düşüş ve finansal sistemi yeniden yapılandırma gibi maliyetler çerçevesinde finansal krizlerin artan önemini göz önüne alınarak, Kazakistan gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz olasılığını arttıran makroekonomik ve finansal değişkenleri ortaya koyulmuştur. Faiz oranlarındaki düşüşe bağlılık, Kazakistan bankalarının bilançolarında bozulmalara yol açarak ülkede finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır. Aynı zamanda bankalar, bilançolarında yer alan varlıklar ile yükümlülükler arasında para birimi ve vade uyumsuzluklarından dolayı likidite sıkıntısı çektiler. Likidite sıkıntısı ise finansal zayıflığa işaret etmektedir. Bu zayıflık piyasada likidite darlığı yaratacak bir iç ve/veya dış şok ile birlikte finansal kırılganlığı ortaya çıkarmaktadır. Bu amaçla, ilk olarak, Kazakistan'da gerçekleşen finansal krizin yapısı incelenmiş ve Kazakistan sistemin etkin işleyişinin önündeki en önemli engel olan asimetrik bilgi, piyasadaki idari baskı, banka sistemin bozukluğu ve sermaye hareketlerinde aşırı oynaklık olarak tanımlanan finansal sorunlar üzerinde durularak Kazakistan'ın krizden çıkış programı sunulmuştur.

Anti-kriz programı çerçevesinde Kazakistan, bankacılık sektörüne toplam 750 milyar tenge yönledi: Bunun 500 milyar tengesini bankaların sermayesini artırmak için, 250 milyar tengesini küçük ve orta boyllu işletmeleri desteklemek için harcadı.

Şu an Kazakistan'da devletin ekonomiye ve özellikle bankacılık sektöründeki aşırı müdahaleciliği azaltılmalıdır. Sonuçta Kazakistan'da finansal krizi yaratan temel neden bankalar değil, bankacılık üzerindeki idari baskı olarak geçmektedir.

KAYNAKLAR

ADANUR, Nejla Aklan. "**Dış Borçlanma, Gelişmekte Olan Ülkeler için Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?**", Dış Ticaret Dergisi yıl: 7 sayı: 25, Temmuz 2002, ss.17-19.

AGENSTVO. Respublika Kazahstan Po Regulirovaniu Deyatelnosti Regionalnogo Finansovogo Tsentra **Antikriizsnaya Programma Pravitelstva Kazahstana na 2009-2010 gody** (Kazakistan Cümhuriyetin Antikriz Programı 2009-2010), Ocak 2009, <http://www.rfca.gov.kz/4324>, (1.07.2010).

AKRAM, Q. Farooq ve Qyvind Eitrheim. '**Flexible Inflation Targeting and Financial Stability: Is it Enough to Stabilize Inflation and Output?**', Journal of Banking & Finance, 2008, 1242-1254.

AKTAN, Coşkun Can ve Şen, Hüseyin. "**Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri**", Yeni Türkiye Dergisi Yayınları, Ankara 2002, ss. 2-18.

APRIO, Gerard ve Daniela Klingebiel. "**Episodes of Systemic and Borderline Banking Crises**" World Bank Discussion Paper No. 428, 2000 ss. 31-49.

ASLANTAŞ ve Nemci Odyakmaz. "**Para Krizleri**", T.C. Basbakanlık Dış Ticaret üstesarlğı Ekonomik Arastırmalar ve Degerlendirme Genel Müdürlüğü, www.dtm.gov.tr/ead/DTDERG/ekim97/transfer.html (29.05.2010).

BARRY, Eichengreen, Andrew Rose ve Chartes Wyplouz. "**Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks**", 1995.

BERNANKE, Ben, Thomas Laubach, Frederic Mishkin ve Adam Posen. **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton University Press, 1999.

BERNANKE, Ben, ve Ilian Mihov. **“Deflation and monetary contraction in the Great Depression: an analysis by simple ratios”** in Ben Bernanke, *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press, 2000, ss 258-270.

BERNANKE, Ben, and Kevin Carey, *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press. **“Nominal wage stickiness and aggregate supply in the Great Depression”** *Quarterly Journal of Economics* 111, 1996, ss.853-863.

BLANCHARD, O. ve Perotti R. **“An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output,”** *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, 2002. ss.160–168.

BLEANEY, Michael. **‘The Aftermath of a Currency Collapse: How Different Are Emerging Markets?’**, *The World Economy*, 2005, 79-89.

BLEEKE, J., Bryan, A., Lowell, L. **The Globalization of Financial Markets. The McKinsey Quarterly**, 1998.

BORATAV, Korkut. **“Finansal Kriz”**, 16.05.2002
www.bagimsizsosvlabilimcililer.org (14.05.2010).

BORDO, Michael. **Financial Crises. The International Library of Macroeconomic and Financial History**, 1992.

BRYANT, Ralph C. **International Financial Intermediation**, The Brookings Institution. Washington D.C., 1987.

DELL, Ariccia, Giovanni, Deniz Igan ve Luc Laeven. **‘The US Subprime Mortgage Crisis: A Credit Boom Gone Bad?’**, CEPR WP. No. 6683, 2008.

ÇAPLIN, Andrew ve John Leahy. **Business as Usual, Market Crashes and Wisdom after the Fact. American Economic Review**, 1995.

CAPRIO, Gerard. **“Financial Crises”**, WorldBank Working Paper No. 1979, 1998. ss.14-19.

CHINN, Menzie ve Kenneth Kletzer. **“International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crises under Imperfect Information”**, NBER Working Paper No.7902, 2000.

DECRESSIN, J. ve Laxton D. **“Gauging Risks for Deflation,”** IMF Staff Position Paper, No. 09/01 2009.

DEMİR, Musa. **Kazakistan’da Geçiş Ekonomisi Uygulamaları ve Piyasa Ekonomisine Geçiş Süreci**, Dış Ticaret Dergisi, Ocak 2002.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı ve Enrica Detragiache. **“The Determinants of Banking”**, 1999, ss.82-89.

DEİK. **Kazakistan Ülke Bülteni**, Mayıs 2009, <http://www.tika.gov.tr/Dosyalar/Kazakistan.doc>, (15.07.2010).

DIKKAYA, Mehmet ve Bora Ali. Çandan Kazakistan'ın Ekonomi Politikası ve Türkiye'nin Yeri, **Orta Asya ve Kafkasya Araştırmaları Dergisi**, Uluslar arası Stratejik Araştırmalar Kurumu Yayını, Sayı:2, 2006.

DICKINSON, David G. ve Andrew Mullineux. **“Lessons from the East Asian Financial Crisis: A Financial Sector Perspective”**, 2001, s.32, www.elsevier.com/locate/geoforum, (11.03.2010).

DOMAC Peria ve Soledad Martinez. **“Banking Crises and Exchange Rate Regimes”**, 2000, http://www.worldbank.org/research/interest/working_papers.htm (16.06.2010).

DORNBUSCH, Rudi. **“A primer on emerging market crises”**, NBER Working paper No. 8326, 2001, ss.145-149.

DRAZEN, Allan. **Political Contagion in Currency Crises**. University of Maryland, 1997.

EKİNCİ, A.. **“İktisadi Dalgalanmaların Kavramsal ve Teorik Analizi”**, KTÜ SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006.

FELDSTEIN, Martin. **“Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Managemen”**, NBER Working Paper No.8837, 2002.

FRANKEL J, Rose A. **“Currency Crashes in Emerging Markets: Emperical Indicators”**. NBER Working Paper, 5437, 2006, ss.43-46.

FRIEDMAN, Milton ve Anna J. Schwartz. **A Monetary History of the United States**, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963.

GAVIN, Michael ve Ricardo Hausmann. **“The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context”**, Inter-American Development Bank. Working Paper Ho. 318, 1998.

GOLDBERG, Linda. **“Predicting Exchange Rate Crises”**: Mexico Revisited. Journal of International Economics, 1993.

GOLDSTEIN, Morris. **“Commentary: The Causes and Propagation of Financial İnstability”**, BİS Economic Papers, 1997, ss.100-105.

GÜRKAN, Gülsün. “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler”, Yeni Türkiye Dergisi, Kasım- Aralık 2000.

HADİYE, Aslan. **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu, Houston Üniversitesi, 2008, ss.11-15.

HUTCHISON, Michael. "Early Warning Indicators of Banking Sector Distress", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Vol.99, Issue 28, 1999.

HUTCHISON, Michael ve Kathleen Mcdill. “Are All Banking Crises Alike”, The Japanese Experience in International Comparison, 1998, www.econ.ucsc.edu/faculty/hutch/nber.pdf, (15.03.2010).

İHSAN, Ali. “Bankacılık ve Kriz”, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s. 23.

INFORMATSIONNO-Analiticheskii Portal. **Kazahstanskıe Bankı Ushlı v Minus** (Kazakistan Bankaları Dibe Gıttı), Ekim 2009 <http://www.zakon.kz/151014-kazakhstanskıe-bankı-ushlı-v-minus.html>, (15.05.2010).

INTERNATIONAL Monetary Fund. **World Economic Outlook**, May 1998.

INTERNATIONAL Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/data.htm>, (07.02.2010).

JAHANGİR, Aziz, Francesco Caramazza, Ranil Salgado. “Currency Crises: In Search of Common Elements”, IMF Working Paper, 2000.

KAMINSKY, Graciela ve Carmen Reinhart. **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems**. International Finance Discussion Paper No.544, Board of Governors of the Federal Reserve System, Mayıs 1996.

KAMINSKY, Graciela, Saul Lizondo, Reinhart, Carmen M. **"Leading Indicators of Currency Crises"**, IMF Staff Papers, Vol.5, No.1, 1998, ss.18-22.

KARABAYEVA, Dina. Kazakistan'ın Piyasa Ekonomisine Geçiş Sürecinde Dış Ticaretinde Meydana Gelen Gelişmeler, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, amir 2006.

KARAGUSOVA. **"Antikrizisne sredstva ushly na podderzhku ekonomik drugih stran"** (Antikriz kaynakları başka devletlerin ekonomisine yönlendi), Aгенstvo Mezhdunarodnoi Informatsii **"Kazakhstan News"**, Ekim 2010 <http://www.newskaz.kz/economy/20100311/482478.html>, (12.06.2010).

KASE. **Emitenty**, Kazahstanskaya Fondovaya Birzha (Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası), KASE, <http://www.kase.kz/ru/emitters#section-5>, (03.02.2010).

"KAZAKHSTAN NEWS". Aгенstvo mezhdunarodnoi informatsii. **"Denezhnaya Massa v Kazakhstane"** (Kazakistan'ın para arzı), Agustos 2009, <http://www.zakon.kz/145751-denezhnaja-massa-v-kazakhstane-v-ijule.html>, (29.01.2010).

KAZAKHSTAN Today. **V Kazakhstane Vstupili v Silu Novie Trebovania o Minimalnom Razmere Sobstvennogo Kapitala Dlya Bankov Vtorogo Urovnia**, <http://kt.kz/index.php?lang=rus&uin=1133168154&chapter=1153498744>, (23.12.2009).

KAZKOMMERTSBANK. **Analitičeskiy Obzor**, (Analitik niceleme), Aralık 2007, www.kkb.kz, (27.02.2010).

KENÇ, Turalay. **"Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II"** Notu, Bradford Üniversitesi BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı, 2007.

KENNETH, John Galbraith. **"The Great Crash 1929"** (Büyük Kriz 1929), İstanbul, 2009.

KEYNES, J. M., **The General Theory of Employment Interest and Money**, Macmillan, Cambridge University Press, for Royal Economic Society, electronic edition: 1936, <http://homepage.newschool.edu/het/texts/keynes/gtnote.htm> (05.06.2010).

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut. **"Excessive RiskTaking, Banking Sector Fragility and Banking Crises"**, University of Illinois College of Commerce and Business Administration Office of Research Working Paper No. 0114.

Krizis v Kazakhstane nachalsia ranshe, chem v Rossii (Kriz Kazakistan'da Rusya'dan önce çıktı) <http://www.easttime.ru/news/1/3/1066.html>. (25.02.2010).

KRUGER M., Osakwe P., Page J.. **Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis**, Bank of Canada Working Paper, No:98-10.

KRUGMAN, Paul. **"Baterice Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises"**, <http://web.mit.edu/kruaman/www/FLOOD.pdf>. ss.21-28. (19.12.2009).

KRUGMAN, Paul ve Maurice Obstfeld. **International Economics: Theory and Policy**, 5* Edition, Addison-Westey Publishing Company. USA, 2000.

KYDLAND, F. E ve Prescott, E. C. **"Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,"** Journal of Political Economy, University of Chicago Press, Vol. 85(3), 1977, ss.473–491.

LEYSHON, Andrew. **The Urban and Regional Conseauenses ofthe Restructuring of JWorld Financial Markets: The Case of ihe City of London**, Working Papers on Producer Services, No.4, University of Bristol, Bristol and University of Liverpool, Liverpool, Temmüz 1987.

MAHREZ, Gil, Kaufmann Daniel. **“Liberalization, Transparency and Financial Crisis”** Ağustos 1999.

MADURA, Jeff. **“Financial Market and Institutions”**, 7th Edition, Thomson South Western, 2000, s. 442-445.

MISHKIN, Frederic. **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 5^m Edition, Addison-Wesley Publishing Company: USA, 1997.

MORENO, Robert. **Makroeconomic Behavior During Perids of Speculative Pressure or Realignment: Evidence from Pacific Basin Countries**. Economic Review, Federal Reseve Bank of San Francisco, No.3, 1999, ss.13-16.

MUSTAFA, Özer. **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrara Sağlamaya Yönelik Politikalar**, T.C.Anadolu Üni. Yayınları no.1096. Eskişehir, 1999.

NEDVIZHIMOST, İnformatsionny Portal. **Podderzhka Malogo i Srednego Biznesa** (Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Desteklenmesi), <http://www.kn.kz/articles.php?id=3109>, (15.06.2010).

NURGALIEV, Kayırtay. **Kazakistan Ekonomisi**, Kazakistan El-Farabi Milli Devlet Üniversitesi, Tercüme-Dizgi-Baskı, YEPA LTD, Ocak, 1998.

OBTSELD, Maurice. **‘External Adjustment’**, Review of World Economics, 140(4), 2004, 541-568.

ORTA ASYA İnternet Dergisi. **“Kazakistan Cümhuriyeti”**, <http://www.ca-oasis.info/news/?c=1&id=43285>, (21.03.2010).

ÖZDEMİR, Yavuz; **“Kazakistan, Azerbaycan, Türkmenistan ve Özbekistan’ın Enerji Potansiyelleri ve Politikaları”**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007.

ÖZKAN, Gülçin. **‘Recent Financial and Currency Crises in Turkey: Bad Fundamentals or Bad Luck’**, The World Economy, 2005.

PALIONOV, Alkesandr. **“Priostanovka Predpriatii v Kazahstane iz-za ekonomicheskogo krizisa”** (Krizden Dolayı Kazakistan İşletmelerinin Durumu), CA-NEWS, Nisan 2009, <http://ca-news.org/news/120091>, (22.12.2009).

PARASIZ, İlker. **Modern Bankacılık Teori ve Uygulaması**, Banksis Yayınları No 82, İstanbul, 2000, ss.253-254.

PESENT, Paolo ve Cédric Till. **“The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”**, FRBNY Economic Policy Review, 2000.

RADALET, Steven ve Jeffrey Sachs, **The Onset of the East Asian Financial Crises**, NBER, WP no: 6680, 1998, ss.39-41.

RADALET, Steven ve Jeffiy Sachs. **The East-Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects**. Brooking Papers on Economic Activity, Nisan 1998.

RAMAZANOV, Nigmat, **Dolgovaya Yama Vse Glubzhe** (Borç Miktarı Daha da Artmaktadır), İnformatsionno-analiticheskoe agestvo, Nisan 2009, <http://www.iamik.ru/?op=full&what=content&ident=502592>, (04.05.2010).

RBK DAILY. Günlük İş Derisi. **“Novaya Restrukturizatsia Bankov Kazahstana”** (The restruction of Kazakhstan Banks), 8 Eylül 2008, <http://www.rbcdaily.ru/2009/09/08/finance/429889>, (04.01.2010).

ROSBUSINESS Consulting. **Antikrizisnaya effektivnost: Kto Vperedı, a kto szadi**, <http://top.rbc.ru>, (25.04.2010).

ROUBINI, Nouriel ve Brad Setser. **‘The US as a net debtor:The Sustainability of the US External Imbalances’**, 2004, US-External-Imbalances.pdf, <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser>, (12.02.2010).

SALENT, Sandy ve Henderson. **Market Anticipation of Government Policy and The Price of Gold**. Journal of Political Economy, 1978, ss.221-230.

“SAMRUK-KAZYNA” dergisi. **“Rol Fonda Natsionalnogo Blagosostoyania Samruk-Kazyna v Ekonomike Respubliki Kazahstan”** (Kazakistan Ekonomisinde Samruk-Kazına Fonun Rölü), Anonim Şirket, Haziran 2009.

SERDALINA, Zhanar. **Benzinovıy Krizis Prodolzhaet Sotriasat Stranu** (Petrol Krizi Kazakistan Ekonomisi Olumsuz Etkilemekte), Megapolis Yayınları, Ekim 2009.

SERGEEV, Fedor. **“Bankovskii Sektor Kazahstana Vibiraetsia İz Dolgov”** (Kazakistan Bankaları Borçlarından Kurtuluyor), http://www.kazakh-zerno.kz/index.php?option=com_content&task=view&id=6624, (12.01.2010).

SULEYMENOV, Arman ve Pavel Karpatov. **“Biznes v Kazahstane”** (Business in Kazakhstan), Ekspres Yayınları, Nisan 2009, <http://www.nomad.su/?a=3-200704250134>, (04.04.2010).

TAYLOR, John B. **“The Financial Crisis and The Policy Responses”**. An empirical Analysis of What Went Wrong, 2008 ss. 123-124.

TOPRAK, Metin. **Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitapevi: Ankara., 2000.

TORNELL, Aaron ve Martin Schneider. "**Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises**", NBER VVorking Paper No.8060, 2000.

TULEPOV, Baurzhan. **Prichiny Krizisa v Kazahstane** (Kazakistan'da Krizin Nedenleri), Elektronnaya versia knigi, Tengri Finans, Şubat 2010.

TUNCA, Zafer ve Gökhan Karabulut. "**Küresellesme, Kriz ve Türkiye**", Yeni Türkiye Dergisi, Kasım-Aralık 2001.

ÜNAL, Ali, Kaya Hüseyin. "**Küresel Kriz ve Türkiye**" Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi, İstanbul, 2009.

YILMAZ, Ensar. "**Mevduat Sigortasında Ahlaki Risk Eğilimi**", ODTÜ Gelişme Dergisi, 2001, ss.219-234.

WASSERSTORM, Eric. "**On the Financial Crisis: It's Not Just Weak Oversight**" The New York Times, Eylül 2008.

ZAKON Bilgi Portalı. **Natsionalny Bank Kazahstana raziasnıl situatsiu na rınke** (Kazakistan Ulusal Bankasının Eknomiye Değerlendirmesi), <http://www.zakon.kz/132517-nacionalnyjj-bank-kazakhstan-razjasnil.html>, (01.03.2010).

http://www.zarabotokkrizis.ru/index/zarabotok_kriziskrizis_v_otdelnih_stranah/zarabotok_krizis-krizis_v_Kazahstane.html, (21.04.2010).

<http://www.haber7.com/haber/20091211/KazakistanAnti-Kriz-Fonuna-resmen-girdi.php>, (9.01.2010).

<http://www.liter.kz/site.php?lan=russian&id=150&pub=14234>, (12.03.2010).

<http://www.imf.org/external/data.htm>, (15.12.2009).

http://www.mit.kz/docs/document_147.doc, (16.01.2010).

http://en.wikipedia.org/wiki/Image:MBS_Downgrades_Chart.png, (22.05.2010).