

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**ULUSLAR ARASI KRİZLER, TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ VE
İKTİSAT POLİTİKASI UYGULAMALARI**

**EMİNE BURCU AKTAŞ
2501070907**

DANIŞMAN: DOÇ.DR.HAKAN ONGAN

İstanbul, 2010



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı'nda ders dönemindeki Eğitim - Öğretim Programını başarı ile tamamlayan 2501070907 numaralı EMİNE BURCU AKTAŞ'ın hazırladığı "Uluslar arası Krizler Türkiye Ekonomisine Etkileri ve İktisat Politikası Uygulamaları" konulu YÜKSEK LİSANS/ DOKTORA-TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15.Maddesi uyarınca 14.10.2010 PERŞEMBE günü saat 15:00'de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin*kabul*.....'ne* **OYBİRLİĞİ /OYÇOKLUĞUYLA** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.KAYA ARDIÇ	<i>Red</i>	<i>[Signature]</i>
DOÇ.DR.SERDAR ONGAN	<i>kabul</i>	<i>[Signature]</i>
DOÇ.DR.UFUK BAKKAL	<i>Düzeltilme</i>	<i>[Signature]</i>
DOÇ.DR.HAKAN ONGAN	<i>kabul</i>	<i>[Signature]</i>
YRD.DOÇ.DR.ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN	<i>kabul</i>	<i>[Signature]</i>

ULUSLAR ARASI KRİZLER, TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ VE İKTİSAT POLİTİKASI UYGULAMALARI

Emine Burcu AKTAŞ

ÖZ

Ekonomik kriz, beklenmedik bir anda aniden ortaya çıkarak ülkelerin ekonomik sistemlerinde negatif sonuçlar doğuran olay veya olaylar şeklinde tanımlanabilmektedir. Ekonomik krizler çok çeşitli sebeplerle ortaya çıkabilmektedir. Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar, denetimden uzak finansal sistemlerin varlığı, istihdam oranlarında ani düşüşler, enflasyonda ani yükselişler gibi pek çok etken krize neden olabilmektedir. Ekonomik krizlerin bir diğer özelliği ise, özellikle 1980’li yıllardan bu yana, küreselleşmenin de etkisiyle, tek bir ekonomiyle sınırlı kalmayarak birbirleriyle ticari ve finansal ilişkiler içerisinde bulunan tüm ülke ekonomilerine yayılma özelliği taşımasıdır. Son yıllarda yaşanan ekonomik krizlerin uluslar arası nitelik taşımasında en önemli etken küreselleşme ve küreselleşme sonucunda ülke ekonomilerinin birbirleriyle entegrasyon sağlamış olmalarıdır.

Bu çalışmada başta 1929 Büyük Bunalımı olmak üzere dünya ekonomilerini sarsan önemli uluslararası ekonomik krizler incelenmiş ve ortaya çıkma nedenleri, gelişim süreçleri ile yarattıkları sonuçlar irdelenmiştir. Söz konusu incelemeler sonucunda uluslararası krizlerin tek bir ülke ekonomisiyle sınırlı kalmadığı, ticari ve ekonomik ilişkiler içerisinde bulunan tüm ekonomilere yayılma özelliği gösterdiği görülmüştür. Bununla birlikte 1980-2008 yılları arasında yaşanan uluslararası krizlerin yanlış zamanlama ve uygunsuz ekonomik koşullarda uygulamaya konulan IMF politikaları kaynaklı olarak ortaya çıktıkları bulgulanmıştır. Son 2008 Mortgage Krizi ise, ABD kaynaklı olmakla birlikte, denetimden uzak mortgage kredilerinden oluşturulan karmaşık yapıli türev ürünlerin, başta ABD olmak üzere birçok uluslararası finans piyasasında satılması sonucunda bir bomba etkisiyle ortaya çıkmıştır.

Son yaşanan uluslararası krizin tüm dünyayı büyük ölçüde etkilediği ve kriz neticesinde ülkelerin reel sektörlerinde ciddi bir resesyon yaşandığı bulgulanmış olup, halen devam etmekte olan uluslararası krizin etkilerinin silinebilmesi amacıyla çeşitli kurtarma politikaları devreye sokulmuştur. Ancak bir süre daha 2008 Mortgage Krizi'nin etkilerinin devam edeceği ve krizden çıkışın “V” değil “U” şeklinde olacağı bulgulanmıştır.

INTERNATIONAL CRISIS, EFFECTS IN ECONOMY OF TURKEY AND IMPLEMENTATIONS OF ECONOMY POLITICS

Emine Burcu AKTAŞ

ABSTRACT

Economic crisis is defined as an event or events that occur unexpectedly and have negative effects on the countries' economical systems. Economical crisis can come up with many different reasons. The problems in banking system may cause many active crises as the occurrence of financial systems which are away from check, sudden decreases in employment percentages and sudden increases in inflation. The other feature of the economical crisis is that since 1980s, with the effect of globalization, they are not restricted to just a specific economy but they have a characteristic to spread among the countries which have financial and commercial relationships with each other. The crisis experienced in the latest years has international characteristics. The most important factor of this is the integration between the countries' economies as a result of the globalization.

In this study, the important economic crisis which agitated the economies of the world, firstly the big depression in 1929, has been searched and their occurring purposes, development stages and the results they had are considered. As a result of the research it is seen that the international crisis isn't restricted to only one country's economy but also it has a characteristic to spread among the countries which have financial and commercial relationships with each other. Besides it is discovered that the crisis experienced between 1980 and 2008 occurred with the IMF policies which were applied in the wrong timing and unsuitable conditions. The latest crisis of Mortgage in 2008, originated in the USA, occurred by being sold the complex structured derivative products which are formed by Mortgage credits away from checking firstly in the USA and then in many international financial market.

It is discovered that the latest international crisis has largely affected the world and as a result of the crisis a serious recession has been experienced in the real sectors of countries. So, varied recovery policies are put in place to wipe out the

effects of the international crisis which is still going on. But it is discovered that the effects of 2008 Mortgage Crisis is going to continue for a while and the exit from the crisis is going to be in “U” not “V”.

ÖNSÖZ

Sınırsız ihtiyaçların kıt kaynaklarla karşılanması anlamına gelen iktisat olgusu, üretim ve tüketimin yanı sıra küreselleşmeyi de beraberinde getirmiştir. Küreselleşmeyle birlikte ülkeler arası ekonomik sınırlar ortadan kalkmış ve uluslararası ekonomiler birbirleriyle entegre hale gelmişlerdir.

Bu çalışmada söz konusu entegrasyon sonucunda yaşanan uluslararası krizler incelenmiş ve krizler sonucunda uygulamaya konulan politikalar ile, uluslararası krizlerin Türkiye ekonomisi ile ne gibi etkileşimlerde bulunduğu irdelenmiştir.

Böylesine geniş kapsamlı ve önemli bir çalışmanın hazırlanmasında benden manevi desteklerini esirgemeyen ve araştırma sürecim boyunca her zaman yanımda olan aileme, araştırmamda bana yol gösteren ve her aşamasında beni destekleyen danışman hocam sayın Doç. Dr. Hakan Ongan'a ve eğitim sürecimde benden anlayışlarını esirgemeyen Vakıfbank ailesine teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	i
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ	v
TABLolar	viii
ŞEKİLLER	ix
KISALTMALAR.....	x
 GİRİŞ	 1
 KRİZ TANIMI VE KRİZ ÇEŞİTLERİ	 3
1.1 Krizlere Yol Açan Etkenler	5
1.1.1 Sürdürülemeyen Ekonomik Dengeler.....	6
1.1.2.Zayıf ve Kırılgan Bir Finansal Yapı	7
1.1.3.Finansal Paniğin Yol Açtığı Krizler	7
1.1.4.Kendi Kendini Besleyen Krizler.....	7
1.1.5.Ahlaki Riskin Yol Açtığı Krizler.....	8
1.1.6.Bulaşma Etkisiyle Başlayan Krizler	9
1.2 Krize Teorik Yaklaşımlar	10
1.2.1 Birinci Nesil Modeller	11
1.2.2 İkinci Nesil Modeller	13
1.2.3 Üçüncü Nesil Modeller.....	16
 1929 BUNALIMI VE KÜRESELLEŞME SONRASI YAŞANAN ULUSLARARASI KRİZLER, DÜNYA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ VE UYGULANAN POLİTİKALAR	 19
2.1 1929 BUNALIMI	19
2.2 Krizin Avrupa Üzerindeki Etkisi	22
2.2.1 İngiltere.....	22
2.2.2 Fransa.....	23

2.2.3 Almanya.....	23
2.2.4 1929 Bunalımının Türkiye'ye Etkileri.....	23
2.3 Küreselleşme ve 1980 Sonrası Yaşanan Krizler.....	26
2.4 1980 Sonrası Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya, Rusya Krizleri Ve Türkiye'ye Etkileri.....	27
2.4.1 Latin Amerika Krizi.....	29
2.4.2 1994-1995 Meksika Krizi	32
2.4.3 Güneydoğu Asya Krizi	36
2.4.4 1998 Rusya Krizi	45
2.4.5 Güneydoğu Asya Ve Rusya Krizlerinin Türkiye'ye Etkileri	49
 2008 ULUSLAR ARASI MORTGAGE KRİZİ, ETKİLERİ VE SONUÇLARI	 53
3.1 Lehman Brothers'ın Dünyayı Sarsma Nedeni	60
3.2 2008 Finansal Krizinde Denetleme Kuruluşlarının Rolü	63
3.3 Dolar Rezerv Para Olma Özelliğini Kaybedecek mi?	64
3.4 Krizin Avrupa Üzerindeki Etkileri	67
3.5 Finansal Kriz ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri	70
3.6 Krizin Uzakdoğu Ülkelerine Etkileri.....	71
3.7 2008 Küresel Krizi'nin Türkiye Üzerinde ki Etkileri.....	73
3.8 Yeni Normal – Eski Normal- Çift Dip: ABD Ekonomisinde Toparlanma Nasıl Olacak?	79
3.8.1 ABD Ekonomisi ve Kriz.....	80
3.8.2 Eski Normal-Yeni Normal Nedir?.....	82
3.8.2.1 Eski Normal mi?	83
3.8.2.2 Yeni Normal mi?	84
 SONUÇ.....	 91
 KAYNAKÇA	 96

TABLolar

Tablo -1 Cari İşlemler dengesi (GSYH %)	35
Tablo -2 Özel Sektöre Açılan Krediler (GSYH %)	35
Tablo -3 ASEAN GSMH BÜYÜME ORANLARI	38
Tablo -4 TASARRUF VE YATIRIMIN GSMH'YA ORANI(1994-1997)	40
Tablo -5 Bölge Ülkelerinin Cari İşlemler Hesabı Dengesi 1995-1997	41
Tablo -6 Cari İşlemler Açığı/GSMH Oranı(% , 1995-1997)	43
Tablo -7 KÜRESEL AĞ BAĞLANTISI	62

ŞEKİLLER

Şekil-1 Ekonomik Kriz Çeşitleri	6
Şekil - 2 Ara Bölge	15
Şekil – 3 Finansman Çeşitleri	17
Şekil – 4 Finansman Şekillerindeki Değişim.....	18
Şekil - 5 Meksika'nın Sermaye Hareketleri (GSYİH %)	34
Şekil -6 Asya Ülkelerinin Sermaye Hareketleri (GSYİH %)	39
Şekil -7 1983- 2007 Döneminde Çin ve ABD Cari İşlemler Hesabı.....	54
Şekil -8 En Büyük 20 Ekonominin 2008 Yılı 4.Çeyrek Büyüme Oranı (2007 4.Çeyrek GSYH'ye Kıyasla)	76
Şekil -9 En Büyük 20 Ekonominin 2009 Yılı 1.Çeyrek Büyüme Oranı (2008 1.Çeyrek GSYH'ye Kıyasla)	77
Şekil -10 2005-2009 Birinci Çeyrekleri Arasında Türkiye GSYH Bileşenleri	78
Şekil -11 Dünya Ticaret Hacmi	79
Şekil -12 Navlun Endeksi	79
Şekil -13 Eski Normal ve Yeni Normal.....	82
Şekil -14 1973-2009 Dünya Büyüme Oranları Endeksi	83
Şekil -15 Sanayi Üretim Endeksi	Şekil -16 Öncül Göstergeler
Endeksi	84
Şekil -17 İstihdam Oranları	85
Şekil -18 Hizmetler Endeksi	86
Şekil -19 Verimlilik ve İşsizlik Oranları (1955-2009)	87
Şekil -20 ABD Büyüme Oranları (1989-2009)	88
Şekil -21 Hanehalkları Borçluluk- Tasarruf Oranları	89
Şekil -22 Banka Kredileri (1973-2009)	90

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ASEAN	: Association of Southeast Asian Nations
CİB	: Cari İşlemler Bilançosu
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
FED	: Amerika Merkez Bankası
G.Doğu Asya:	Güneydoğu Asya
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayrisafı Milli Hasıla
GSYH	: Gayrisafı Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymet Borsası
OPEC	: Organization of the Petroleum Exporting Countries
S&P	: Standard And Poors

GİRİŞ

İnsan ihtiyaçları olan bir varlıktır. İlk ağlardan beri ihtiyaçlarını karşılama derdinde olan insan çareyi üretim yapmakta bulmuştur. Ancak üretim zor ve sınırlı bir süreçtir. Üretileni, ihtiyaçlarını karşılayabilecek hale getirebilmek için çabalayan insan, önce takas yolunu denemiş ve kendinde fazla olanı, başkalarında fazla olan ile değiştirme yolunu bulmuştur. Birey halinden toplum haline geçişin ardından sınırsız ihtiyaçların karşılanması için piyasaların oluşması, tasarruf kavramının gelişmesi, fiyat mekanizmasının işlemesi sağlanmıştır.

Üretimde rasyonelleşme seri üretimi meydana getirmiş, kar elde etme amacıyla üretim fazlası, ihtiyaç duyan toplumlara satılmış, dış ticaret oluşmuş, sermayenin hareketliliği sayesinde refah seviyesinin yükselmesi sağlanmıştır.

Girişimciler hem gitgide büyüyen ve yoğunlaşan talebi karşılamak hem de yeni talepler yaratmak için yeni teknikler geliştirerek ve bu yeni teknikleri üretime uygulayarak, üretimde kalitenin gelişimini gerçekleştirmişlerdir.

Teknolojik gelişim ve sermaye birikimi büyümeyi sağlamıştır. Kırsal alandan kente göç, gelişen inşaat sektörü ve artan alt yapı yatırımları büyümeyle paralel devam etmiştir. Ancak bu arada artan refah, artan nüfus hacmi ve alınan yanlış kararlar, devamlı yükselen grafiğin ani kırılmalarla aşağı yönlü hareket etmesine sebep olmaktadır. Genelde kıt kaynakların iyi yönetilememesi bu kırılmalarda baş rolü oynamaktadır. Doğal olarak bu kırılma anında refah seviyesi düşer, işsizlik oranı artar, ihracat olanakları daralır ve büyüme hızı düşer. Bu durumda, birçok ülke kendi ekonomik çaresizliğini dışarıdan yardım alarak çözmeye çalışır.

Gerek ülkeler çapında, gerekse bölgesel bazda yaşanan bu daralma ve çöküşler zamanla küreselleşmenin etkisiyle yaygınlaşarak küresel bir boyut kazanmaya başlamıştır. İşte asıl sorun şimdi ortaya çıkmaktadır. Artık hiç kimse sadece kendi kriziyle uğraşamayacak, bu tüm dünyanın sorunu haline geldiği için,

tüm dünya bu sorunu el birliğiyle çözecek ve kriz ekonomisi yerini dayanışma ekonomilerine bırakacaktır.

Bu çalışmada genel anlamıyla “Kriz” teriminin tanımlaması yapılmakta, ilk bölümde kriz ve kriz çeşitleri teorik bazda ele alınırken, ikinci bölümden itibaren 1929 Büyük Bunalımı’ndan günümüze kadar yaşanmış ve halen yaşanmakta olan uluslararası ekonomik krizlerin nedenleri, gelişimleri ve uygulanan politikalar incelenecektir.

Söz konusu krizlerin çıkış noktaları, yayılma süreç ve şekilleri incelererek her bir uluslararası krizin kendi içindeki benzerlik ve farklılıkları gözlemlenecektir.

Son bölümde 2007 yılında ilk sinyallerini veren ve 2008 yılında deprem etkisi yaratarak tüm dünyayı saran Mortgage Krizi incelenmekte, bugüne kadar yaşananlar ve uygulanan politikalar ile krizin Türkiye’de yarattığı etkiler üzerinde durulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ TANIMI VE KRİZ ÇEŞİTLERİ

Kriz, çeşitli bilim dallarında çok yaygın bir şekilde kullanılan bir kavramdır. Kelime kökeni Yunanca “Krisis” kelimesine dayanmakla birlikte, özellikle tıp biliminde çok yaygın bir kullanıma sahiptir.¹ Kriz sosyal bilimler alanında ise çoğunlukla “Buhran” ve “Bunalım” kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.

Ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar meydana getirmesidir. Ekonomik kriz çok değişik şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Üretimde ani bir daralma, fiyatlarda düşüş, iflaslar, işsizlik oranında ani artış, ücretlerde gerileme, borsada çöküş, bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar ekonomik krizlerin tetikleyici faktörleridir.

Kriz önceden tahmin edilemeyen bazı gelişmelerin etkisiyle ortaya çıkan bir sonuçtur. Ani ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri kriz olarak adlandırmak mümkündür.² Kriz beklenmedik bir biçimde ortaya çıkan “ciddi bir sorun” olarak düşünülmelidir. Rutin gelişmeler ve sorunlar ‘kriz’ şeklinde nitelendirilemez.

- Krizin en önemli özelliği önceden tahmin edilemeyen ya da bilinmeyen bir anda ortaya çıkmasıdır.
- Krizin bir diğer özelliği, bir tehlike unsuru olmasının yanı sıra, bazı noktalarda fırsatlar yaratmasıdır. Kriz bu anlamda hem negatif hem de pozitif karakter taşıyan bir kavramdır.

¹ Mine Şimşek Narbay, **Kriz İletişimi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2006, sf.5

² Prof.Dr.Melek Tüz, **Kriz Yönetimi**, Şah-Mat Yayıncılık, Bursa, 2008, sf.4

- Krizler kısa ya da uzun süreli olabilmekte ve krizin süresi, krize karşı uygulanacak tedbirlerin zamanında alınmasına ve uygulanmasına göre şekillenmektedir.
- Krizlerin son özelliği ise bulaşıcı bir hastalık gibi yayılma etkilerinin olmasıdır. Herhangi bir noktada ortaya çıkan kriz bir başka noktayı da etkisi altına alabilmektedir.

Ekonomik krizlerin ortaya çıkış nedeni her zaman ekonomik sebeplerden kaynaklanmayabilir. Ekonomik krizler ekonomi dışı nedenlerden de kaynaklanabilmektedir. Siyasal, teknolojik ve ekolojik alanlarda yaşanan hızlı değişimlerde ekonomik krizleri tetikleyebilmektedir. Ülke düzeyinde gerçekleşen doğal afetler ekonomik krizlere yol açabileceği gibi, siyasal alanda yaşanan hükümet krizleri, askeri darbeler, siyasal istikrarsızlıklarda krizlere sebep olabilmektedir.

Bununla birlikte dünyada yaşanan globalleşme, bölgeselleşme, ekonomik serbestleşme, yeni oluşan büyük pazarlar ve ülkelerin entegrasyonu gibi hızlı değişimlerde son yıllarda yaşanan ekonomik krizlerin ana etkenlerini oluşturmaktadır.

Ayrıca bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmeler ile ekonomik süreç içerisinde üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde ortaya çıkan ani konjonktürel hareket ve dalgalanmalarda krizlere neden olmaktadır. Aynı zamanda devletlerin iktisat politikaları araçlarıyla ekonomiye ani müdahaleleri de krize yol açan etkenler arasındadır.

1929 Büyük Bunalımı'ndan günümüze kadar yaşanan birçok büyük kriz, tüm dünyayı etkisi altına almış olmakla birlikte, hızlı bir şekilde ülkeden ülkeye yayılması bakımından uluslararası bir nitelik taşımaktadırlar. Uluslararası krizlerin ortak özelliği ise ülkelerin birbirleriyle olan ticari ve finansal bağları nedeniyle bir ülkede başlayan ekonomik krizlerin o ülke ile sınırlı kalmaması ve ilişki içerisinde bulunan tüm ülkeleri doğrudan veya dolaylı olarak etkisi altına almasıdır.

Bu yönüyle genellikle üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde ortaya çıkan ani değişimler nedeniyle ülkelerin ekonomik süreçleri içerisinde

meydana gelen krizler, globalleşme, bölgeselleşme, ekonomik serbestleşme ve dış ticaret ilişkileri gibi etkenler yoluyla diğer ülke ekonomilerine de çok hızlı bir şekilde sirayet etmektedir.

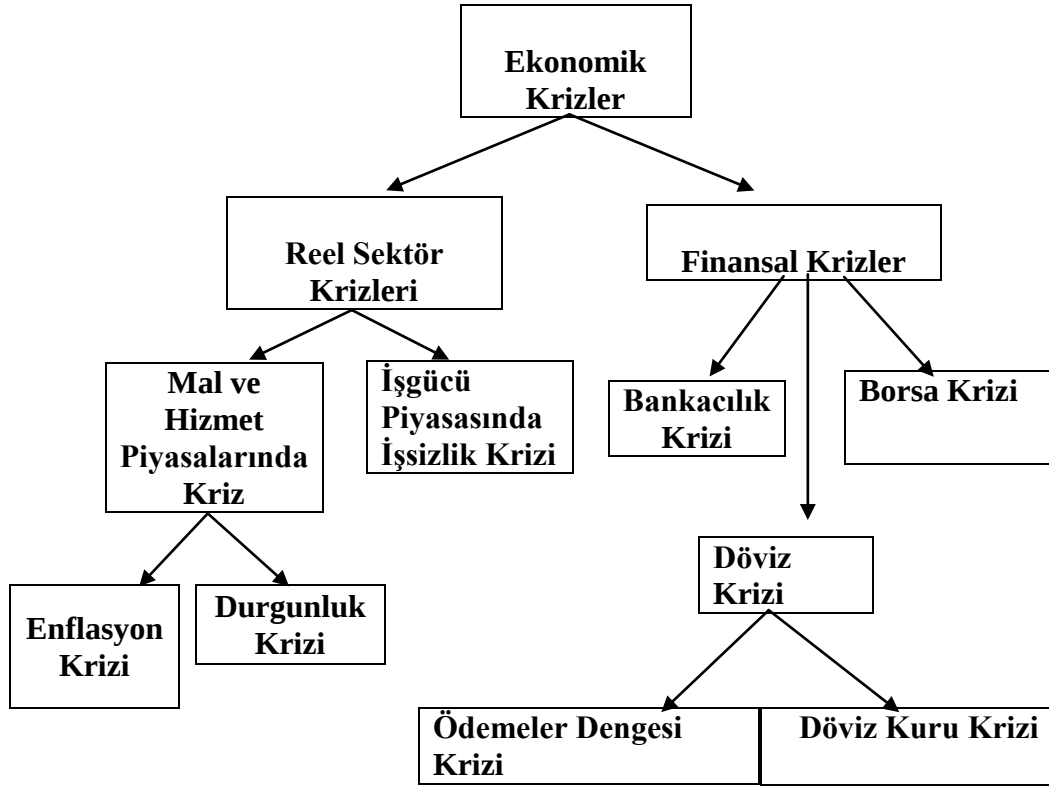
1.1 Krizlere Yol Açan Etkenler

Ekonomik krizler çok çeşitli sebeplere dayanarak ortaya çıkabilmektedir. Reel sektör krizleri, kendisini mal ve hizmet piyasalarında durgunluk ve işsizlik şeklinde gösterirken, finansal krizler ise, finans piyasalarında yaşanan şiddetli dalgalanmalar, döviz kuru politikasından kaynaklanan dalgalanmalar, ödemeler dengesi sorunları ve bankacılık sektörünün denetimsiz işlemleri sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Finansal piyasalarda yaşanan krizlere yol açan etkenler şu şekilde sıralanabilir:

- Sürdürülemeyen ekonomik dengeler
- Zayıf ve kırılgan bir finansal yapı
- Asimetrik enformasyon, ters seçim ve ahlaki risk
- Yaşanan ani siyasal gelişmeler veya doğal afetler
- Sürü psikolojisi
- Beklentilerdeki yanılgılar
- Kendi kendini gerçekleştiren bekleyişler
- Dışsal şoklar ve bunların yayılma etkileri

ŞEKİL-1 Ekonomik Kriz Çeşitleri



1.1.1 Sürdürülemeyen Ekonomik Dengeler

Bu etken Paul Krugman modeline dayanmaktadır. Örneğin; ödemeler dengesi krizleri, sabit kur rejimi izlenen ekonomilerde merkez bankalarının, bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla para basması sonucunda, mevduat dengesinin bozulmasıyla ortaya çıkabilmektedir. Bu modele göre, merkez bankası sabit kur rejimini devam ettirebilmek amacıyla uluslararası döviz rezervlerini kırılma noktasına kadar kullanmaktadır. Kırılma noktasında ani bir spekülasyon atak sonucu rezervlerin tükenme aşamasına girmesiyle birlikte, sabit kur rejimi mecburi olarak geride bırakılır.

Bununla birlikte, aşırı genişletici para ve maliye politikaları da kredi hacimleri ve kaldıraç oranlarında ölçsüz bir büyümeye sebep olarak, makroekonomik istikrarsızlığı beraberinde getirmektedir. Pek çok Latin

Amerika ülkesi ve 2008 Mortgage Krizi'nde yaşananlarda söz konusu politikaların etkisi büyüktür.

1.1.2.Zayıf ve Kırılgan Bir Finansal Yapı

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerekli düzenlemeler yapılmadan ve sağlam bir finansla denetim mekanizması kurulmadan, finansal liberalizasyon sürecine girilmesi sonucu pek çok kriz yaşandığı gözlemlenmiştir. Bu krizlerin ortak noktaları ise, söz konusu ekonomilerin zayıf ve kırılgan finansal sistemler sahip olmalarıdır.

1.1.3.Finansal Paniğin Yol Açtığı Krizler

Finansal panik ortamının çıkış noktası genel olarak kısa vadeli borçların vadesinde geri ödenemeyeceği yönündeki düşünceler ve beraberinde gelen davranış şekilleridir.

Böyle bir ortamda, borçlunun kredilerini geri ödeyemeyeceğine dair düşünceler sonucunda kreditorlerden birinin kredilerini geri çağırması, diğer kredi sağlayıcıları da aynı davranışı sergilemeye itmektedir.

Bu durumun diğer bir örneği ise mevduat bazında yaşanmaktadır. Banka ve finansal kuruluşların, tasarruf sahiplerine mevduatlarını geri ödeyemeyeceğine yönelik bir düşünce, sürü psikolojisi için gerekli kıvılcımı ateşleyebilmektedir. Bunun sonucunda mevduat sahipleri birbiri ardına mevduatlarını bankalardan çekmekte ve bu panik ortamı sonucunda banka iflasları gelmektedir.

1.1.4.Kendi Kendini Besleyen Krizler

Bu tip krizler genellikle döviz piyasalarında ve bankacılık sektöründe kendilerini göstermektedir. Kendi kendini besleyen döviz kuru krizlerinde iyi denge ve kötü denge unsurları mevcuttur. İyi denge; yüksek büyüme oranları, yüksek yatırım harcamaları ve sermaye girişlerinin yoğunluğu şeklinde

tanımlanabilir. İyi dengenin söz konusu olduğu durumlarda ülke parasına karşı herhangi bir spekülâtif atak yaşanması söz konusu olmamaktadır.

Kötü denge ise, mevcut ekonomik gidişat nedeniyle uluslar arası sermaye sahiplerinin paniğe kapılarak yatırımlarını söz konusu piyasadan çekmeye başladığı durumlardır. Bu durum, ülke parasına karşı gerçekleştirilen spekülâtif saldırı riskini yükseltmektedir. Ülke ekonomisi bu tip saldırılara açık bir hale gelmektedir.

Bazı durumlarda ekonomik gidişatta herhangi bir sorun söz konusu olmasa bile, sadece yatırımcıların beklentilerinin değişmesinin sonucunda iyi dengeden, kötü dengeye doğru bir geçiş yaşanabilmektedir.

Kendi kendini gerçekleştiren krizler döviz piyasalarında olabileceği gibi, bankacılık sektöründe de yaşanabilir. Bankalar topladıkları mevduatlar talep edildiğinde tasarruf sahiplerine geri ödeme yapmak durumundadırlar. Tasarruf sahiplerinin de bunun farkında olması bankaları “likit” pozisyonda tutmaktadır. Ancak herhangi bir tereddüt sonucu birbiri ardına gerçekleşen tasarruf çıkışları yaşanması, bu durum karşısında bankaların likit pozisyonlarını kaybetmelerine ve mevduat sahiplerinin alacaklarını karşılayamaz duruma gelmelerine sebep olmaktadır.

1.1.5.Ahlaki Riskin Yol Açtığı Krizler

Ahlaki risk, iktisadi ajanların kendi faydalarını maksimize etmek amacıyla başkalarının zararına davranışlar sergilemeleri şeklinde tanımlanabilir.

Genellikle finansal piyasaların temel özelliği taraflardan birinin, diğer tarafın faaliyetleri ve yatırım projesi hakkında daha az bilgiye sahip olmasıdır. Bu eşitsizlik içeren durum “asimetrik enformasyon” şeklinde tanımlanmaktadır.³ Örneğin, yatırımı gerçekleştirecek taraf her zaman, yatırım için kredi tahsis eden taraftan daha fazla bilgiye sahiptir.

³ Frederic S.Mishkin, “Asymmetric Information And Financial Crisis:A Historical Perspective”, **The University Of Chicago Press**, 1990, sf.3-106

Ters seçim ise, asimetrik enformasyon nedeniyle işlem gerçekleşmeden önce görülen bir sorundur.⁴ Genellikle kötü sonuçlar doğuracak alanlara yatırım yapan potansiyel borçlular, kredi kullanma konusunda çok daha istekli davranırlar. Öte yandan, kredi sağlayıcı kurumların kredi talep eden taraf ve yatırım yapılacak konu ile ilgili yeterli bilgiye sahip olmamaları sonucunda yanlış veya ters bir seçim yapılarak söz konusu yatırımcılara kredi sağlanmaktadır.

Ahlaki riskin kaynağında da asimetrik enformasyon sorunu yatmaktadır. Buna göre borçlu olan taraf, kredi veren kurum tarafından istenmeyen bir faaliyete yatırım yapmakta ve bu faaliyet sonucunda yüksek bir kar elde etmeyi beklemektedir.⁵ Ancak kredi riski içeren söz konusu projeler başarısız olduğu takdirde borçlu taraf bunun maliyetine katlanmadığı için, söz konusu maliyete katlanmak zorunda olan taraf kredi sağlayıcı kurum olmaktadır.

Bununla birlikte Akerlof'un görüşleri sonucunda ortaya çıkan ahlaki risk kavramı, bankacılık sisteminin yanlış kredilendirme prensipleri ile daha fazla kar elde etmek amacıyla çalışması sonucunda da ortaya çıkmaktadır. Buna göre devletin mevduata verdiği garantiye güvenerek, geri dönme ihtimali son derece düşük olan kredi kullandırımının kar amacıyla gerçekleştirilmesi sonucunda tasarruf sahiplerinin mevduatlarının devlet tarafından geri ödeneceği garantisi bankaların davranışlarında ahlaki riskin varlığını kanıtlamaktadır.

1.1.6.Bulaşma Etkisiyle Başlayan Krizler

Son yıllarda küreselleşme sonucunda, yerli ekonomide ortaya çıkan krizlerin yabancı ekonomilere de yayılması söz konusu olmaktadır.⁶ Ülke ekonomilerinin birbirleriyle son derece entegre hale gelmeleri sonucunda, bir

⁴ George A.Akerlof, "The Markets For "Lemons":Quality Uncertainty And The Market Mechanism", **The Quarterly Journal Of Economics**, 1970, sf.488-500

⁵ Frederic S.Mishkin, **A.g.e.**, sf.3-106

⁶ Paul Masson, "Contagion:Monsoonal Effects,Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria", **IMF Working Paper**,1998

ülkede başlayan ekonomik kriz o ülke ile sınırlı kalmamakta ve ekonomik ilişki içerisinde bulunduğu diğer ülkelere de yayılmaktadır.

Bulaşma etkisiyle başlayan krizlere verilebilecek en güncel örnek 2008 Mortgage Krizi'dir. ABD merkezli finansal kriz kısa bir süre içerisinde tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Dünya üzerindeki birçok ekonominin ABD ekonomisi ile bir bağlantısının bulunması, ülkeler arası ekonomik ve ticari ilişkilerin mevcudiyeti ve son zamanlarda oldukça popülerlik kazanan türev ürün piyasalarının uluslararası finans piyasalarının entegrasyonunu daha da güçlendirmesi neticesinde söz konusu kriz ABD. finans piyasaları ile sınırlı kalamamıştır.

1.2 Krize Teorik Yaklaşımlar

1980'li ve 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizler incelendiğinde, söz konusu krizlerin döviz kurunun spekülasyon saldırılarına maruz kalması sonucunda ortaya çıktıkları görülmektedir.⁷

Döviz kurunun spekülasyon saldırılarına maruz kalmasının sebepleri ise iki ayrı görüş altında gruplanmaktadır. Bunlardan ilki Krugman, Flood ve Garber tarafından ileri sürülen yaklaşımdır.⁸ Bu yaklaşıma göre makroekonomik politikaların ülkenin döviz kuru rejimiyle uyumlu olmaması sonucunda söz konusu kriz modeli ortaya çıkmaktadır.

Obstfeld tarafından ortaya konulan ikinci modele göre ise, makroekonomik politikalar döviz kuru rejimiyle uyumlu olduğu durumlarda bile spekülasyoncularun beklentileri sebebiyle spekülasyon saldırıları gerçekleşmektedir.⁹

Üçüncü modeller ise, Latin Amerika ve G.Doğu Asya Krizi ile birlikte Krugman'ın son zamanlarda görülen uluslar arası krizlere birinci nesil

⁷ Laurence S.Copeland, **Exchange Rates and International Finance**, Financial Times, 2005, sf.444-470

⁸ Paul Krugman, "A Model Of Balance-of-Payments Crises", **Ohio State University Press**, 1979, sf.311-325

⁹ Maurice Obstfeld, "Rational and Self-Fulfilling Balance-Of-Payments Crises", **The National Bureau of Economic Research**, 1984, sf. 2-21

modellerin uyum sağlayamadığını düşünmesi sonucunda, ilk görüşünden vazgeçmesi ve yeni bir görüş oluşturma ile ortaya çıkmıştır.

Söz konusu görüşlerden ilki, 1970’li ve 1980’li yıllarda yaşanan döviz krizlerini açıklamada başarılı olan, Krugman(1979), Flood ve Garber’in makalelerine dayanan “Birinci Nesil Modeller” adıyla anılmaktadır.

İkinci görüş ise, 1990’lı yıllarda özellikle Avrupa Birliği (1992-93), Meksika (1994-95), Asya (1997-98) ve Rusya’da (1998) yaşanan krizleri açıklamak üzere geliştirilen ve ilk olarak Obstfeld’in makalelerinde sözü edilen “İkinci Nesil Modeller” olarak adlandırılmıştır.¹⁰

Üçüncü görüş Krugman, Kaminsky ve Reinhart’ın makaleleri sonucunda küreselleşme olgusu ile kriz tanımını bütünleştirmek amacıyla oluşturulmuştur.¹¹

1.2.1 Birinci Nesil Modeller

Birinci nesil modellerde krizin çıkış nedeni sabit kur sistemiyle uyumlu olmayan makroekonomik politikaların uygulanmasıdır.

Döviz piyasasında ilan edilmiş döviz kurunun sonsuza dek sürdürülebileceğine dair bir inanç olması durumunda, piyasada bir kriz yaşanması mümkün değildir. Ancak merkez bankası sabit kur rejimini sürdürebilmek amacıyla uluslar arası döviz rezervlerini kullandığında, söz konusu rezervler yeterli olmadığı takdirde sabit kur rejimi sürdürülemezdir.¹²

Piyasadaki aktörler merkez bankasının böyle durumlarda kuru sabit tutma politikasından vazgeçerek devalüasyona izin vereceğini bildikleri için, mevcut kurun sonsuza dek korunacağı düşünülmemektedir. Piyasanın, döviz

¹⁰ Maurice Obstfeld, “The Logic Of Currency Crises”, **The National Bureau of Economic Research**, 1994, sf. 1-65

¹¹ Graciela L.Kaminsky ve Carmen M.Reinhart, “The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”,**The American Economic Review**, 1999, sf. 473-498

¹² Laurence S.Copeland, **A.g.e.**, sf.444-470

kurunda olması muhtemel bir değişikliğe inanması spekülatif bir atak sonucunda merkez bankası döviz rezervlerinin erimesine yol açacaktır.

1979’da Krugman tarafından yazılan makalelerin Birinci Nesil Kriz Modelleriyle ilgili temel varsayımları bulunmaktadır. Buna göre, bir ekonomide;

1-Bütçe açığının bulunduğu durumlar

2-Sabit kur uygulamaları

3-Bütçe açıklarının monetizasyonu

4-Sınırlı rezerv varsayımı

5-Mükemmel öngörü (İnsanların rasyonel bir şekilde geleceğe yönelik beklentilerinde yanılmamaları)

Bir araya geldiğinde döviz kuruna spekülatif atak başlamakta ve Birinci Nesil Krizler ortaya çıkmaktadır.¹³

Krugman, bir ekonomideki makroekonomik göstergelerin krizlerin çıkış noktası olduğuna değinmiş ve sabit döviz kuruna yönelik spekülatif saldırıların temelinde kamu kesimi bütçe açıklarının bulunduğunu vurgulamıştır. Birinci nesil modellere göre, merkez bankasının para arzını arttırması yoluyla kamu açıklarının finanse etmesi, yerli paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır. Bu durumda merkez bankası yerli paranın değer kaybetmesini engellemek ve sabit kur rejimini sürdürebilmek amacıyla döviz rezervlerini kullanmaya başlamaktadır. Rezervlerde görülen bu azalma ile birlikte, söz konusu kur rejiminin sürdürülemeyeceğine yönelik düşüncelerin belirmesi sonucunda döviz kuruna yönelik spekülatif ataklar başlamakta ve yerli paradan kaçış yaşanmaktadır.

Spekülatörlerin amacı döviz rezervleri tamamen tükenmeden önce portföylerinde bulunan yerli parayı, fiyatı yükselecek olan yabancı parayla değiştirmektir. Rezervler tükendiğine mevcut pariteden vazgeçilecek ve dalgalı kur rejimi uygulayacaktır.

¹³ Paul Krugman, **A.g.e.**,sf.311-325

Özellikle bütçe açıklarının para arzının arttırılmasıyla finanse edildiği bir durumda sabit kur sisteminin uygulanması konusunda ısrar edilmesi, makroekonomik politikalar arasında tutarsızlık ve uyumsuzluk yaratması nedeniyle kriz kaçınılmaz bir hale gelmektedir.

1.2.2 İkinci Nesil Modeller

1980’li yıllarda yaşanan krizleri açıklamada başarılı olan, ekonomik krizlerin temelinde bütçe açıklarının yer aldığına dair görüşün, 1990’lı yıllarda yaşanan Meksika, Latin Amerika, G.Doğu Asya ve Rusya krizlerini açıklamakta başarısız olması sonucunda, ikinci nesil kriz modelleri geliştirilmiştir.

Bu modelin oluşumunda yer alan düşüncelere göre, birinci nesil kriz modellerinin birçok eksik yönü bulunmaktadır. Buna göre, Birinci Nesil Kriz Modeli’nin, sadece hükümetlerin ve para otoritesi yani merkez bankalarının davranışlarını ele alması ve diğer tüm ekonomik aktörleri dışlaması, mevcut model ile ilgili eleştirilerin başlıca konusunu oluşturmaktadır.

İkinci Nesil Kriz Modellerine göre ise, makroekonomik değişkenlerde bozulma olmadığı durumlarda da krizler meydana gelebilmektedir. 1990’lı yıllarda yaşanan krizleri açıklamak üzere geliştirilen İkinci Nesil Modeller, krizlerin belirleyicilerini açıklamakta “Kendi Kendini Gerçekleştiren Bekleyişler” ve “Çoklu Denge” kavramları üzerine yoğunlaşmıştır.¹⁴

Birinci nesil modeller özel kesimin doğrusal davranışı ile kamu kesiminin doğrusal davranışını bir araya getirmektedir. Bu doğrusal etkileşimler, öngörülebilir bir gelecekte, tek veya belirli bir spekülative atak ortaya çıkartmaktadır. Bu modele göre merkez bankalarının net döviz rezervlerinin kritik noktaya geldiği an, spekülative atak için başlangıç zamanını oluşturmaktadır.

Ancak ikinci nesil kriz modellerine göre, hükümetlerin ve özel kesimin tek bir doğrusal davranış sergilemesi söz konusu değildir. Her iki kesiminde

¹⁴ Laurence S.Copeland, **A.g.e.**, sf.444-470

pek çok farklı durumda sergileyecek çok çeşitli davranış şekilleri bulunmakla birlikte, söz konusu davranış biçimleri birçok farklı sonuç yaratmaktadır.

Obstfeld 1994 yılında yapmış olduğu çalışmada, ikinci kuşak kriz modelinin üç temel olgu üzerine kurulu olduğunu belirlemiş olup, bu üç olgu sebebiyle krizin gelişiminin mekanik ve tek düze olmasının mümkün olmadığını ifade etmiştir. Bu olgular sırasıyla hükümetlerin sabit kur sistemini terk etmesi için geçerli gerekçelerinin olması, sabit kur sisteminde ısrar edip, kuru sabit tutmak için geçerli gerekçelerinin olması ve son olarak da insanların kurun devalüe edileceğine inandığı bir ortamda sabit kur sisteminin savunulmasının maliyetinin daha da artacağıdır.¹⁵

Buna göre devletler iç borçlarını finanse edebilmek amacıyla likidite artışı sağlayabilmekte ve genişletici para politikaları sabit kur sistemini destekleyici yönde hareket etmediğinden dolayı söz konusu kur politikası terk edilmektedir. Ya da dış ticaret hacimlerinde artış sağlanabilmesi ve yüksek enflasyonla mücadele edilebilmesi amacıyla sıkı para politikası uygulanmakta ve sabit kur politikasına devam edilmektedir. Bununla birlikte insanların kurun devalüe olacağına dair inancı, sabit kur sisteminin savunulmasının maliyetini daha da arttırdığı bir ortamda söz konusu olabilmektedir. Obstfeld'e göre insanların geçmişte oluşturdukları bugüne ilişkin kur beklentileri, döviz kurunun bugün sabit tutulabilmesini daha da maliyetli bir hale getirmektedir.

Bu üç olgunun bileşimi sonucunda sabit kur rejimine devam edilmesine karar verilebilir veya tam tersi bir kararla sabit kur rejimi terk edilebilir. Ancak sabit kur rejiminin terk edilme olasılığı spekülörlerin, olması muhtemel bir devalüasyondan önce ellerindeki ulusal parayı satarak dövizge geçilmelerine neden olabilmektedir. Bu durumda temel makroekonomik göstergeler tam olarak bozulmadığı halde, meydana gelen satış baskısıyla sabit kur sisteminin terk edilmesi bir gereklilik halini almaktadır.

¹⁵ Maurice Obstfeld, **A.g.e.**, sf.1-65

Obstfeld'e göre sistemi korumanında, terk etmeninde bir maliyeti bulunmaktadır. Sistemi korumanın maliyeti faizlerin yüksek tutulmasıdır. Kuru sabitleyebilmek için reel faizlerin yükseltilmesi gerekmektedir. Merkez bankalarının reel faiz oranlarını yüksek tutma sebepleri;

- Ancak, faizlerin yükselmesi insanların devalüasyon beklentilerini de arttırmaktadır. Bu noktada Obstfeld'in çoklu denge yaklaşımı ortaya çıkmaktadır. Çoklu denge yaklaşımında politik karar alıcıların davranışlarına göre değişebilecek bir ara bölge bulunmaktadır.

15

1.2.3 Üçüncü Nesil Modeller

G.Doğu Asya krizi ile birlikte Paul Krugman uluslar arası krizler ile ilgili farklı varsayımlar oluşturmuştur.¹⁶ Bu model makroekonomi literatürünün önemli bir kısmını meydana getirmektedir. Üçüncü nesil modelleri ilk olarak ortaya çıkartan kişiler Paul Krugman ve Mc Kinnon'dır. Üçüncü nesil modeller bazı yeni Keynesgil teorilere dayanmaktadırlar.

Bu teorilerden ilki Akerlof tarafından ortaya atılan “Asimetrik Enformasyon” teorisidir. Akerlof’un “Limon Problemi”ne göre eksik bilgi sebebiyle piyasa aktörleri doğru kararlar verememektedirler.¹⁷ Akerlof “Limon Problemi” ile Amerikan ikinci el otomobil piyasasını uluslararası finans piyasalarına benzetmektedir. Söz konusu otomobil piyasasındaki araçlar, satan kişinin tanımlaması sonucunda alıcı bulmaktadır. Ancak bu bilginin tam olarak doğru olup olmadığı bilinmemektedir. Bu sebeple de söz konusu bilgi asimetriktir.

Amerikan ikinci el otomobil piyasalarında, dış görünüm olarak iyi ancak mekanik yönden kötü durumda olan araçlara “limon” adı verilmektedir.

Bu gözleme göre insanlar asimetrik enformasyonun varlığı nedeniyle hangi araçların limon olabileceğini anlayamadıkları için ortalama bir fiyat belirleme eğilimindedirler. Bunun sonucunda ise, ortalama fiyatın üzerinde bir değere sahip olan otomobillerin satıcıları piyasadan çekilmekte ve piyasada limon araçların satışı gerçekleşmektedir. İyilerin piyasadan elendiği bu durumda, limon araba sahipleri ortalama değer in altında bir fiyat üzerinden satılması gereken araçlarını yüksek fiyata satmakta ve “Ahlaki Risk” (Moral Hazard) ortaya çıkmaktadır.

Bu durum banka-kredi ilişkisinde sıklıkla görülmektedir. Bankalar kar marjlarını arttırabilmek amacıyla yüksek faiz oranlarından kredi vermeyi tercih edebilirler. Ancak faiz oranları belirli bir noktadan sonra bankalara kar

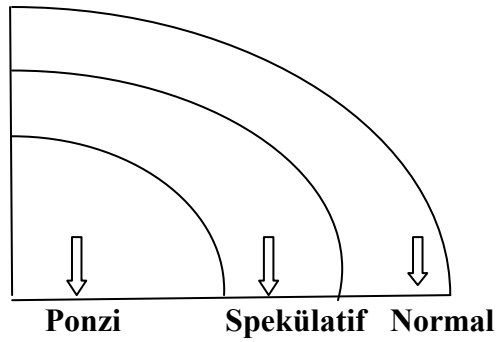
¹⁶ Paul Krugman, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Literatür Yayınları, 2008, sf.21-37

¹⁷ George A.Akerlof, “The Markets For “Lemons”:Quality Uncertainty And The Market Mechanism”, **The Quarterly Journal Of Economics**, 1970, sf.488-500

değil, zarar getirmektedir. Bunun nedeni piyasada bulunan iyi kredi müşterilerinin yüksek faiz oranlarının maliyeti nedeniyle kredi kullanmaktan kaçınmaları ve maliyeti ne olursa olsun söz konusu krediye çok ihtiyacı olan ancak ödeme durumu şüpheli kişilerin kredi kullanmalarıdır.

Bir diğer varsayım ise, C.Kindleberger ve H.P.Minsky'nin teorileridir.¹⁸ Bu teori piyasadaki finansman biçimlerini tanımlamaktadır. Bu tanımlamaya göre piyasada üç tür finansman şekli bulunmaktadır.

Şekil – 3 Finansman Çeşitleri

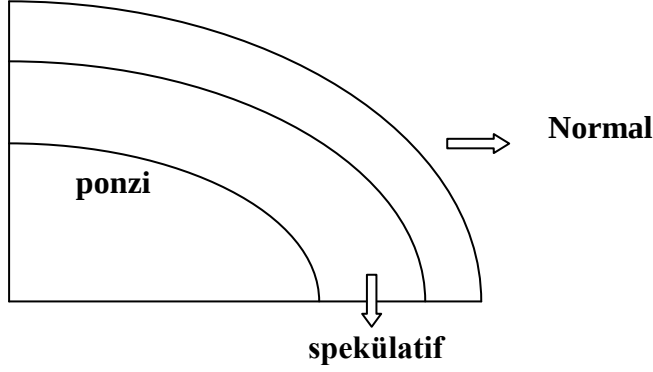


- Normal Finansman; Krediyi alan kişi hem anaparayı, hem de kredi faizini gününde ödemektedir.
- Spekülatif Finansman; Krediyi alan kişi faizi ödemekte ancak anaparayı ödeyememektedir. (Kredi Kartı borçluları örnek gösterilebilir.)
- Ponzi Finansman; Krediyi alan kişi hiçbir şekilde borcunu ödeyememektedir.

Kindleberger konjonktürün genişleme fazında finansman yapısının yavaş yavaş değiştiğini ifade etmektedir. Bu durumda normal finansman azalmakta, spekülatif ve ponzi finansman artmaktadır. Bunun sonucunda ise finansal kırılganlık ortaya çıkar.

¹⁸ Omar F.Saqib, " The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky's Framework", **Brazilian Journal of Political Economy**, 2001

Şekil – 4 Finansman Şekillerindeki Değişim



Konjonktür genişlemeye başladığında ülkeye yabancı sermaye girişi yaşanmaktadır. Söz konusu yabancı sermaye girişi ülkedeki kredi hacmini arttırmaktadır. Bu durumda krediyi alan kişilerden birçoğu ponzi finansmanı oluşturmaktadır. Ülkeye yatırım yapan yabancı sermaye sahiplerinin bu durumu fark etmesi ve kredilerin büyük bir kısmının geri ödenemeyeceğine yönelik düşüncelerden kaynaklanan güvensizlik ortamı sonucunda ülkeden dışarıya hızlı bir sermaye çıkışı yaşanmaktadır. Sermaye çıkışının sonrasında yaşanan spekülatif atak ile birlikte faiz oranlarında hızlı bir yükseliş yaşanmaktadır. Bu durumda yüksek faiz oranları nedeniyle kredi ödemelerinde zorluk yaşayan ponziler batmaktadır. Ponzilerin batması ise, bankaların açık pozisyonlarından dolayı iflas etmesine yol açmakta ve krizi derinleştirmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

1929 BUNALIMI VE KÜRESELLEŞME SONRASI YAŞANAN ULUSLARARASI KRİZLER, DÜNYA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ VE UYGULANAN POLİTİKALAR

2.1 1929 BUNALIMI

1929 Bunalımı ABD’de ortaya çıkmış ve daha sonra tüm dünyayı etkisi altına almış bir uluslar arası krizdir. Krizin tetikleyici unsurları ise; Bankacıların tehlikeli faaliyetleridir. 1928-1929 döneminde ABD finans piyasalarında tasarrufların büyük bir bölümü borsaya kaymış ve hisse senedi aracı kurumlar ile bankaların belirlediği faiz oranları ve fiyatlar üzerinden gerçekleştirilmiştir. Hiçbir kontrol mekanizmasının işlemediği bu tür işlemlerde spekülasyona açık bir ortam oluşmuştur.

24 Ekim 1929 tarihinin “Kara Perşembe” olarak adlandırılmasına neden olan New York borsasında ki ani çöküş krizin ilk çıkış noktası olmuştur. Bu düşüşle birlikte toplam 346 banka batmıştır.¹⁹

ABD’de 1928-1929 tarihleri arasında ki yatırım fazlası, 1929-1930 döneminde eksik yatırıma dönüşmüş ve 1928-1929 arası dönemde borsada meydana gelen aşırı yükseliş piyasaları tedirgin etmiştir. Bu tedirginliğin sonucunda ise, 1928 yılında sıkı para politikası devreye sokulmuş ve yatırımlarda büyük bir düşüş söz konusu olmuştur.

Yakın tarihte yaşanan I.Dünya Savaşı’nın krize karşı küresel bir işbirliğine izin vermemesi, o dönemde altın standardı sisteminin geçerli olması ve başta ABD olmak üzere devletlerin büyük bir kısmının ithalatı kısıtlayıcı önlemlere (gümrük

¹⁹ Sudi Apak-Ayhan Aytaç, **Küresel Krizler**, Avcıol Basım Yayın, 2009, sf.3-4

duvarlarının yükseltilmesi vb.) başvurarak uluslar arası ticareti sekteye uğratması 1929 Bunalımı'nın tüm dünyayı etkisi altına almasına neden olmuştur.²⁰

I.Dünya Savaşı'nın etkileri silinmeden bu büyüklükte bir ekonomik bunalım yaşanması ülkelerin, günümüzde olduğu gibi, bir araya gelerek kriz için ortak bir çözüm yolu aramasını engellemiştir. Her ülke krize karşı kendi stratejisini uygulamış ancak krizden çıkış süreci uzamıştır.

Başta ABD olmak üzere, ülkelerin ithalatı azaltıcı önlemler alması, "komşunun canı çıksın" politikasını ortaya çıkarmıştır.²¹ Bu durum krizin daha çabuk yayılmasına ve boyutunun büyümesine yol açmıştır. Birçok ülke ithalatını azaltmış, yurtdışına para transferini önlemeye çalışmış ancak, bu durum ihracat yapan ülkeleri ekonomik bakımdan zora sokmuştur. Misilleme şeklinde yaygınlaşan korumacılık uygulamaları uluslar arası ticaretin çökmesine yol açmıştır.²²

1929 Bunalımı'nın derinleşmesine sebep olan bir diğer neden altın standardı sisteminin uygulanıyor olmasıdır. Söz konusu sistem sabit kur rejimi nedeniyle birçok ülkenin para otoritelerini şoklar karşısında deflasyonist politikalar uygulamaya sevk etmiştir. Ülkelerin, altın standardına bağlı olarak kur seviyelerini düzenlemeye ve sabitlemeye çalışmaları, ülkelerin ekonomilerini canlandırıcı para politikaları uygulayabilmelerini engellemiş ve sıkı para politikası nedeniyle, krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur. Bununla birlikte ülkelerin para arzlarını altın rezervlerine göre ayarlamaları, ülkelerarası rezerv arttırma mücadelesine dönüşmüştür. Bu dönemde Fransa ve ABD'nin diğer ülkelere kıyasla altın rezervlerinin artmış olması diğer ülkelerin rezervlerinin erimesine yol açmıştır.

Tüm bu sebepler neticesinde 1929 Bunalımı tüm dünyayı sarsmış, derinleşmiş ve krizden çıkış süreci uzun yıllar almıştır. 1931 yılında Altın Standardı siteminden çıkarak parasını devalüe eden İngiltere bunalımdan ilk çıkan ülke

²⁰ Seray Demirdöven, "En Sarsıcı Kriz Hangisiydi?", 2009, (Çevrimiçi)

<http://www.ekotrent.com/haber/20100215/>

²¹ Sumru Öz, "Büyük Bunalım Deneyimi Işığında Küresel Kriz", **Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Raporu 2009-03**, 2009, sf. 1-3

²² Sumru Öz, "Kriz ve Korumacılık: Tarih tekerrür Edecek mi?", **Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Raporu 2009-07**, 2009, sf. 5-8

olmuştur. Diğer ülkeler ise Altın Standardı sistemini terk ettikten sonra bunalımdan çıkış sürecine dahil olabilmışlerdir.

1929-1934 yılları arasındaki dönem dünya ticaret oranlarında %66'lık bir gerilemenin yaşandığı büyük bir ekonomik krizin göstergesi olmuş ve 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren dünya piyasalarında etkili olan neoklasik ekol yerini Keynesyen ekole bırakmak zorunda kalmıştır.

1929 Bunalımı ile birlikte, serbest bir ekonomide kaynakların optimum dağılımının kendiliğinden sağlanacağı düşüncesi sona ermiş ve devlet ekonomik yaşam içinde üretim, değişim ve dağıtımla ilgili sorumluluğu üstlenmiştir.

1929 Bunalımının yaygınlaşmasının nedenlerinden biri üretimdeki arz fazlasının kredi ve borsa bunalımı ile birleşmiş olmasıdır. 1920'lerin sonunda ABD, dünyanın bankası haline gelmiş ve dünya üzerinde kısa vadeli kazanç arayan sermaye New York borsasında demiryolu ve kamu hizmetleri senetlerine yatırım yapmak amacıyla ABD'ye giriş yapmıştır.

1929 Bunalımını tetikleyen bir diğer etken ise özellikle ABD'de bireylerin tüketimlerinin hızla azalması olmuştur. Tüketimdeki hızlı azalış, üretim hızının yavaşlamasına sebep olmuş ve talepteki bu düşüş reel sektörde durgunluğa, istihdam oranlarında da büyük bir düşüşe sebep olmuştur. ABD, dış ticaretini dengeleyebilmek amacıyla gerçekleştirdiği ithalata rağmen, ihracat fazlasının önüne geçememiş ve bunalımın şiddetini düşürememiştir.

1929 krizini engelleyebilmek amacıyla diğer devletler tarafından altın ve borç senetleri ABD'ye ihraç edilmiş ve bunlar ABD finansal kuruluşları tarafından Amerikalı tasarruf sahiplerine satılmıştır. Ancak bir noktadan sonra Amerikalılar bu senetleri alamayacak duruma gelmiş ve 1929 bunalımı ortaya çıkmıştır. 1929'dan sonra ABD'de hisse senedi piyasası çökmüştür.

ABD'nin spekülatif davranışlarındaki artış ve dünyanın kredi bankası haline gelmesi, ABD bankacılık sisteminin zayıflığı nedeniyle şiddetli bir kriz ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Bunalımın patlak vermesinin ardından, ABD'nin dünya ticaretine konu olan birçok malın ihracatçısı olması nedeniyle, birçok ülke ABD'nin belirlediği fiyat politikalarına uymak zorunda kalmış ve büyük bunalımın etkisi dünyanın her yanına hızla yayılmıştır.

ABD, bunalımın yarattığı ekonomik şartlarda yurtdışı alacaklarını tahsil etme konusunda başarısızlığa uğramıştır. Bu gelişmelerin sonucunda Fransa, Belçika, Polonya ve Litvanya ABD'ye olan borçlarını hiçbir zaman ödeyememiş, İngiltere, İtalya, Çekoslovakya, Romanya ve Letonya ise sembolik ödemelerde bulunmuşlardır. Sadece Finlandiya borcunun tamamını öderken, ABD 1934 yılında alacaklarının tamamına sünger çekmek zorunda kalmıştır. Bu durum ise, ABD'nin Latin Amerika ve Uzakdoğu ülkeleri ile ticari ilişkiler kurmasına yol açmıştır.

2.2 Krizin Avrupa Üzerindeki Etkisi

1929 Bunalımı sadece ABD'de değil, Avrupa ülkelerinin ekonomilerinde de etkili olmuş ve olumsuz gelişmelere yol açmıştır. Avrupa'nın üç büyük ekonomisi olan İngiltere, Fransa ve Almanya ekonomileri üzerindeki etkiler incelendiğinde, krizin ve kriz kaynaklı buhranın büyüklük derecesi gözler önüne serilmektedir.

2.2.1 İngiltere

1929-1931 yılları arasında, ABD'de uygulanan “ komşunun canı çıksın” politikası nedeniyle İngiltere'nin ihracatında %33'lük bir düşüş yaşanmıştır. Aynı zamanda işsizlik oranı da %10 seviyesinden %20'e yükselmiştir. İhracat zorlaşmış, İngiltere'nin Almanya ve Avusturya'ya verdiği fonlar geri dönmemiştir.

İngiltere 1931 yılında Altın Standardı sistemini terk ederek para birimi Pound'u devalüe etmiş ve böylece ihracatında artış yaşanmıştır. Bu şekilde Ülkede ucuz para yaratılmış açık piyasa işlemleri genişletilerek ülkeye likidite sağlanmıştır. Bu şekilde faiz oranlarında da düşüş yaşanmış olup, bu ekonomi politikaları ile İngiltere'nin krizden çıkış süreci hızlanmıştır.

2.2.2 Fransa

Fransa’da krizin etkileri 1931 yılından itibaren yaşanmaya başlamış, krizin etkileri geç görülmüş ancak uzun süreye yayılmıştır. Bunun en önemli sebebi Fransa’nın ekonomisini dış ticarete kapatmasıdır. Krizin etkisiyle Fransa’da sanayi üretimi büyük ölçüde azalmış ve işsizlikte artış yaşanmıştır. Krizin Fransa’da görülen etkileri ancak İkinci Dünya Savaşı’nın başlaması ile giderilebilmiştir.

2.2.3 Almanya

Almanya 1923 yılı itibariyle savaş tazminatlarını, dış borç olarak ödeyebiliyordu. Yüksek enflasyon sorununu çözdükten sonra ise ABD ve İngiltere’den aldığı dış borçların bir kısmını sanayide gelişme ve modernizasyon için kullanmaya başlamış, bu şekilde 1929 yılı itibariyle tazminat ödemeleri rahatlıkla karşılanmış ve Alman dış ticareti fazla vermiştir.

Ancak krizin etkilerini göstermeye başlaması ile dünya üzerinde tarım ürünlerinin fiyatları düşmüş ve ekonomisinin büyük bir bölümü tarıma bağlı Almanya bu durumdan olumsuz yönde etkilenmiştir. Ekonomik kriz nedeniyle Almanya’da milli gelir %42, yatırımlar %69, sanayi üretimi %40 azalmış ve işsizlik oranı %30,8’e yükselmiştir. Alman bankacılık sektörünün zayıflığı, dışarıdan alınan kısa vadeli kredilerin devletin tazminat ödemelerinde kullanılması, yabancı sermayenin ülkeden çekilmesi nedeniyle sanayi üretiminin gerilemesi, yüksek enflasyon nedeniyle şirket sermayelerinin erimesi, tarımın dünya fiyatlarının düşmesi nedeniyle köylü gelirlerinin azalması gibi etkenler nedeniyle Almanya’da yoğun iflaslar yaşanmıştır.

2.2.4 1929 Bunalımının Türkiye’ye Etkileri

1929 Bunalımı Türkiye üzerinde doğrudan bir etkide bulunmamış ancak dolaylı yollardan ülke ekonomisini etkilemiştir. Bu dolaylı etkileşim sonucunda ise, Türkiye’de bir kambiyo krizi yaşanmış ve bu kriz “Türk devletinin yabancılara olan borçlarını ödeme olanağını ortadan kaldırmış, moratoryum ilan edilmiş ve devletin

dış itibarı bozulmuştur.” (Houille 1937.s.67) Söz konusu kambiyo krizine sebep olan dört etkenden bahsedilebilir.²³

Bu etkenlerden biri buğday ithalatında ki artıştır. 1927-1928 döneminde buğday üretiminde yaşanan düşüş, 1929 döneminde buğday ithalatını zorunlu kılmış, ancak 18 milyon TL buğday ithalatına karşılık tahıl ihracatı 5 milyon TL düzeyinde kalmıştır.

Lozan Antlaşması’nın verdiği yetki ile 1929 yılında gümrük vergilerinin yükseltilebileceği ihtimali tüccarların vergi konmadan önce ithalatı arttırarak stok yapma eğilimini tetiklemiş ve bu spekülâtif ithalat eğilimi nedeniyle kredi talebinde de artış yaşanmıştır.

Aynı dönemde demiryolu yapımı ve imtiyazların satın alınması nedeniyle devletinde kambiyo piyasasına girmesi ve yüksek miktarda döviz ve fon talebinde bulunması söz konusu olmuştur.

Tüm bunlarla birlikte Osmanlı’ya ait borçların geri ödenme tarihi olarak 1929 yılının belirlenmiş olması da ek bir döviz talebi yaratmış ve toplamda 90 milyon TL döviz talebi oluşurken dünya üzeride ki genel ekonomik koşullardan ötürü ihracat oranlarında düşüş yaşanmıştır. İthalatta yaşanan artış nedeniyle dış ticaret açığı yükselmiş, Türkiye’nin ihraç ettiği tarımsal ürünler ve hammaddelerin fiyatı büyük ölçüde düştüğü için ihracat geliri yarı yarıya gerilemiştir.

Bu kriz neticesinde, Osmanlı’dan miras kalan para-kambiyo ve dış ticaret kurumları tasfiye edilmiş ve yeni kurumlar doğmuştur. 1930 yılında T.C.M.B. kurulmuş, 5 milli banka kurulmuş ve “faiz haddi, kambiyo, dış ticaret denetim altına alınmıştır.”²⁴

1929 Bunalımı tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye’yi de etkilemiştir. Türkiye ekonomisi 1923 yılında yapılan İzmir İktisat Kongresi’nde liberal ekonomi politikalarını benimsemesine karşın, büyük bunalımın etkisi ile bu politikalardan vazgeçilmiş ve devletçilik politikaları benimsenmiştir.

²³ Gülten Kazgan, **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1921-2001)**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2008, sf.34-35

²⁴ A.e, sf.65

1920’li yıllarda Türk lirasının Sterline bağılı olarak serbest dalgalanması, bir Merkez Bankasının bulunmayışı nedeniyle emisyon yapılamaması nedeniyle, yabancı bankaların sağladığı kısa vadeli krediler ile ekonominin genişletilebilmesi ve döviz kurunda olduğu gibi kredi faizlerinde de serbest bir dalgalanmanın görülmesi ekonomiyi dışarıdan yansıyan etkilere açık hale getirmiştir.

Bununla birlikte, Osmanlıdan miras kalan borçların ödenmesi baskısı da Türkiye ekonomisini zayıflatan bir diğer etken olmuştur.

1929 Bunalımının etkisiyle Türkiye’nin ihraç ettiği ürünlerin fiyatı düşmüş ve ihracat gelirleri yarı yarıya azalmıştır. Bu düşüşten dolayı Türkiye reel geliri kaybına uğramıştır.

Bunalımın başladığı yıl 431,8 milyon TL olan dış ticaret hacmi, 1932 yılında 187,2 TL’ye gerilemiştir.²⁵

Lozan anlaşması gereğince Türkiye’nin 1929 yılına kadar ithalatlardan vergi alamayacağı, ancak 1929 yılından itibaren gümrük vergisi uygulamasının serbest bir hale geleceği düşüncesiyle ithalatçıların 1929 yılında spekülatif bir şekilde yaptıkları ithalatlar stoklarda artışa neden olmuş ve ihracat oranlarındaki düşüşler nedeniyle satın alma gücündeki düşüşe bağılı olarak stoklar eritilememiştir.

İthalatçıların kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse ettikleri borçları ise döviz kurundaki yükseliş nedeniyle borç yükünü ağırlaştırmış ve iflaslara yol açmıştır.

Ticaret hacminin zayıflığı, yeterli sermaye girişinin olmaması ve dış kredi olanaklarının daralması nedeniyle devlet doğrudan yatırımlara yönelmiştir. Kapitalist ekonomilerde büyük bir bunalım yaşanırken, SSCB’nin uyguladığı planlı ekonomi politikasının başarılı sonuçları nedeniyle Türkiye ekonomisi de kapitalizmin alternatifi olarak planlı ekonomiyi benimsemiştir.

Bu dönemde ithal ikamesi sağlamak amacıyla “Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı” hazırlanmış ve 1934 yılında yürürlüğe konulmuştur. Türkiye’nin ithal ettiği ürünlerden, ham maddesi yurt içinde üretilebilen tüketim mallarının, kurulacak

²⁵ Gülten Kazgan, **A.g.e**, sf. 52-56

sanayi tesislerince yurtiçinde üretilmesi sağlanmıştır. Bununla birlikte 1929 yılında “Himayeli Gümrük Kanunu” ve 1930 yılında “Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu” çıkarılmış ve 1930’da Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası kurulmuştur.

1924 yılında Türkiye’de yerleşik 23 yabancı bankanın sayısı, 1933 yılında 10’a düşmüş 1930-35 yılları arasında 5 milli banka kurulmuştur.

Büyük bunalım ile birlikte Türkiye’de ekonomik yapı kurumsallaştırılmış ve mevcut sistem yeniden gözden geçirilmiştir.

1923-1929 yılları arasında izlenen liberal ekonomi politikalarından istenen sonuçların elde edilememiş olması, 1929 Büyük Dünya Bunalımının tüm dünya ekonomilerini olumsuz yönde etkilemesi ve mevcut ekonomi politikalarının 1929 Bunalımına çözüm getirememesi üzerine devletin ekonomiye müdahalesinin gerekliliğini ortaya koyan görüşlerin etkisiyle, devletçilik ilkesi Türkiye’de sanayileşme ve dış ticaretin şekillenmesinde belirleyici olmuştur.

2.3 Küreselleşme ve 1980 Sonrası Yaşanan Krizler

1980’li yıllardan itibaren dünyada globalleşme adı verilen bir akım ortaya çıkmış olup, bu akımın başlangıcı A.B.D. de Ronald Reagan ve İngiltere’de Margaret Thatcher’ın başkanlık döneminde kamuoyuna “dışa açık büyüme modeli” şeklinde lanse edilen bir sistemdir.²⁶

Ekonomik anlamda globalleşme, dünyayı tek bir Pazar gibi görerek, bu pazara yönelik üretim yapma anlayışı olarak tanımlanabilir.

Üretimin globalleşmesi, ülke bazında faaliyet gösteren firmaların, üretim faaliyetlerini yurt dışı piyasalara göre yeniden şekillendirmesi şeklinde ifade edilebilir. Finansal faaliyetlerin globalleşmesi ise sermayenin sınırlarının kaldırılması ve daha düşük risk ile daha yüksek kazanç noktalarına doğru sürekli bir hareketlilik sağlamasıdır.²⁷

²⁶ Gülten Kazgan, **A.g.e.**, sf. 196

²⁷ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi(piyasa Sisteminin Eleştirisi)**, Remzi Kitabevi, 2008, sf. 42

Globalleşme bir yandan teknoloji, üretim ve finans alanında her türlü yenilik ve gelişmeyi çok kısa bir sürede dünyanın her noktasına ulaştırma imkanını ülkelere sağlarken, diğer taraftan da ülkelerin birbirleriyle bu derece sıkı bir etkileşim içerisinde bulunmaları sonucunda “dış yansıma” sorununu tetiklemiştir.²⁸

Dış yansıma; yoğun ekonomik ilişkiler içerisinde bulunan ülkelerin birinde yaşanan ekonomik problemlerin, aynı süreç içerisinde diğer ülkelerin ekonomilerine de olumsuz yansımalarla bulunması şeklinde tanımlanabilir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları ekonomik problemler ele alındığında, bir ülkede yaşanan problemin diğer ülkelere de çok hızlı bir şekilde sirayet ettiği görülmektedir.²⁹

Böylelikle 1929 Bunalımı sonrasında yaşanan finansal krizlerin genel itibariyle tüm dünyayı etkisi altına aldığı ve 1929 krizine göre çok daha fazla etkili olduğu söylenebilir. Globalleşme ile birlikte gelen krizleri de iki ayrı gruba ayırmak doğru olacaktır.

Bunlardan ilki genellikle IMF kaynaklı ekonomik reformlar ve serbestleşme hareketleri neticesinde meydana gelen Latin Amerika, Meksika (Tekila krizi), Güneydoğu Asya ve Rusya krizleridir. Diğer bir küreselleşme kaynaklı uluslar arası kriz ise 2007 yılında sinyallerini veren 2008 Mortgage Krizidir.

2.4 1980 Sonrası Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya, Rusya Krizleri Ve Türkiye’ye Etkileri

1980’li yıllarda başlayan IMF destekli finansal serbestleşme hareketlerinin birçok ülkede benzer sorunlara neden olduğu ve bu sorunlar sonucunda finansal krizlerin yaşandığı görülmektedir. Döviz kuru çıpası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirmeler, mevduata verilen garantiler, sıkı para ve maliye politikaları IMF destekli reformların ortak noktalarını oluşturmaktadır.³⁰

²⁸ Joseph E.Stiglitz, **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Plan B Yayıncılık, 2002, sf.34-35

²⁹ Mahfi Eğilmez, **A.g.e.**, sf.53

³⁰ Joseph E.Stiglitz,, **A.g.e.**, sf.75-112

Bu tür programlar uygulanmaya başladığında yabancı sermaye girişi hızlanmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte ve artan ithalat ile tüketim oranlarına bağlı olarak ekonomik büyüme oranları yükselmektedir.

Ancak birçok ülkede enflasyonun istenen seviyeye düşürülemediği, ulusal paraların aşırı değerlendiği, buna bağlı olarak ithalat ve kısa vadeli dış borçların hızla artış gösterdiği ve ihracatın olumsuz yönde etkilenmesi sonucunda söz konusu ülkelerin cari işlemler dengesinin negatif yönde hareket ettiği görülmüştür.

Bu süreç devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarmalarına ve bankaların açık pozisyonlarındaki artıştan dolayı yerleşiklerin de mevduatlarını geri çekme eğilimine girmesine neden olarak krize yol açmaktadır.

Genel olarak IMF destekli reformların, makroekonomik istikrarın olmadığı, bankacılık sisteminin zayıf olduğu ve etkin bir şekilde denetlenemediği ülkelerde krize yol açtığı görülmektedir.

Aslında finansal serbestleşme politikalarının genel amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Bu da iki şekilde gerçekleşmektedir;

İlk etapta faiz oranları serbest bırakılarak ekonomide tasarrufların artması ve kişisel gelirlerin büyük bir kısmının finansal aktiflere dönüştürülmesi hedeflenir. Böylelikle likidite ihtiyacı ortadan kaldırılarak yatırımlar için gerekli kredilerin bulunması kolaylaştırılmaktadır. Artan faiz oranları yatırım yapacak şahısların taleplerini bir miktar olumsuz etkilese de, büyük çoğunluk ödünç verilebilir fon miktarının artmasına bağlı olarak yatırım yapmak isteyecektir.

Bu yatırım artışının sonucunda büyüme hedeflenmektedir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus mevduat faiz oranının, sermayenin marjinal verimlilik oranını aşmamasının gerekliliğidir. Faiz oranı sermayenin marjinal verimlilik oranını aştığı takdirde girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih edecektirler.

İkinci olarak finansal serbestleşme sonucunda yatırımcıların iç ve dış kredi bulma olanakları artmaktadır. Bankacılık sistemi tasarrufların sadece bir kısmını

yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar.

Gerçekleşme ihtimali büyük yatırım projelerinin finanse edilmesiyle getirisi yüksek projeler desteklenmiş olur. Böylelikle yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacminin artmasıyla birlikte ekonomik büyüme hız kazanmaktadır.

Bu fikirlerden etkilenen birçok gelişmekte olan ülke finansal serbestleşme politikalarını uygulamış, ancak birkaç Güneydoğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları bekleneni verememiş ve bunun sonucunda birçok ülkede finansal krizlere yol açmıştır.

Söz konusu reformların sağlıklı bir şekilde çalışabilmesi için, öncelikli olarak yanlış seçim (Adverse Selection) ve etik problemlerin (Moral hazard) giderilmesi, sağlam ve bilinçli bir finansal denetleme mekanizmasının oluşturulması ve geçiş sürecinin yavaş ancak sağlam adımlarla ilerlemesi gerekmiş ancak uygulamaların gerçekleştirildiği ülkelerdeki uygunsuz koşul ve finansal ortamlar sebebiyle çoğunlukla başarısızlıklar yaşanmıştır.

2.4.1 Latin Amerika Krizi

Latin Amerika krizi finansal istikrarsızlık ve gelişmemiş bir piyasa ekonomisinin bulunduğu denetimden uzak bir ortamda ortaya çıkmış, toparlanma süreci uzun yıllar almıştır.

1980'li yılların başlarında Latin Amerika ülkelerinin finansal gelişmişlik düzeyleri ülkeden ülkeye farklılık göstermiş, Arjantin, Brezilya, Şili ve Uruguay gibi ülkelerde bankacılık sektörü önemli derecede dengesizlik barındırmasına rağmen biraz daha gelişmiş bir ekonomi gözlemlenmiştir. Bolivya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Nikaragua, Peru ve Venezuela da ise finansal sektör baskı altında tutulmuş, faiz oranları kontrol edilmiş, kredi tesisi devlet tarafından gerçekleştirilmiş, sermaye hareketleri sınırlandırılmıştır. Bu tür finansal baskılar Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına yol açmıştır.³¹

³¹ Bülent Güloğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 2002, sf.5-6

1980 yılı öncesinde Latin Amerika ülkelerinde görülen yüksek enflasyon oranı ve aşırı değerli ulusal paralar nedeniyle kişiler dövizle yönelmiştir. Bununla birlikte mevduat munzam karşılık oranlarının yüksek tutulması ticari bankaların yatırımları finanse etmesini önemli ölçüde etkilemiştir.

Bunların yanı sıra devletlerin nominal faiz oranlarını, enflasyon oranının altında belirlemesi reel faizin ekside seyretmesine yol açmış, bu durum yurtiçi tasarruf oranlarını düşürdüğü gibi yurtdışından gelen sermayenin de kaçmasına neden olurken verimli yatırımların finanse edilmesini engellemiştir.

1980 öncesinde devletlerin kredi tahsislerini gerçekleştirmesi ise mevcut kaynakların üst düzey yöneticilerin tanıdıklarına ve bu kişilerin tercih ettikleri sektörlerle aktarılmasına yol açmış, verimli olup olmadığı karşılığında herhangi bir yatırım yapıp yapılmayacağı araştırılmadan verilen krediler belirli bir kesimin refah artışından öte bir yarar sağlamamıştır.

Bankaları denetleyen herhangi bir mekanizma olmaması ve devletin mevduatın tamamına verdiği garantinin yarattığı rahatlık sonucunda bankaların verimsiz kredi tutarları artmış, 1982 krizi ile birlikte bankaların şüpheli alacaklarının oranı hızla artış göstermiştir. 1982 yılındaki borç krizi ile birlikte verimsiz kredilerin oranı bankaların toplam portföyünün % 20 sine ulaşmıştır.

1982 yılında yaşanan borç krizi özellikle Arjantin, Kolombiya, Şili ve Uruguay'ın finansal sektörlerini derinden etkilemiştir. 1980 -1982 döneminde Arjantin de 42, Şili de ise 11 banka tasfiye edilmiştir.³² Uruguay merkez bankası sorunlu bankaları rehabilitasyon amacıyla yabancılara satmıştır. Tüm çabalara rağmen Latin Amerika krizinin etkileri 1986 yılına kadar devam etmiştir.

1982 yılında başlayan borç krizi Latin Amerika ya giriş yapan yabancı sermaye oranında düşüşe yol açmış ve ilerleyen dönemlerde tasarrufu arttırmak için başka yöntemler araştırılmasına yol açmıştır.

1990'lı yıllara kadar geçen sürede Latin Amerika ülkeleri finansal piyasalarına derinlik kazandırmak amacıyla birtakım reformlar gerçekleştirmiştir. Bu

³² A.e. sf. 6

reformlara sıcak bakılmamamsının en önemli nedenlerinden biri borç oranlarının aşırı yükselmiş olmasıdır. Latin Amerika ülkeleri IMF den borç almak durumunda kalmışlardır. IMF den fon sağlanabilmesinin şartlarından biri ise bilindiği üzere finansal serbestleşme ve ekonominin dışa açılmasıdır. Bu şartlar altında finansal reformların yapılması kaçınılmaz hale gelmiştir.

Ancak söz konusu finansal reformların uygulamaya konulduğu dönemlerde Latin Amerika ülkelerinin birçoğu %50 ile %200 arasında değişen enflasyon ve devasa bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalmıştır.³³

Genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar, faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis politikalarının terk edilmesini, mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülmesini, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini ve etkin bir denetim mekanizmasının geliştirilmesini hedeflemiştir. Latin Amerika ülkelerinden özellikle Arjantin, Şili ve Uruguay söz konusu reformları büyük bir hızla gerçekleştirmişlerdir.

Bu üç ülkede enflasyonu engellemek amacıyla döviz kurundaki değişimleri önceden gösteren takvimler yayınlamış, aynı zamanda sermaye piyasalarını serbestleştirerek ulusal faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarına yaklaştırmaya çalışmışlardır. Bu tedbirler sonucunda enflasyon ve faiz oranlarında düşüş hedeflenmiştir. Ancak uygulamalar sonucunda enflasyon beklenenin üstünde seyretmiş bu yüzden de Latin Amerika ulusal paraları reel olarak aşırı değerlenmiştir. Bu durumun sonucunda ise üretim ve ihracat olumsuz etkilenmiştir.

Ulusal ve uluslararası faiz oranları arasındaki fark ve döviz kuru değişimlerinin bir takvime bağlanması neticesinde önceden tahmin edilebilmesi sonucunda ülkeye hızlı bir sermaye girişi yaşanmış, bu durum hızlı bir parasal genişlemeye yol açmış, sonuç olarak yerli talepte de bir artış meydana gelmiştir.

Mali sistemi kontrol eden bir denetim mekanizmasının olmaması ve mevduata verilen garantiler nedeniyle bankalar piyasaya aşırı derecede borç vermiş, yurtdışından döviz cinsinden ve düşük faiz oranları ile borç aldıkları kaynakları yerli para biriminden ve yüksek faiz oranlarıyla yurtiçinde kredi şeklinde plase ederek

³³ Sudi Apak-Ayhan Aytaç, **A.g.e.**, sf. 91

büyük karlar elde etmişlerdir. Ancak bu durum yurt dışına olan borçluluk oranlarını arttırmıştır.

Söz konusu durum sonucunda Arjantin, Şili ve Uruguay döviz kurlarını bağladıkları takvimlerden vazgeçerek, yerli para birimlerini devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Bu durumun sonucunda döviz üzerinden borçlanmış bankalar ve şirketler iflas etmek durumunda kalmıştır. İflas eden birçok banka ve şirket daha sonra devlet tarafından kurtarılmıştır.

Kurtarma operasyonlarının sebep olduğu aşırı parasal genişleme izlenen yapısal uyum politikalarının sürdürülmesini imkansız hale getirmiştir.

Birçok Latin Amerika ülkesi gibi Arjantin ve Şili de uzun dönemi kapsayan bir mali ıslah programı yürürlüğe koymuş ve etkin bir finansal denetleme sistemi oluşturmaya çalışmışlardır.

2.4.2 1994-1995 Meksika Krizi

Latin Amerika ülkelerinin temel ekonomik problemi olan yüksek enflasyon ve istikrarsızlık Meksika'nın da temel sorunu olmuştur. 1980'lerde ortaya çıkan petrol fiyatlarında düşüş petrol ihracatçısı olan Meksika'yı da büyük ölçüde etkilemiş ve dış borçlanma oranını arttırırken, enflasyon oranında büyük bir yükselişe sebep olmuştur.

Meksika krizi 1994 yılının Aralık ayında bir finansal panik şeklinde başlamıştır. Meksika hükümetinin ihraç ettiği kağıtların faiz oranlarının çok yüksek olması, Meksika Peso'sunun gerçek değerinin çok altında bir seviyede seyretmesi ve Meksika'nın uzun dönemde borçlarını tamamen geri ödeyebileceğine dair bir ortam olmasına rağmen yabancı yatırımcıların aniden yatırımlarını durdurmaları krize yol açmıştır.³⁴

Bu panik havasının sebebi yatırımcıların enflasyonun aniden artacağına ve Meksika'nın borçlarını ödeyemeyeceğine dair korkularıdır. Bu durum Peso'nun hızla değer kaybetmesine yol açmıştır.³⁵

³⁴ Michel Camdessus, "Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises--the Role of the IMF", **IMF Working Papers**, 1995, sf. 8

³⁵ Prof.Dr.İlker Parasız, **Küresel Kriz**, Ezgi Kitabevi,2009, sf.11

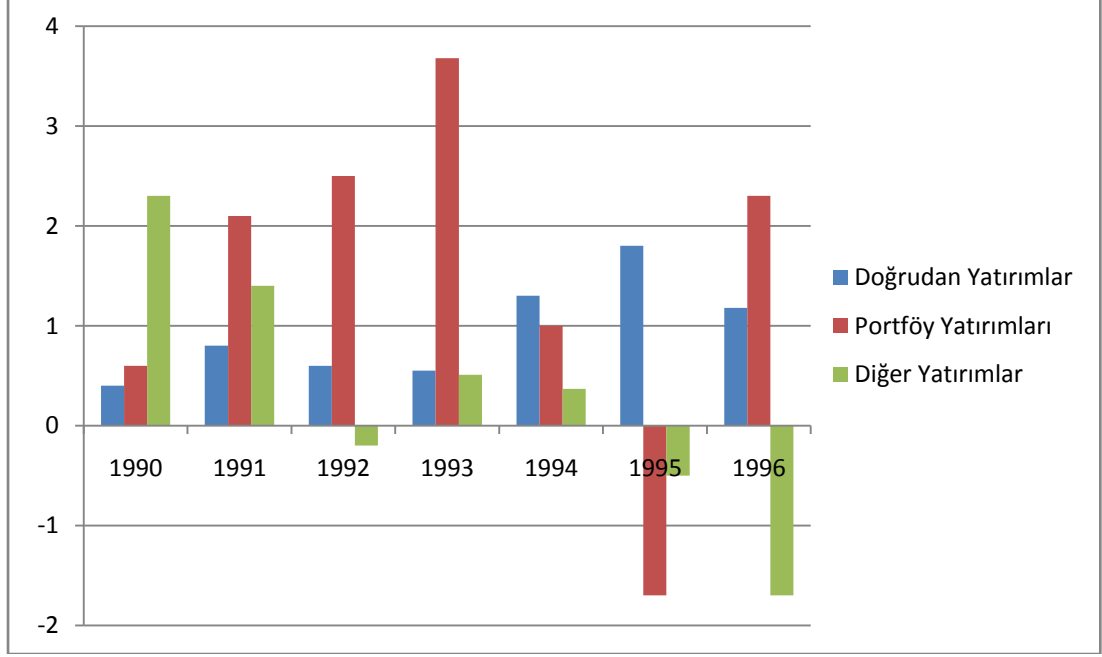
Özetlemek gerekirse, Meksika krizi makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Meksika 1980’li yılların ortasında kamu maliyesini ıslah etme programını uygulamaya başlamış ve bu uygulamayı özelleştirmeler ile finansal reformlar izlemiştir. Bununla birlikte dış borçlar yapılandırılmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasının imzalanarak dış ticaretin serbestleştirilmesi konusunda büyük bir adım atılmıştır. Bu uygulamaların akabinde faiz oranları serbest bırakılmış ve kredi sınırlamaları kaldırılmıştır.

Bu uygulamalar sonucunda Meksika ekonomisinde canlanma sağlanmış, 1984-94 döneminde GSYİH %4 büyümeye kaydetmiş ve 1993 yılı sonrasında enflasyon oranı %10 un altına inmiştir.³⁶ Bu büyümeye sonucunda ise ülkeye çok büyük oranda yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Meksika ekonomisine yabancı sermaye girişi kriz öncesinde artış göstermiştir.

Aşağıda ki şekilde de görüldüğü üzere, 1991 yılından itibaren ülkeye giren yabancı sermayenin de etkisiyle portföy yatırımları hızla artış göstermiş ve enflasyonun ciddi oranda düştüğü 1993 yılında söz konusu yatırımlar en yüksek noktaya ulaşmıştır. Ülkeye giren yabancı sermayenin doğrudan yatırımlar ile diğer yatırım oranlarında negatif bir etki yarattığı, portföy yatırımlarında ise hızlı bir artış sağladığı görülmektedir. 1994-1995 Meksika Krizi’nin patlak vermesinin arkasından söz konusu yabancı sermayenin çıkışıyla birlikte 1995 yılında portföy yatırımlarının da negatif yönlü hareket ettiği görülür.

³⁶ Bülent Güloğlu, **A.g.e.**, sf. 9

Şekil - 5 Meksika'nın Sermaye Hareketleri (GSYİH %)



Kaynak: International Financial Statistics, IMF(1998) (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

Bununla birlikte ekonomik büyümenin getirdiği yabancı sermaye girişindeki artış sonucunda birçok olumsuzluk ortaya çıkmış, hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Finansal serbestleşme programlarının uygulamaya konulmasıyla birlikte özel tasarruf oranları düşüşe geçmiştir.

Hızlı sermaye girişi Meksika piyasalarında rahatlığa neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmesine yani tüketimi artırma alışkanlığının artmasına yol açmıştır. Bu durumun sonucunda cari işlemler açığı hızla artmış ve yatırımcılar bu açığın uzun süre sürdürülemeyeceği hissine kapılmıştır.

Tablo-1'de de görüldüğü üzere cari işlemler dengesinde de, söz konusu sermaye girişinin sebep olduğu olumsuz etkiler izlenmektedir. 1993 yılında enflasyondaki düşüş ile birlikte cari işlemler dengesi ilk etapta olumlu bir şekilde etkilenecek -6,7'den, -5,8'e yönelmiş, ancak ülkeye hızla yabancı sermayenin girmesinin etkisiyle tüketimde yaşanan aşırı artış sonucunda 1994 yılında cari işlemler dengesi tekrar -7,0'a gerilemiştir.

Tablo -1 Cari İşlemler dengesi (GSYH %)

	1992	1993	1994
Meksika	-6,7	-5,8	-7,0
	1995	1996	1997
G.Kore	-2,0	-4,9	-2,8
Endonezya	-3,3	-3,3	-2,9
Malezya	-10,0	-4,9	-5,8
Filipinler	-4,4	-4,7	-4,5
Tayland	-8,0	-7,9	-3,9

Kaynak:“International Financial Statistics”, IMF(1998) (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

Tablo -2 Özel Sektöre Açılan Krediler (GSYH %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Meksika	20,6	26,5	33,2	37,3	46,3	35,0	16,2	12,7
G.Kore	56,8	56,8	56,8	57,9	60,6	60,8	65,7	73,9
Endonezya	50,6	50,7	47,9	40,5	52,6	53,7	55,8	61,1
Malezya	71,4	76,9	75,0	75,8	77,5	87,1	93,6	107,1
Filipinler	19,3	17,8	20,6	26,4	29,2	37,5	48,6	55,9
Tayland	64,3	67,7	72,9	79,9	91,7	84,2	84,3	116,3

Kaynak: International Financial Statistics, IMF(1998) (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

Söz konusu olumsuzluklara başka yan etkenler de eklenmiş ve krizi kaçınılmaz kılmıştır. Özel sektöre açılan kredilerdeki artış, kur çıpası şeklinde uygulanmaya devam edilen döviz kuru politikası, uluslar arası faiz oranlarındaki artış gibi etkenler Meksika ekonomisine olan güveni sarsmıştır.

Tablo-2 incelendiğinde 1990-1994 yılında Meksika’da özel sektöre açılan kredilerde hızlı bir artış yaşandığı, 1990 yılında özel sektöre kullandırılan 20,6’lık kredi oranlarının dört yıllık bir zaman zarfında söz konusu oranın iki katını aştığı

görülmektedir. Bankacılık sisteminde gerekli düzenlemeler yapılmadan ve yeterli bir denetim sistemi oluşturulmadan özel sektör kredilerinde artış yaşanması, bankaların açtıkları kredilerin ne amaçla kullanıldıklarını takip etmeden piyasaya borç para vermelerine ve verimsiz kredi kullanımları neticesinde söz konusu borçların geri ödenememesine sebep olmuştur.

Döviz kurunun çığpaya bağlanması ise Meksika döviz rezervlerini hızla erimeye mahkum etmiş ve bunun neticesinde Meksika hükümeti önce döviz kuru bandında % 15 genişletme kararı almış, kısa bir süre sonra ise kuru serbest bırakmak durumunda kalmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açarken, bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır.³⁷

Panik içindeki yatırımcılar hızlı bir şekilde sermayeyi yurtdışına çıkararak krizin patlamasına neden olmuş ve Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan güvensizlik nedeniyle "Tekila" etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramıştır.

Krizle birlikte yabancı sermaye yatırımları azalmış ve 1995 Meksika ekonomisinden yaklaşık 3,4 milyar Dolarlık yabancı sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bununla birlikte 1993 yılında 25 milyar 110 milyon Dolar olan Merkez Bankası rezervleri, 1994 yılında yaklaşık 6 milyar 278 milyon Dolara gerilemiştir.³⁸

2.4.3 Güneydoğu Asya Krizi

Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılında Tayland para birimi Baht'ın devalüe edilmesi ile patlak vermiş bir ekonomik kriz olup, kısa bir süre içerisinde sadece finans piyasalarını değil, reel piyasaları da etkisi altına almıştır.³⁹

Kriz süresince, krizden etkilenen gelişmekte olan ülkelerin para birimleri yabancı paralar karşısında aşırı değer kaybına uğramış, bankaların aldıkları açık pozisyonlar ve vade riskleri nedeniyle finansal kuruluşlarda iflaslar başlamış, bölge

³⁷ Paul Krugman, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Literatür Yayıncılık, 2008, sf. 41-47

³⁸ Sudi Apak-Ayhan Aytaç, **A.g.e.**, sf.81

³⁹ İlker Parasız, **A.g.e.**, sf.13

lkelerinde resesyondan dolayı işsizlik hızla artmış ve reel sektörde de kriz odaklı yaralanmalar gözlemlenmiştir.

Kriz ncesi döneme bakacak olursak; 1997 yılı öncesinde krizin patlak verdiği Güneydoğu Asya lkelerinin, yabancı sermaye sahipleri için paralarını değerlendirebilecekleri en yüksek faiz oranına sahip piyasalar olduğu grlr. Güneydoğu Asya lkelerinin bu yüksek faiz politikaları, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımının yaklaşık yarısının bu bölgeye kaymasını sağlamıştır.

Krizden kısa bir süre önce finans çevreleri güçlü bir büyüme tahmininde bulunarak, bu bölgede ki ekonomik gelişmeleri “Doğu Asya Mucizesi” şeklinde adlandırmışlardır.⁴⁰

Bölge ülkelerine giren büyük hacimli sermaye ise, varlık fiyatlarının yükselmesine yol açmıştır. Dışarıdan gelen yabancı sermaye ile daha fazla iş merkezi inşa edilmiş ve yüksek fiyatlar üzerinden satılmaya çalışılmıştır.

Ancak bir süre sonra bu iş merkezlerinin satılamadığı ve atıl bir durumda kaldığı gerçeği ortaya çıktığında emlak piyasalarında durgunluk nedeniyle fiyatların aşağı yönlü hareket etmesi söz konusu olmuş ve yabancı sermaye sahiplerinin bölge ülkelerine kuşkuyla yaklaşma sorunu ortaya çıkmıştır. Bu kuşkuların sonucunda ise, söz konusu ülkelerden hızlı bir sermaye kaçışı yaşanmış ve ülke ekonomilerinde büyük bir kırılganlık meydana gelmiştir.

Tabi ki bu sermaye kaçışında spekülatörlerin yarattığı etkide azımsanamaz. Bu etkinin en şiddetli yaşandığı lke Tayland olmuştur. Tayland para biriminin değerinin düşeceğine inanan spekülatörler serbest konvertibilite sayesinde kolaylıkla söz konusu para biriminden Dolar’a geçmiş, ancak bu işlemler sırasında yerli para birimi hızla değer kaybederken, devlet kuru koruyabilmek adına rezervlerini piyasaya sürmeye başlamıştır. Nihayetinde Dolar rezervleri tükenmiş ve devalüasyon kaçınılmaz olmuştur. Bu noktada speklatrlere ile büyük kar elde etme fırsatı doğmuştur.

Krizin başlangıç noktasını oluşturan Güneydoğu Asya lkelerinin otak özelliklerine bakılacak olursa bu ülkelerin çoğunun zengin sanayileşmiş ülkelere

⁴⁰ Joseph E.Stiglitz, **A.g.e.**, sf. 112

ihracat yapmayı temel ilke edindiği, bu yolla ticaret fazlaları meydana getirdikleri, çok yüksek büyüme oranlarına sahip oldukları ve yüksek tasarrufa eğilimli oldukları görülür.

Söz konusu ülkelerin 1990'lı yıllarda ki ekonomik durumları incelendiğinde, Endonezya, Malezya ve Tayland'ın krizin patlak verdiği 1997 yılına kadar %7'nin üzerinde bir oranla büyüme gerçekleştirdiği, Güney Kore'nin ise %9'luk bir büyüme hızına sahip olduğu görülebilir. Tablo-3 incelendiğinde krizin başlangıç noktası Tayland ekonomisinin GSMH büyüme oranı 1996 yılından itibaren düşüşe geçmiş, krizin ortaya çıktığı 1997 yılı ile 1998 döneminde GSMH büyüme oranı % -7,7'ye kadar gerilemiştir. Krizle Tayland'dan sonra karşılaşan Endonezya'da ise GSMH büyüme oranı 1998 yılında sert bir şekilde düşüşe uğramış ve % -13,7'ye gerilemiştir. Endonezya'yı % -6,2'lik negatif yönlü büyüme oranıyla Malezya takip etmiştir.

Tablo -3 ASEAN GSMH BÜYÜME ORANLARI

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Endonezya	7.3%	7.8%	4.6%	-13.7%	0.1%	5.1%
Malezya	9.6%	8.2%	7.5%	-6.2%	4.9%	4.6%
Filipinler	4.8%	5.5%	5.1%	0.3%	2.1%	3.0%
Singapur	8.9%	7.0%	7.8%	1.2%	6.3%	5.0%
Tayland	8.5%	6.7%	-0.4%	-7.7%	2.5%	2.8%

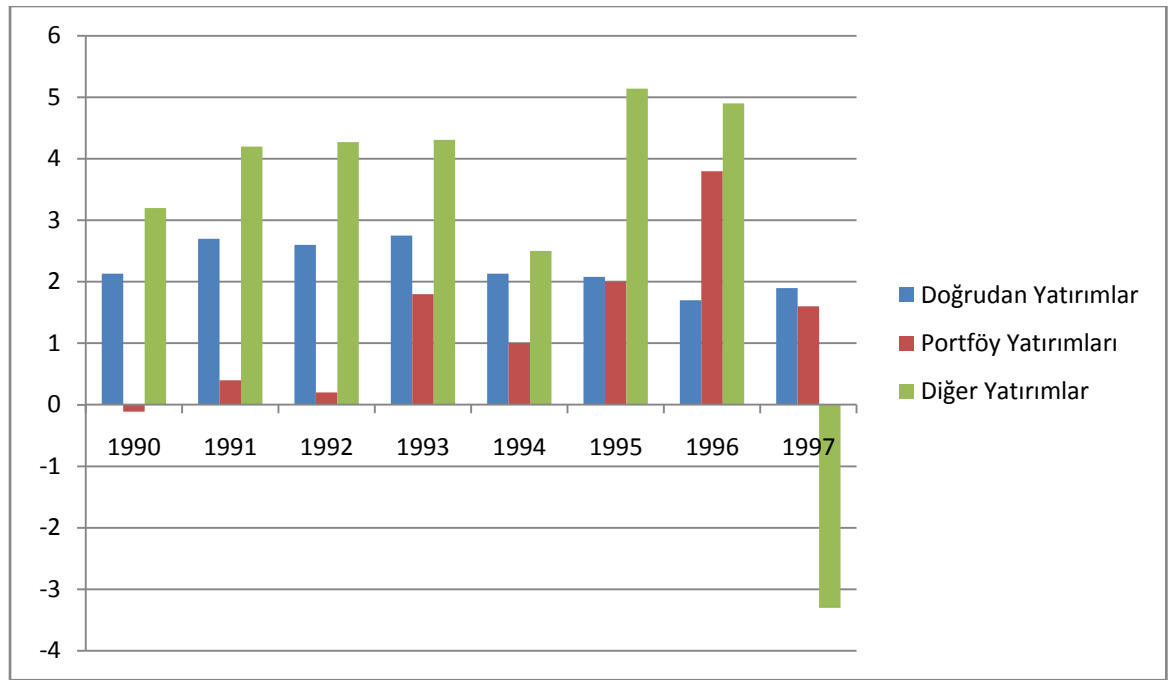
Kaynak: “Asian Development Bank”,(2000) (Çevrimiçi)
<http://www.adb.org/documents/books/ado/2000>

Yüksek büyüme hızının yanı sıra enflasyon oranlarının da çok düşük seviyelerde olması bu ülkeleri sermaye sahipleri için çekici kılmıştır. Yüksek tasarruf oranlarına sahip olmaları, söz konusu ülkelerde ekonomik istikrarsızlık bulunmadığına dair gösterge sayılmış ve gelişmiş piyasalarda faiz oranlarının düşük

seyretmesiyle birlikte bu ülkelere yönelik yabancı sermaye akışı her geçen gün daha da hızlanarak devam etmiştir.

Şekil-6’da da görüldüğü gibi 1990-1995 yılları arasında G.Doğu Asya ülkelerinde yaşanan hızlı sermaye girişiyle birlikte portföy yatırımları ve inşaat sektörüne yönelik gerçekleştirilen diğer yatırımlar yükselmiş, ancak 1997 yılında G.Doğu Asya Krizi’nin ortaya çıkışıyla birlikte söz konusu bölgeye olan güvensizlik sonucunda yabancı sermayenin ülke piyasalarından kaçması yatırımları da negatif yönlü bir şekilde etkilemiş ve ani bir düşüşe sebep olmuştur.

Şekil -6 Asya Ülkelerinin Sermaye Hareketleri (GSYİH %)



Kaynak: International Financial Statistics, IMF(1998) (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

Ancak Güney Doğu Asya ülkelerine yabancı sermaye girişlerinin artmasıyla birlikte özel sektör yatırım oranları tasarruf oranlarının üzerine çıkmış ve ülkelerin para birimlerinin Amerikan Doları’na bağlı olması sonucunda yaşanan aşırı değerlenmeler çok büyük oranlarda cari işlemler açığına sebep olmuştur. Bu açıklar doğrudan yabancı yatırımlar ile değil kısa vadeli dış borçlar ile finanse edilmeye çalışılmıştır.⁴¹

⁴¹ Mahfi Eğilmez, A.g.e., sf.64

Yerli para birimlerinin değer kazanması bankaları dış borçlanma için hevesli hale getirmiş, yerli para birimlerinin yabancı para birimlerine kıyasla daha değerli olması ve dış piyasa faiz oranlarının düşük seviyelerde seyretmesi neticesinde dış borçlanmalar artmış ve alınan borçlar özel sektöre uzun vadeli krediler şeklinde plase edilmiştir. Ancak bu durum açık pozisyon riskini ortaya çıkarmış ve bir banka krizinin temelleri atılmıştır.

Tablo-4’de ise kriz yılı olan 1997 yılı ve önceki üç yılda gerçekleştirilen tasarruf ve yatırımların ülkelerin GSYİH’larına oranları görülmektedir. Tabloda karşılaştırması yapılan yedi Güney Doğu Asya ülkesinden Singapur ve Tayvan haricindeki bütün ülkelerin tasarruf oranlarının yatırım oranlarından daha düşük bir gidişat seyrettiği görülmektedir. Arada çok büyü uçurumlar olmasa da tasarruf oranlarının yatırım oranlarından daha düşük seviyede kalması, yabancı sermaye akışının etkisiyle birlikte değer kazanan yerli para biriminin verdiği güven sonucunda borçlanarak yatırımları finanse etme düşüncesinin yaygınlaştığını göstermektedir.

Tablo -4 TASARRUF VE YATIRIMIN GSMH’YA ORANI(1994-1997)

	1994		1995		1996		1997	
	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf	Yatırım
Hong Kong	33.1	31.9	31.0	34.5	31.0	32.0	33.7	32.9
Malezya	35.5	42.5	36.4	45.4	38.8	45.1	41.2	45.6
Filipinler	19.0	23.5	19.0	21.6	20.5	23.9	21.0	25.5
Singapur	49.2	32.3	49.9	33.0	49.7	34.8	51.3	36.2
Tayland	35.2	42.0	35.0	44.2	35.3	43.8	34.7	44.1
G.Kore	35.2	36.3	36.2	37.4	35.4	36.5	34.7	36.2
Tayvan	26.7	23.6	26.4	23.4	26.0	21.2	26.5	21.6

Kaynak:“Asian Development Bank”, (2000) (Çevrimiçi)
<http://www.adb.org/documents/books/ado/2000>

**Tablo -5 Bölge Ülkelerinin Cari İşlemler Hesabı Dengesi 1995-1997
(GSMH'ya Oranı %)**

	1995	1996	1997	Ortalama
Tayland	-7.9	-7.9	-2.2	-6.0
Endonezya	-3.3	-3.3	-2.6	-3.1
Malezya	-10.0	-4.9	-4.8	-6.5
Filipinler	-4.4	-4.7	-5.4	-4.8
Tayvan	2.1	4.0	2.3	2.8
Hong Kong	-3.9	-1.3	-1.5	-2.2
Singapur	16.8	15.7	15.2	15.9
Japonya	2.2	1.4	2.2	1.9
Çin	0.2	0.9	2.4	1.1

Kaynak: International Financial Statistics, IMF(1998) (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

Tablo-5 incelendiğinde krizin başlangıç yılı olan 1997 yılı öncesindeki son iki yıl yabancı sermaye akışının da etkisiyle ithalat ve yurt dışı kredi borçlanma seviyesinin yükselmesinin etkisiyle birlikte cari işlemler hesabı dengesinin negatif yönlü bir hareket seyrettiği görülmektedir. Özellikle dış borçlanma oranında yaşanan büyük artışlar cari işlemler hesabı dengesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Bu şekilde kredi hacmi artarken bankalar hem kur riski almaya hem de dışarıdan kısa vadeli kredi alıp yurt içinde uzun vadeli kredi plasmanı yaptıkları için vade riski almaya başlamışlardır.

Bu durumun en somut göstergeleri Güney Kore'de ortaya çıkmıştır. Kore Savaşı'nın yıkıcı etkilerinin ardından Güney Kore'de, kişi başına düşen geliri ve okuma-yazma oranını hızla arttırıcı, yoksulluk düzeyini düşürücü stratejiler geliştirmiş ve teknolojiye hızlı bir ilerleme kaydetmiştir. Bu çabalar sonucunda Kore dünyanın en büyük bilgisayar çipi üreticilerinden biri haline gelmiş ve Samsung, Hyundai, Daewoo gibi dünya çapında markalar geliştirmiştir.

Güney Kore söz konusu değişimin ilk günlerinde para piyasalarını sıkı bir şekilde denetlerken, başta ABD olmak üzere batılı ülkelerin denetim karşısı baskılarına maruz kalmış ve bunun sonucunda da özel sektör şirketlerinin yurt dışından borç alabilmeleri sağlanmıştır. Ancak borçluluk oranında ki artış Güney Kore'yi dış piyasaların olumsuz yansımalarına karşı korunmasız bırakmış ve 1997 yılı sonlarında Wall Street'te hızla yayılan, Kore'nin batı bankalarına olan borçlarını ödeyemeyeceği yönünde ki dedikodular gerçeğe dönüşmüştür. Bu dedikoduların yayılması sonucunda daha önce kendi istekleriyle borç veren bankalar, mevcut borçların ertelenmemesi yönünde karar almış ve kehanet doğrulanmıştır.

Bunun yanı sıra söz konusu borçlanmaların verimliliği yüksek yatırımlara yönlendirilmediği görülür. Özellikle Tayland örneğini inceleyecek olursak yurtdışı kaynaklardan sağlanan kısa vadeli borçların uzun vadeli krediler şeklinde özel sektör kuruluşlarına plase edilerek, gayrimenkul sektörü gibi verimsiz alanlara kaydırıldığını görebiliriz. Bu dönemde dünyanın en pahalı emlakları Güney Doğu Asya ülkelerinde inşa edilmiştir. Ancak bir süre sonra bu emlakların birçoğunun satılamadığı ve değerlerinin beklenilenin altına indiği görüldüğünde bu sektöre sponsor olan yabancı sermaye sahiplerinde bir panik havası başlamıştır.

Tüm tasarruf ve yabancı kaynakların bir üretim konusu olmayan sektörlerle akıtılması ve diğer taraftan ülke para birimlerinin aşırı değerlenmesi neticesinde ihracat oranlarında düşüş yaşanması cari işlemler açığının büyümesine, ekonomik büyüme oranlarının ise gerilemesine yol açmıştır. Özel sektör firmalarının karlılık oranları düşüş göstermiş ve banka kredilerinin geri ödenmesi sürecinde sorunlar yaşanmıştır.

Tablo -6 Cari İşlemler Açığı/GSMH Oranı(% , 1995-1997)

	1995	1996	1997	Ortalama
Hong Kong	-3.9	-1.3	-1.5	-2.2
Malezya	-10.0	-4.9	-4.8	-6.5
Filipinler	-4.4	-4.7	-5.4	-4.8
Singapur	16.8	15.7	15.2	15.9
Tayland	-7.9	-7.9	-2.2	-6.0
G.Kore	-4.4	-4.7	-2.0	-2.9
Tayvan	2.1	4.0	2.3	2.8

Kaynak: International Financial Statistics, IMF(1998) (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

Firma karlılık oranlarının düşüşe geçmesi ile birlikte hisse senedi getirilerinin de azalması sonucu borsadan önemli ölçüde yabancı sermaye kaçıışı yaşanmıştır. Geri ödenemeyen kredilerle birlikte bankaların bilançolarında da iniş yaşanmış ve bunun sonucunda dış borçlanma kapıları da kapanmıştır.

Dış borçların vade uyumsuzlukları nedeniyle zamanında geri ödenemeyeceği yönündeki endişeler yatırımcılarda bir güven bunalımı yaratmış ve söz konusu güven bunalımı sermaye kaçışını hızlandırmıştır. Hızlanan sermaye kaçıışı ise devalüasyonlara ve hisse senedi fiyatlarının dibe vurmasına yol açmıştır. Tayland'da ortaya çıkan kriz benzer nedenler sonucunda diğer ülkelere de yayılmış ve aynı senaryolar oralarda da yaşanmıştır.⁴²

Söz konusu ülkelerde bu çapta bir krizin yaşanmasının temel sebebinin yüksek tasarruf oranlarına rağmen, ilave sermayeye ihtiyaçları olmadığı halde, sermaye piyasalarında gerekli alt yapı kurulmadan gerçekleştirdikleri hızlı liberalleştirme çalışmaları olduğu görülür. Bu bölgede sanayi ve teknoloji alanlarına hızlı bir ilerleme yaşanmasına rağmen, bankacılık sektörünün yeterince gelişmediği hisse senedi piyasalarının yeterince olgunlaşmadığı görülmüştür. Bu iki faktör

⁴² C.Henderson, **Asya'nın Çöküşü**, Alfa Yayını, İstanbul, 2000

yapılandırılmadan gerçekleştirilen sermaye piyasalarının liberalizasyonu çalışmaları ülkeleri krizin içine sürüklemiştir.

Sermaye piyasaları liberalleştirilmeden önce Tayland'da hangi bankaların spekülative gayrimenkuller için borç vereceğine dair sınırlamalar bulunurken, liberalleşmenin ardından bu sınırlamalar kalkmış ve bu tip borçlanmalar ile birlikte ekonomik istikrarsızlık artış göstermiş, aşırı yükselen fiyatlar balonlar yaratmıştır. Bu balonların patlamasıyla birlikte ekonomik çöküş kaçınılmaz olmuştur.

Gayrimenkul fiyatlarında yaşanan artış ile birlikte bankalar teminata dayalı olarak daha çok kredi vermiş, ancak kapasite fazlasına ulaşıldığında söz konusu gayrimenkullerin atıl durumda kaldığı ve değerlerinin hızla düştüğü görülmüştür.

Kriz esnasında Güney Doğu Asya ülkelerinin büyük çoğunluğu IMF politikalarını izlemiş ve IMF'nin sağladığı para yardımlarını kabul etmiştir. IMF'den alınan borçlar ise yine IMF'nin yönlendirmeleri doğrultusunda dış borçların kapatılması için kullanılmış ve krizden en az zararlı çıkan yabancı piyasalar ve yatırımcılar olmuştur. IMF'nin gümrük vergileri ve devalüasyonu devre dışı bırakan uygulamaları sonucunda ise ticaret fazlası oluşturabilmek adına ihracat arttırılmadığından, ithalatı kısmak üzere gelirler düşürülmüş ve ekonomi derin bir durgunluğa itilmiştir.⁴³

Daralması maliye ve para politikaları devasa çöktüşlere yol açmış, ülkeler kendi içlerinde durgunluk yaşarken, ithalatın düşürülmesiyle birlikte durgunluğun komşu ülkelere de sıçramasına sebep olunmuştur. Krizin etkileri birbirleriyle ticaret ilişkisi içerisinde bulunan tüm bölge ülkelerinde izlenmiştir.

IMF'nin tavsiyeleri sonucunda aşırı yüksek seviyelerde tutulan faiz oranları ise durgunluğun derinleşmesine ve borçluların borçlarını ödeyemeyecek duruma gelerek birçok şirketin iflas etmesine, bankaların batmasına yol açmıştır.

Malezya'nın krizden çıkış süreci diğer Güney Doğu Asya ülkelerine göre daha hızlı olmuştur. Malezya, IMF politikalarının birçoğunu uygulamaktan kaçınmış, döviz kurunu sabitlemiş, faiz oranlarını indirmiş ve Malezya vatandaşlarının yurtdışına sermaye çıkarmalarına sınırlamalar getirmiştir.

⁴³ Joseph E. Stiglitz, **A.g.e.**, sf. 120-155

İlerleyen süreçte Dünya Bankası çalışanlarının da yönlendirmeleri sonucunda sermaye denetimleri bir yıl süreli bir çıkış vergisine dönüştürülmüş ve bir yılın sonunda söz verildiği üzere söz konusu vergi kaldırılmıştır. Bu bir yıllık süre içerisinde Malezya banka ve şirketleri yeniden yapılandırılmış, böylelikle daha yüzeysel bir çöküş yaşanmıştır. Borçluluk seviyesi düşük tutularak daha hızlı bir toparlanma sağlanmış, düşük faiz oranları ile daha az sayıda firma iflas durumuna geçmiş, böylece kamu kaynaklarından sağlanan reel sektör ve finans sektörünü kurtarma harcamaları daha düşük miktarlarda kalmıştır.⁴⁴

IMF reçetelerini mükemmel bir şekilde izleyen Tayland, krizin başlangıcından itibaren geçen üç yıl boyunca durgunluk içerisinde kalmış, GSYİH' sı oldukça gerilemiş ve borçların %40'ı geri ödenememiştir.

Güney Kore devleti ise bankaları kapatmamış, şirketlerin yapılandırılmasında aktif bir rol oynamış, döviz kurunu düşük tutarak ihracatı sürdürülebilir boyuta taşımış ve ithalatı sınırlandırmıştır. IMF'nin tavsiyelerinin aksine çip endüstrisinde kapasite artışı sağlanmış, çiplere olan talep artışı ile birlikte ekonominin de toparlanması hızlanmıştır.

2.4.4 1998 Rusya Krizi

1998 yılında Rusya da yaşanan finansal krizin temel sebebi tıpkı Güneydoğu Asya ülkelerinde olduğu gibi “Geçiş ekonomisi” sorunlarının tam anlamıyla atlatılamamış olmasıdır.

1990 yılından itibaren hızlı ve şok bir “Serbest piyasa ekonomisine geçiş” süreci yaşayan Rusya da gerekli alt yapı ve kurumlar henüz kurulamadan, 1998 yılında Güneydoğu Asya da patlak veren uluslar arası kriz Rusya'yı da etkisi altına almıştır.

Rusya bu ülkelere gerçekleştirdiği ham madde ve petrol ihracatında çok büyük bir düşüş yaşamış ve 1998 yılında yerli para birimi Ruble'yi %40 oranında devalüe ederek moratoryum ilan etmek durumunda kalmıştır.⁴⁵

⁴⁴ C.Henderson, **Asya'nın Çöküşü**, Alfa Yayını, İstanbul, 2000

⁴⁵ Gülten Kazgan, **A.g.e.**, sf. 257

Rusya 1989 yılında serbest piyasa ekonomisine geçiş öncesinde kendine has ekonomik kurumlara ve fiyatlama sistemine sahipti. Rusya’da da kapitalist ülkelerde olduğu gibi bankalar ve işletmeler bulunmakla beraber, bankalar mevduat toplarken, bu mevduatın kimlere borç verileceğine kendileri değil devlet karar vermiştir. İşletmeler de tıpkı bankalar gibi yönetim kararlarını kendileri vermemiştir. Onlara tahsis edilen girdilerle (ham madde, emek, makineler) ne üretilmesi söyleniyorsa onu üretmişlerdir.⁴⁶

Piyasa ekonomilerinde olduğu gibi Sovyet Rusya’da da fiyat kavramı bulunmakla birlikte ürünlerin fiyat seviyeleri uzun yıllar piyasa tarafından değil devlet tarafından belirlenmiştir. Özetle, serbest piyasa ekonomilerinde piyasanın kendisi tarafından belirlenen kuralları Sovyet Rusya’da devlet kontrol etmiştir.

1990’lı yıllarda ABD ve IMF başta olmak üzere batılı devletlerin ısrarları sonucu geleneksel Rusya ekonomisinden serbest piyasa ekonomisine “Şok terapi” adı verilen hızlı geçiş planı ile geçilmesine karar verilmiş ancak hiçbir alt yapı ve kurum oluşturulmadan şok bir şekilde geçiş yaşanması, temeli çürük bir ekonominin ortaya çıkmasına sebep olmuştur.⁴⁷

Piyasa ekonomisine hızlı geçişin verdiği ilk zarar enflasyon üzerinde görülmüş olup, 1992 yılında fiyatların çoğunun bir gecede serbest bırakılması sonucu enflasyon oranı tavan yapmış ve hiperenflasyon sonucu tasarrufların çoğu buharlaşmıştır.

Şok terapinin ilk adımındaki başarısızlık ikinci adımı gerekli kılmış ve enflasyonu aşağı çekmek için çalışmalara başlanmıştır. Bu çalışmalar sonucunda ise özelleştirmeler üzerinde görülmüş ve tasarrufların çoğunun yok olması nedeniyle, ülkede özelleştirilen işletmeleri satın alacak kadar parası olan yeterli sayıda kişi kalmamıştır. Yeterli miktarda parası olanlar ise, yüksek faiz oranları ve sermaye sağlayacak mali kurumların bulunmaması nedeniyle yatırım yapma kararı alamamışlardır.

1990 yılından itibaren Rusya’da GSYİH yıldan yıla düşmüş ve on yıldan fazla bir süre boyunca ciddi bir durgunluk ekonomiye hakim olmuştur. 1990-99

⁴⁶ Edward Hallet Carr, **1917 Öncesi ve Sonrası**, Birikim Yayınları, 2007, sf. 135-157

⁴⁷ Joseph E.Stiglitz, **A.g.e.**, sf. 164

döneminde Rusya'nın reel sektördeki üretimi yaklaşık %60 oranında düşüş göstermiştir.

Gerekli ekonomik ve hukuksal kurum ve kurallar oluşturulmadan geçiş sürecinin başlatılması sebebiyle özelleştirme kazançları ve alınan borçlar kötüye kullanılmış, sermaye piyasalarının serbestleşmesiyle birlikte egemenlerin elde ettiği bu haksız servet yurtdışına kaçırılmıştır.⁴⁸

Bu sebeplerden ötürü, 1998 yılında Güneydoğu Asya krizi patlak verdiğinde Rusya çok tuhaf bir durum sergilemiştir. Bol bol doğal kaynak varken ülke fakir bir duruma düşmüş, çok düşük fiyatlara devletin aktifleri satılırken emeklilere ve yoksullara sosyal yardım ve maaş ödemesi yapılamamış, devlet sürekli IMF den borç alırken bu paraların büyük bir çoğunluğu egemenlerin hesaplarında yurtdışına çıkarılmış ve serbest sermaye hareketleri yurtdışından yabancı yatırım gelmesine değil, tam aksine zimmete geçirilen milyarlarca doların yurtdışına kolaylıkla çıkışına yardım etmiştir.

Güneydoğu Asya da IMF politikalarının şiddetlendirdiği durgunluk ve bunalım sonucunda bu bölge kaynaklı petrol talebinde ciddi bir düşüş yaşanmış olup, petrol arz ve talebi arasındaki gözle görülür dengesizlik sonucundaki dengesizlik sonucunda ham petrol fiyatları üzerinde çok büyük düşüş yaşanmıştır. Rusya açısından önemli bir ihraç ürünü ve vergi gelir kaynağı olan petrol fiyatlarındaki bu düşüş Rusya ekonomisinde bir yıkım etkisi yaratmıştır. Bu düşüşün etkisiyle devalüasyon kaçınılmaz bir hal almıştır.⁴⁹

Rublenin değerinin aşırı yüksek olması ithalatı arttırmış, piyasa ekonomisine hızlı geçiş süreci ile birlikte yatırımlar durmuş ve tüketim mallarının birçoğu ithal edilmeye başlanmıştır.

IMF'nin enflasyonu düşük tutma ısrarları sonucunda oluşan yüksek faiz oranları nedeniyle döviz kurunun yüksek tutulması imalatın ve yatırımların durmasına sebep olurken, ithalatın ekonomi içerisindeki oranını gözle görülür bir şekilde artırmıştır.

⁴⁸ Paul Krugman, **A.g.e.**, sf. 140

⁴⁹ Sudi Apak-Ayhan Aytaç, **A.g.e.**, sf.86

1998 yılında petrol fiyatlarında yaşanan şok düşüş ile birlikte gelen devalüasyon beklentileri hem ülke içinde hem de ülke dışında Rusya'nın borçlarını ödeyemeyeceği izlenimini yaratmış ve bunun sonucunda yabancı sermaye hızla ülkeyi terk etmeye başlamıştır.

Rusya'nın döviz rezervlerinin azaldığına ve Rublenin çökeceğine dair beklentiler arttığında IMF son bir atak yaparak Rusya'ya 4.8 milyar Dolar yardım sağlamıştır. IMF bu şekilde Rusya'yı Dolar üzerinden borçlandırarak, Rublenin faiz oranının yüksek, Dolarınının ise daha düşük olması sebebiyle tasarruf edilebileceğini hesaplamış ve Rublenin devalüe edilmesi riskini göz ardı etmiştir.⁵⁰

Rusya'ya sağlanan borç paranın büyük bir kısmı ülkedeki finansal ve hukuksal boşluklar ve yozlaşmış yönetim nedeniyle üst düzey yöneticilerin zimmetine geçirilerek üç hafta içerisinde ülke dışına çıkarılmış ve Rusya'yı daha fazla borçlandırmaktan başka hiçbir işe yaramamıştır. Bunun sonucunda 17 Ağustos 1998'de Rusya ödemeleri tek yanlı olarak askıya aldığını açıklamış ve Rubleyi devalüe etmiştir. Rusya'nın bu moratoryum ilanı küresel mali krizi daha da hızlandırmış ve yükselen piyasalarda faiz oranları Güneydoğu Asya krizi zirveye çıktığı zamankinden çok daha yükseğe çıkmıştır.

Rusya finansal krizi ile birlikte gelişmekte olan diğer ülkeler de bu ortamdan negatif yönde etkilenmiş ve Brezilya'nın durgunluğu derinleşmiş, bir kur krizi yaşanmış, Arjantin ve diğer Latin Amerika ülkeleri de bu krizin etkisiyle sarsılmıştır.

IMF'nin serbest piyasa ekonomisine geçiş aşamasında uyguladığı “şok terapi” yöntemi başarısız olmuş ve krize ortam hazırlamıştır.⁵¹

Fiyatların aniden serbest bırakılması hiperenflasyona, enflasyonu aşağıya çekmek için faiz oranlarının yükseltilmesi ise döviz kurunun aşırı yükselmesine yol açmış, yok olan tasarruflar sermayenin kaybolmasına ve yatırımların durmasına sebep olmuştur. Yatırımların durması ve yüksek faiz oranları nedeniyle sermaye bulunmamasından ötürü özelleştirmeler bir işe yaramamış, imalat çoğu sektörde

⁵⁰ Paul Krugman, **A.g.e.**, sf.140-141

⁵¹ Mahfi Eğilmez, **A.g.e.**, sf.65-66

durma noktasına gelmiş, döviz kurunun aşırı değerlenmesinin de etkisiyle ithalatta çok büyük bir artış yaşanmıştır.⁵²

Üretimin durması işsizliğe yol açmış, sosyal devletin piyasadan çekilmesi ve özelleştirilmelerden kaynak sağlanamaması nedeniyle sosyal yardımlar ve maaş ödemeleri yapılamamış, işsizlik oranları hat safhaya yükselmiş, kişilerin hayat standardı Sovyet Rusya döneminden çok daha alt seviyelere düşmüştür.

Gerekli kurumsal, ekonomik ve hukuksal alt yapılar tamamlanmadan serbest piyasa ekonomisine geçilmeye çalışılması belirli bir sınıfı zenginleştirmiş, serbest sermaye piyasasına geçilmesiyle birlikte elde edilen haksız kazançlar kolaylıkla yurtdışına çıkarılmış ve hazinenin içi boşaltılmıştır. Yurtdışından sağlanan milyarlarca dolarlık borçlar da bu şekilde uçup gitmiştir.

1998 de Güneydoğu Asya krizinin de etkisi sarsıcı olmuş, bu bölgeye yapılan ihracattaki azalış ve petrol fiyatlarının dibe vurması sonucunda devalüasyon kaçınılmaz olmuş, IMF'nin sağladığı para yardımı da bu süreci engelleyememiştir.

Moratoryum ilanı ve devalüasyon sonucunda Rusya krize girmiş ve bunun etkisi ABD dahil diğer tüm ekonomilerde hissedilmiştir.

Bu krizin Rusya ya sağladığı tek olumlu etki devalüasyon ile birlikte Rusya'nın ithal mallarla rekabet eden sektörlerinin gelişmesi ve ithalat oranlarının düşmesiyle birlikte yerli üretimin bu ürünleri ikame etmeye başlaması olmuştur. Bu da Rusya'nın reel ekonomisinde büyümeye yol açmıştır.

2.4.5 Güneydoğu Asya Ve Rusya Krizlerinin Türkiye'ye Etkileri

Güneydoğu Asya krizi tüm dünyayı etkisi altına alırken Türkiye'ye girişi 1998 yılının ortalarını bulmuştur. Krizin Türkiye üzerindeki etkileri hem doğrudan hem dolaylı olarak gözlenmiştir.

Krizin etkisiyle Asya ülkelerinin yerli para birimlerinde yaşanan devalüasyonlar, Türkiye'nin bu ülkeler karşısındaki rekabet gücünün düşmesine

⁵² Joseph E.Stiglitz, **A.g.e.**, sf. 166-167

neden olurken, bu bölgeye sattığı ham madde ve ara malların ithalatında da azalmaya yol açmıştır ve Türkiye'nin ihracat gelirlerinde ciddi bir gerileme yaşanmıştır.

Bununla birlikte krizin Rusya'yı da etkisi altına alması dolaylı yoldan Türkiye'ye de zarar vermiş, Rusya'ya yapılan ihracat ve Rusya'dan Türkiye'ye gelen turist sayısında gözle görülür bir düşüş yaşanmıştır.

Bu dönemde dünyada durgunluk yaygınlaşırken eş anlı olarak dönemin Türk hükümeti enflasyonu düşürme çalışmaları başlatmış ve IMF ile bir “yakın izleme” anlaşması imzalamıştır.

Bu program ile 1998'de Türk ekonomisinin gidişatı, krize rağmen olumlu etkiler bırakmış, küçük bir oranda GSMH'da artış yaşanmış, CİB önemli ölçüde fazla vermiş ve borç stoklarında ise önemli bir artış yaşanmamıştır.

Ancak bu programın başarısız olduğu noktalarda oluşmuştur. Enflasyon hedefi tutmamış, enflasyonu düşürmek amacıyla özel nihai tüketim harcamalarında ki artış durma noktasına gelmiş, sermaye artışı gerilemiş, inşaat ve imalat sektöründe duraklamalar meydana gelmiştir. Ülkeye sermaye girişinde ise negatif yönlü bir gelişme yaşanmıştır.

Bu duruma 1999 yılında yaşanan diğer sosyal ve siyasal olumsuzluklarda eklenince IMF ve hükümet arasında stand-by anlaşması imzalanmıştır. Anlaşmaya göre IMF programının 3 yıl süreyle uygulanması ve bunun karşılığında Türkiye'ye 10,4 Milyar Dolar yardım sağlanması kararlaştırılmıştır. Programın bir boyutu makroekonomik istikrar yönünde enflasyonun düşürülmesi, diğer boyutu ise hızlı bir serbestleşme politikası uygulanmasıyla ilgili olmuştur.⁵³

Bu program, uygulanmaya başlandığı 2000 yılında ekonomide büyük çapta bir tahribata yol açmış ve başarısızlıkla sonuçlanmıştır. IMF ile yapılan stand-by anlaşması sonucunda Türkiye 2001 yılına yaşadığı ekonomik krizin içine doğru sürüklenmiştir.

⁵³ Gülten Kazgan, **A.g.e.**, sf.261-280

Programın makro-istikrar boyutu şok bir enflasyon düşüşü öngörmüştür. Bunu sağlayabilmek içinse likidite artışı sınırlanmış, para talebindeki artışın faiz oranlarını yükselterek ülkeye sermaye çekeceği ve bu sermaye ile likidite ihtiyacının giderileceği öngörülmüştür.

Bununla birlikte, “döviz çıpası” uygulamaya sokulmuş, döviz fiyatındaki artışın enflasyon hızının altında tutulması yoluyla döviz kurunda istikrar sağlanacağı ve bu durumda dış piyasalarda bir güven ortamı yaratarak yabancı sermayeyi ülke içine çekeceği öngörülmüştür.

Programın diğer uygulamaları ise, faiz dışı bütçe fazlası vermek amacıyla kamu harcamalarının kısılması ve kamu gelirlerinin yükseltilmesi olmuştur. Bu sayede bütçe açıklarının düşürüleceği ve faiz baskısının azalacağı öngörülmüştür. Kamuya kaynak sağlamak amacıyla büyük ölçekli KİT’lerin özelleştirilmesi planlanmıştır.

Programın ilk 8 ayında 10 Milyar Dolardan fazla sermaye girişi olmuş, enflasyon %66,7’den, %48,4’e düşmüş, ancak bunlar yaşanırken CİB açığı 7 Milyar Dolara varmış ve TL’de aşırı değerlenme meydana gelmiştir.

Arjantin’i krize sokan “para kurulu” sistemi ve Asya Kaplanları’nı krize sürükleyen döviz çıpası sistemi bu işin taşıdığı rizikoları Türkiye’ye de yansıtmıştır.

2000 yılında yaşanan faiz hadlerinde ki hızlı düşüş TL’de ki aşırı değerlenmeye rağmen sıcak paranın getirisini %2’nin altına çekmiş, CİB açığında yaşanan büyüme ise devalüasyon belirtisi yaratmıştır. Tüm bu negatif etmenler ise giren sermayenin çıkışının hızlanmasına yol açmış, bununla birlikte yerli sermayede tıpkı yabancı sermaye gibi yurtdışına çıkmış, CİB açığından kaynaklanan kısa vadeli dış borçlar bankaların açık pozisyonlarının büyümesine ve borçlanmanın tehlikeli boyutlara varmasına sebep olmuştur. Yılsonunda kısa vadeli dış borçların TCMB net uluslar arası rezervlerine oranı %81 boyutuna yükselmiştir.

2000 yılının son aylarında açıklarını azaltarak hesaplarını kapatmaya çalışan bankalar TL sıkıntısı çekmeye başlamış, bu da faiz hadlerinin yükselmesine yol açmıştır. TL’de ki darlık ve iç faiz artışı krizin temel kaynağını oluşturmuş ve Demirbank gibi Türkiye’nin büyük ve sağlam bankaları arasında yer alan bir

bankanın elindeki hazine kağıtları nedeniyle sarsılması son nokta olmuştur. Bu durumun sonucunda 2001 ekonomik krizi patlak vermiş ve Türkiye yeniden krizden çıkış uygulamaları sürecine girmiş.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 ULUSLAR ARASI MORTGAGE KRİZİ, ETKİLERİ VE SONUÇLARI

2007 yılında sinyallerini veren ve 2008 yılında Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle birlikte tam anlamıyla bir bomba etkisi yaratarak ortaya çıkan Mortgage Krizi daha önce yaşanan uluslar arası ekonomik (küresel) krizlerden farklı olarak A.B.D kaynaklı bir krizdir. Bu yönden 1929 Bunalımı ile çıkış noktası konusunda benzerlik göstermektedir. Tıpkı 1929 Bunalımı'nda olduğu gibi, bu krizde yatırım bankacılığı işlemleri sonucunda ortaya çıkmıştır. Ancak bu krizde kullanılan enstrümanlar 1929 Bunalımı enstrümanlarından oldukça farklıdır. Kriz gidişatı açısından da diğer krizlerden farklılık göstermektedir.

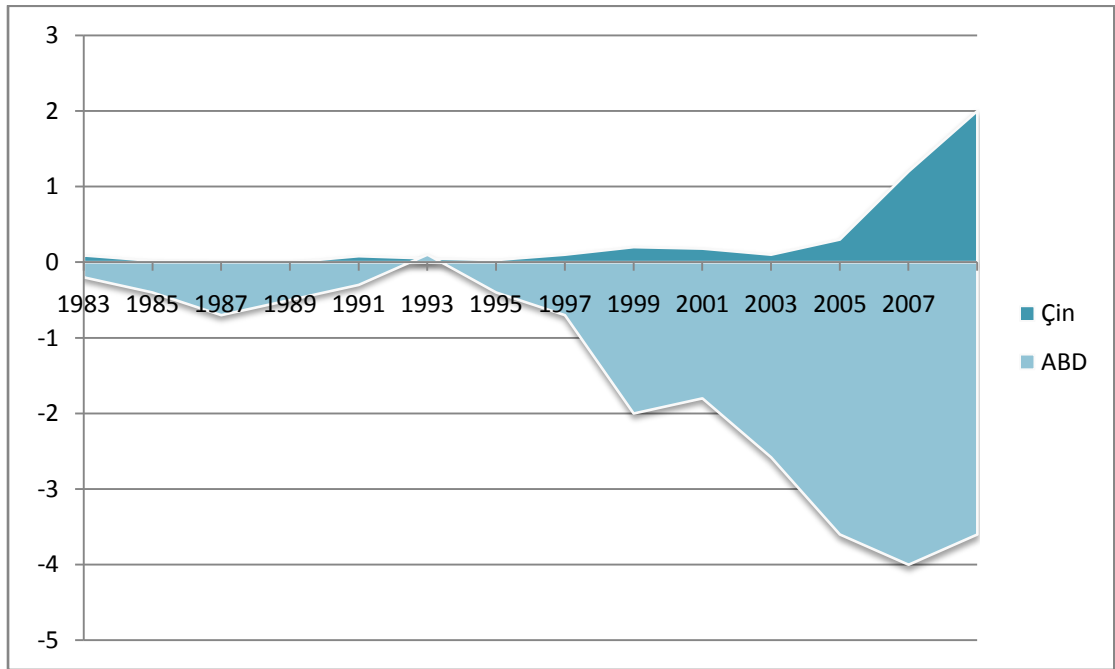
Söz konusu krizin ortaya çıkma sebebi “Sub-prime” (eşik altı) şeklinde tanımlanan A.B.D. menşeli kredilerdir. A.B.D. finans piyasalarında kredi tanımı “prime” ve “sub-prime” olarak ikiye ayrılmış olup, yeterli gelire ve iyi bir kredi siciline sahip kişiler Amerikan bankacılık sektöründe “prime müşteri” adıyla tanımlanmıştır. “Sub-prime” müşteriler ise düşük bir gelir grubunu temsil etmekte olup, kredibiliteleri düşük bir kesim bu tanımda baz alınmaktadır.

Bu nedenle sub-prime kredi müşterileri prime müşterilere kıyasla daha düşük tutarda kredilere daha yüksek oranda faiz ödeyerek finanse edilmektedirler. Bunun sebebi Sub-prime müşterilerin kullanacağı kredilerin, krediyi alan kişiler içinde, krediyi kullandıran kurumlar içinde çok büyük oranda risk taşımalarıdır.

Ancak 2006 yılından bu yana düşük faiz oranlarının teşvikiyle birlikte Sub-prime kredi tipi mortgage piyasalarında hızla artış göstermiş ve mortgage piyasaları 2008 krizinin temellerinin atıldığı odak noktası haline gelmiştir.

Küresel krize ortam hazırlayan bir diğer etmen ise, başta Çin olmak üzere Asya ülkeleri ve Avrupa Birliği ihracatçı ülkelerinin cari işlemler fazlası ile finanse edilen ABD'nin dev cari işlemler açığıdır. ABD'nin 2004-2007 döneminde büyük oranda açık veren merkezi kamu bütçesi ile 2004 yılından bu yana yıllık 500 milyar Doların üzerinde seyreden cari işlemler açığı krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Şekil -7 1983- 2007 Döneminde Çin ve ABD Cari İşlemler Hesabı (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu, Rapor 2009-6

Yukarıda yer alan Şekil-7'de de görüldüğü gibi, Çin 2005 yılından itibaren cari işlemler hesabında fazla verirken, A.B.D.'de tam tersi bir gidişat görülmektedir. 1997 yılından itibaren hızlı bir şekilde artış gösteren A.B.D. cari açığı krizin ortaya çıktığı 2007 yılından tavan noktaya ulaşmıştır.

ABD'nin tam anlamıyla bir tüketim toplumu oluşturduğunu gösteren bu veriler Sub-prime mortgage piyasalarını genişletmiş ve ekonomideki dengesizlikler etkilerini ilk önce 2006 yılında ABD tut-sat (mortgage) piyasalarında başlayan dalgalanma ile göstermiştir.

Bu dalgalanma 2007 yılında kredi daha sonraki dönemde ise likidite krizine dönüşmüş ve ABD ekonomisinin dünya ekonomisindeki boyutu nedeniyle küresel bir krize yol açmıştır.

2008 Sub-prime mortgage krizinin bu derece etkili, yaygın ve derin olmasında bir diğer etken ise yaygınlaşan ve neredeyse tüm dünyada kullanılan bir yatırım türü haline gelen hedge fonlardır (kaldıraç). Hedge fonları bu kadar cazip kılan sebep ise 2000 yılı Amerikan borsalarında yaşanan %10'luk düşüşe karşılık hedge fonların aynı dönemde %4,9 getiri sağlaması olmuştur.

2002 yılında borsalardaki kayıp %23 e varmışken, hedge fonlardan elde edilen %3 lük getiri, hedge fonların borsaların düştüğü, bir ortamda dahi iyi bir performans sergileyebildikleri yönünde bir imaj yaratmıştır. Bu imajın getiri ise, 2000 yılında toplam 500 milyar Dolarlık bir fon büyüklüğüne sahip hedge fonların, 2004 yılında 1 trilyon Dolara, 2008 'in başında ise 2 trilyon Dolar büyüklüğe ulaşması olmuştur.⁵⁴

Hedge fonlar zengin yatırımcılar için tasarlanmış, yatırım stratejileri bakımından kısıtlanmayan yatırım fonları olarak tanımlanabilirler. Yatırımcıların zenginlerden oluştuğu ve kendi başlarının çaresine bakabildikleri varsayıldığı için, hedge fonlar diğer halka açık yatırım fonlarının aksine denetimden geçirilmemektedirler. Hedge fon yöneticilerinin tek sorumlulukları yatırımcıları ile yapmış oldukları anlaşmalardır.

Amerika'da faiz oranlarının düşük, gayrimenkul fiyatlarının ise yüksek seyredeceğine yönelik olan inanç neticesinde hedge fonlar, Sub-prime mortgage kredilerini de içeren türev ürünleri de kullanarak, aşırı rekabet ortamında düşen kar marjlarını da telafi etmek amacıyla kaldıraç oranlarını artırmış ve 4-5 yıl süresince büyük getiriler sağlamıştır.⁵⁵ Ancak konut fiyatlarındaki yükseliş yerini düşüşe bırakmaya başlayınca ve riskler de birer birer gerçekleşince hedge fonlar kazandıklarından çok daha fazlasını kaybetmeye başlamış ve bunun sonucunda piyasaları türev ürünlere ve hedge fonlara açık tüm ülkeler Amerika'da yaşanan Sub-prime mortgage krizinin etkisi altına girmiştir.

⁵⁴ İnan doğan, "Hedge Fonların Sonu Geldi mi?", **Türkishtime**, 2008, sf. 51-53

⁵⁵ Michael Spence, "From Global Imbalances to Effective Global Governance", (Çevrimiçi) <http://www.project-syndicate.org/commentary/spence2/English>, 2008,

Sub-prime mortgage kredilerinin doęu Amerikan piyasalarındaki durgunluğu giderme amacıyla faiz oranlarının dūşürölmesi ve piyasaya bu yolla likidite enjekte edilmesine dayanmaktadır. Amerikan Merkez Bankasının piyasaya likidite enjekte etmesi yatırım fazlası olan Amerikan ekonomisinde, söz konusu fazladan paranın verimli yatırımlara yönelik kullanımını engellemiş ve likidite fazlasının dūřık faiz oranları fonlara kolay ulaşım ve hesapsızca boręlanmayı teşvik etmesine neden olmuştur.

Sub-prime mortgage piyasasının oluşumundan 2001 yılında patlak veren internet balonunun etkileri görölür. 2001 yılında iflas eden teknoloji şirketleri ve daha başka biręok iflas sebebi ile bu şirketlere yatırım yapan pek ęok yatırımcı tazminat ödemek zorunda kalmış ve borsada büyük dūřuřler yaşanmıştır.

Yařanan kriz ortamından ęıkılabilmesi amacıyla FED faizlere müdahale etmiş ve faiz oranları %7 den % 1'e gerilemiştir. Faiz oranlarındaki bu dūřuř kredi veren kuruluşları, kredi notu uygun olmayan kişilere bile kredi verme konusunda yüreklendirmiş ve böylelikle söz konusu gayrimenkul yatırımları için uygun ortam oluşmuştur.

Bunun sonucunda ise dūřık gelir grubuna yüksek faizle verilen konut kredileri doğmuştur. Sub-prime mortgage kredileri, konut fiyatlarının sürekli bir şekilde yükseleceği varsayımı üzerine oluşturulmuş ve bu nedenle de bankalar bu derece büyük riskler almışlardır.

Yüksek faizle kredi kullanan kişilerin (Sub-prime –eřik altı) piyasaya girmesi sonucu bankaların varsayımları geręe dönüşmüş ve gayrı menkul fiyatları hızlı bir artış göstermiştir. Kredi kullanan kesim ise yüksek faize razı olmuş ve kredileri geri ödeyemeseler bile yükselen gayrı menkul değerleri nedeniyle ellerinde bulunan gayrı menkullerin satışı sonucunda yüksek getiri elde edilebileceğini dūřünmüřlerdir.

Bununla birlikte, türev ürün piyasalarındaki yaratıcılığında teşvikiyle yeni bir bankacılık modeli oluşturulmuş ve ipotek kredileri başkalarına satılabilir hale

getirilmiştir. Konut fiyatlarındaki sürekli yükseliş ile birlikte aynı teminata dayalı araba ve ihtiyaç kredileri de Sub-prime müşterilere tahsisi edilmiştir.⁵⁶

Böylelikle yeniden finans usulüne dayalı birçok farklı ipotek kredisi türü icat edilmiş ve yatırım bankacılığı bu ürünleri satın alarak, riski küçük parçalara bölmek suretiyle başkalarına devretmiştir.⁵⁷

Söz konusu türev ürünler sadece ABD’de satılmakla sınırlı kalmamış Avrupa’da da birçok ülkede alıcı bulmuştur. Yaşanan kriz sonrasında toksik ipotek kredilerinin nerdeyse yarısının ihraç edildiği anlaşılmıştır.⁵⁸

Mortgage piyasalarındaki Sub-prime mortgage oranı 1996 yılında %9 iken 2004 yılından itibaren hızla artış göstermiş ve 2006 yılında %20’lere kadar yükselmiştir. Ancak 2006 yılında gayrimenkul piyasalarında başlayan durgunluk ile birlikte, gayri menkul fiyatlarında düşüşler başlamıştır.

Aynı dönemde Amerikan Merkez Bankası FED’in faiz arttırımına gitmesi ile birlikte zaten yüksek faizden risk alan kredi borçluları daha da zor duruma düşmüş, özellikle de değişken faizli kredi tipini seçen borçlular kredi ödemelerini yapamaz hale gelmişlerdir.

Aynı dönemde ABD ‘de aktif büyüklüğü 1 trilyon Doları geçen banka kredilerinin %60’ının konut sektörüne plase edilmesi ve yaşanan gayri menkul değerlerindeki düşüş ile faiz oranlarındaki artış nedeniyle kredilerin geri dönmeme riski sonucunda, FED faiz arttırma politikasından vazgeçerek, faiz oranlarını kademeli bir şekilde 2007 Haziran ayından itibaren düşürmüştür.

Ancak kredi borcu bulunan bireylerin yüksek faiz oranlarından kullandığı kredileri geri ödeme yükünü taşıyamaz hale gelmeleri ve gayrimenkul piyasasında başlayan durgunluk nedeniyle, bankalara ipotekli gayrimenkullerin teminat değerlerinin düşmesi sonucunda ellerindeki gayrimenkullere alıcı bulamamaları sebebiyle kullandırılan kredilerde aksamalar başlamış, bunun sonucunda gayri menkul fiyatlarındaki düşüş sebebiyle, verilen krediler teminat açığına düşmüştür.

⁵⁶ Dani Rodrik, “Who Killed WallStreet?”,

(Çevrimiçi) <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik24/English>, 2008

⁵⁷ İnan Doğan, **A.g.e.**, sf. 51-53

⁵⁸ Joseph Stiglitz, “Çıkış Yolu”, **Time International**, 2008, sf. 5-11

Kredilerin geri ödenememesi sonucu türev ürünler getiri sağlamak bir yana, kaldıraç etkisi nedeniyle pek çok yatırımcının zarar etmesine yol açmıştır.

Kredi borçlarını ödeyemeyen kişilerin ipotek verdikleri gayrimenkullere bankalar tarafından el konulmuş ancak piyasada bulunan gayrimenkul fazlası ve durgunluk neticesinde, bu gayrimenkullerin satışı yapılamamış veya gayrimenkuller çok düşük değerlere satılmıştır. Bu sebeple krediler teminatsız kalmıştır.

Mortgage kredilerinin de içinde bulunduğu türev ürünleri kullanan yatırımcılar ise Amerika'da başlayan mortgage krizi nedeniyle yatırım fonlarından paralarını çekmek istemiş, ancak yatırım şirketlerinin ellerinde geri ödeme yapacak kaynak bulunmamasından ötürü mevduat sahiplerine ödeme yapılamamıştır. Bu durum sonucunda milyarlarca Dolarlık fonlar neredeyse değersiz hale gelmiştir.⁵⁹

Söz konusu süreç içerisinde birçok yatırım şirketi, aracı kuruluş ve banka iflas etmiştir. Fonlarının battığı haberini ilk haber veren kuruluş 2007 Haziran ayında 2,6 milyar Dolarlık fonunu kapatan, ABD'nin 5. büyük aracı kurumu, dünyanın en büyük hedge fon yöneticisi ve ABD'nin 2. büyük mortgage tahvilleri ihracatçısı konumundaki uluslararası yatırım bankası Bear Stearns olmuştur.

Bear Stearns'ta yaşanan çöküşün 2008 yılında da devam etmesinin üzerine, Amerikan hazinesi duruma müdahale etme gereği duymuş ve Merkez Bankasının da araya girmesiyle Bear Stearns'ın hisseleri hisse başına 10 Dolardan JP Morgan'a satılmıştır. FED söz konusu iki bankanın birleşmesinin ardından, bu iki bankanın toparlanması amacıyla 29 milyar Dolarlık bir kaynak aktarımında bulunmuştur.

Bear Stearns'ta yaşanan çöküşün bir benzerine Fannie Mae ve Freddie Mac isimli iki konut finansman bankası takip etmiş, Fannie Mae ve Freddie Mac batmak üzereyken devletleştirilmiş ve bu iki bankanın kurtarılması için 200 milyar Dolarlık bir kaynak sağlanmıştır.⁶⁰

2008 Eylül ayında ABD'nin en büyük beş bankasından biri olan Lehman Brothers da daha önceki Amerikan finans kuruluşlarına benzer iflas sinyalleri vermeye başlamış, ancak FED'in daha önceki kurtarma operasyonları ve bu

⁵⁹ Nouriel Roubini, "Evet Gökyüzü gerçekten Çöküyor", **Küresel Kriz ve Sonrası**, *Türkishtime*, 2008, sf.13-15

⁶⁰ **A.e.**

operasyonlarda kullanılan kaynağın vergi mükellefleri tarafından karşılanmış olmasına yönelik eleştiriler nedeniyle Merkez Bankası, Lehman Brothers için herhangi bir kurtarma operasyonu düzenlememiştir.⁶¹

Lehman Brothers'ın müşterilerinin büyük kuruluşlardan oluşmasına güvenen ABD hazinesi, daha fazla kamuoyu tepkisi çekmemek adına söz konusu kuruluşun alacaklıları tarafından kurtarılmasını beklemiştir. Alacaklıların büyük yatırımcı kurumlar olması nedeniyle Lehman Brothers'ın iflas etmesini göze alamayacakları düşünülmüştür. Ancak beklentiler gerçekleşmemiş ve Lehman'ın hisse senetlerini almak için devreye giren Barclays Bank ve Bank of Amerika da son anda tekliflerini geri çekince Lehman Brothers iflas ettiğini ilan etmiştir.

Lehman Brothers'ın iflası küresel piyasaları karıştırmış, büyük bir şok ve panik havası yaratmıştır. Söz konusu kuruluşun iflas etmesi dünyanın çok ciddi bir finansal kriz ile karşı karşıya olduğunu göstermiştir.

Lehman Brothers'ın iflasının ardından geçen iki gün içerisinde Amerika'nın önde gelen sigorta şirketlerinden AIG'in de iflas çanları çalmaya başlaması üzerine harekete geçen ABD hazinesi 85 milyar Dolarlık bir kaynak aktarımında bulunarak, yeni bir kurtarma operasyonu düzenlemiş ancak yine de krizin fırtına etkisi yaratarak tüm dünyayı sarmasını engelleyememiştir.⁶²

FED bu kurtarma operasyonunun sebebini AIG'in yatırımcılara finans sigortası sağlayan bir kuruluş olması nedeniyle, iflas etmesi halinde dünyada ve Amerika'da zincir reaksiyona sebep olabileceği şeklinde açıklamıştır.

FED ve ABD Hazinesinin teorileri Lehman Brothers'ın müşterilerinin daha çok büyük kurumsal yatırımcılar olması ve AIG, Freddie Mac, Fannie Mae ve Bear Stearns'ın müşterilerinin ise 100 milyonlarla ifade edilen geniş halk kitlelerinden oluşması nedeniyle, söz konusu şirketlerin iflas etmesi durumunda ortaya çıkacak sarsıntının, Lehman'ın iflasında yaşananların aratacağı yönünde gelişmiştir. Bu nedenle ABD Hazinesi ve FED bu stratejiye yönelik kurtarma planları ile hareket etmişlerdir.

⁶¹ Dani Rodrik, **A.g.e**

⁶² Nouriel Roubini, **A.g.e.**, sf. 13-15

Söz konusu kurtarma operasyonları krizin patlak vermesini engelleyememiş ve ABD Hazinesi ile FED'in vergi mükelleflerine ağır bir yük yükleyerek Wall Street'i kurtarma yönünde adımlar attıklarına dair eleştirileri gündeme getirmiştir. New York Üniversitesi Ekonomi Profesörü Nouriel Roubini, artık “finansal sistemde karın özelleştirildiğini, zararın ise sosyalleştirildiğini” açıklayarak bu yöndeki eleştirilere destek vermiştir.

2007 yılı Ağustos ayından itibaren kendisini Sub-Prime Mortgage piyasalarında göstermeye başlayan finansal kriz, 2008 Mart ayından itibaren hane halkı ve girişimcilerin güvenini olumsuz yönde etkileyerek bir reel sektör krizine dönüşmeye başlamış ve 2008 Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflasıyla bu dönüşüm tamamlanmıştır.

Reel sektörde oluşan bu güvensizlik ortamı bir süre sonra yerini durgunluğa bırakmıştır. Öncelikli olarak Amerikan piyasalarında yaşanan durgunluk (resesyon) çok kısa bir süre içerisinde başta Avrupa ülkeleri olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına almıştır.

3.1 Lehman Brothers'ın Dünyayı Sarsma Nedeni

ABD Hazinesine göre Lehman Brothers ABD'nin sayılı beş bankasının arasında yer alan büyük bir finans kuruluşudur. Ancak Lehman Brothers'ın 2008 Eylül ayında iflas etmesinin yarattığı zarar bilançosuyla durumun gerçekte bu kadar basit olmadığı anlaşılmıştır.

Lehman'ın iflasıyla birlikte kamu güveni sarsılmıştır. Bunun nedeni Lehman Brothers'ın dünyanın dört bir yanında tahvil satışı gerçekleştiren yan kuruluşlarının bulunmasıdır.

Buna bir örnek vermek gerekirse, kredi balonu zamanında çok fazla tanınmayan Amsterdam merkezli Lehman Brothers Treasury'nin 35 milyar Dolar değerinde şüpheli tahvil ürettiği ve şirket iflas ettiğinde bu rakamın ana şirketin toplam tahvil borcunun $\frac{1}{4}$ ine denk geldiği ortaya çıkmıştır. Söz konusu tahvillerin birçoğu – yan kuruluşlar tarafından- Avrupa ve Asya'da küçük yatırımcılara satılmış ve böylelikle kitleler ile “yüksek finans” bir araya getirilmiştir.

İngiltere’de yaklaşık 6000 emekli bu tahvillerden satın almış olup, Asya’da söz konusu tahvillerin bir kısmı yanında dijital kameralar ve LCD televizyon hediye etmek kaydıyla kitlelere pazarlanmıştır.⁶³

Lehman gibi diğer yatırım kuruluşları da ABD dışındaki ülkelerde binlerce yan şirket kurmuş ve trilyonlarca Dolar değerinde riskli “türev ürün” satmıştır.Söz konusu türev ürünler ana şirketler tarafından “ garantilendikten sonra”, yan şirketler tarafından dünyanın dört bir yanına pazarlanmıştır.

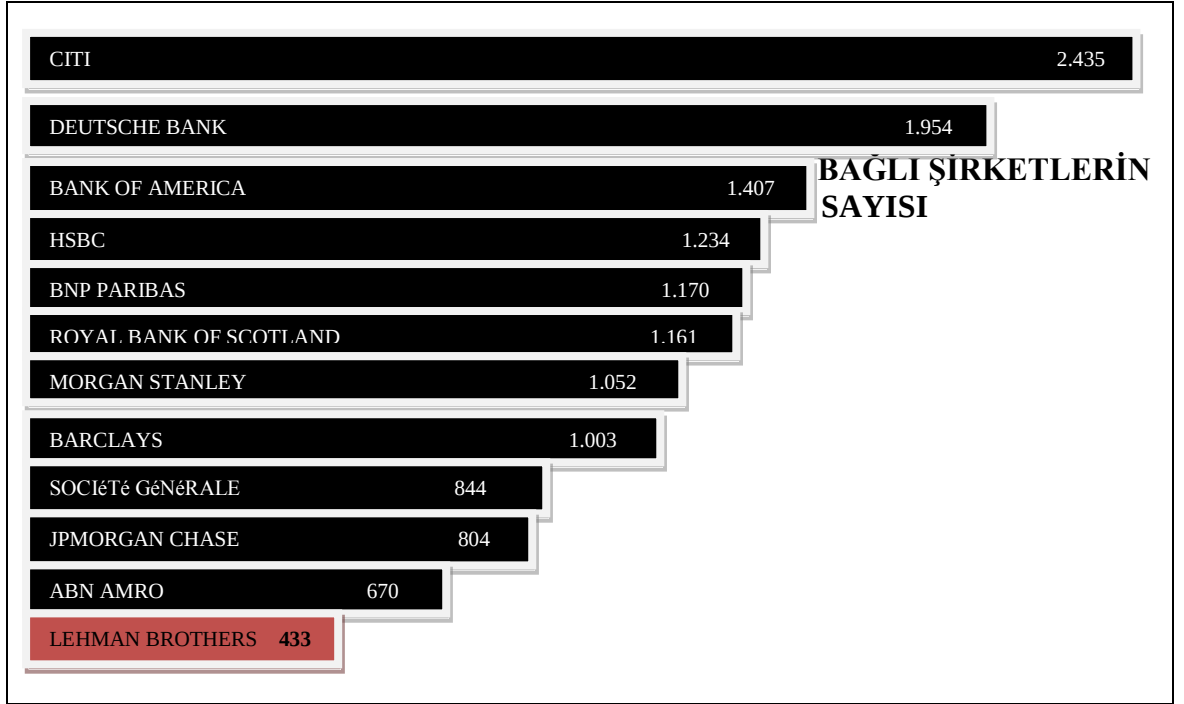
Lehman battığında, Çinli JA Solar Holding 100 milyon Dolar kaybederken, dünyanın dört bir yanındaki küçük yatırımcılar da kendilerine göre büyük kayıplar yaşamıştır.

Lehman çöktüğünde geride 433 yan şirket bırakmıştır. Bu sayı Citi Group ile karşılaştırıldığında küçük kalmaktadır. Citi Group’un 2400’ün üzerinde şirketi bulunmaktadır.

Wall Street’in yabancı piyasaları bu şekilde kapsaması nedeniyle, ABD’deki düzenleyiciler kimlere hangi ürünlerin satıldığını kontrol edememişler ve bu nedenle de ABD hazinesinin Lehman hakkındaki yargıları yanlış bir sonuç yaratmıştır.

⁶³ David Henry –Matthew Goldstein, “Bankaların Türev Ürün Satma Hırsı Her Ölçekten Yatırımcıyı Nasıl Mağdur Etti?”, **Business Week**, 2009

Tablo -7 KÜRESEL AĞ BAĞLANTISI



Kaynak: BusinessWeek Türkiye, 2009

Lehman Brothers ana şirket olarak sadece büyük yatırımcılarla çalışmış ancak yan şirketleriyle dünyanın dört bir yanında zararlara ve iflaslara sebep olmuştur. Lehman'ın batışı ile birlikte ABD hazinesi bazı şirketlerin küresel finans sistemiyle batamayacak kadar entegre olduğunu görmüştür.

Bu noktadan sonra Lehman Brothers gibi karışık yapıya sahip küresel yatırım kuruluşları ve bankaların nasıl küçültüleceği ile ilgili planlar yapılmaya başlamıştır. Bu planlardan biri, 1929 bunalımı döneminde çıkarılan ve ABD'de ticari bankaların yatırım bankalarına ve diğer kurumlara sahip olmalarını engelleyen bir yasa olan Glass-Steagall yasasının yeniden hayata geçirilmesidir.⁶⁴

1990'da yürürlükten kalkan bu yasa çok büyük risklerin birçok finans kuruluşuna dağıtılmasına yönelik hareket edilmesini sağlamaktadır. Bu tip fikir ve önerilerle finans kuruluşlarının etrafına sınırlar çizilmesi ve ürünlerinin denetlenmesi amacıyla çalışmalar yürütülmektedir.

⁶⁴ Theo Francis, "Küresel Bankacılığın Tehlikeleri", **Business Week**, 2009, sf. 33-37

3.2 2008 Finansal Krizinde Denetleme Kuruluşlarının Rolü

Dünyanın önde gelen en büyük kredilendirme kuruluşlarından Standard and Poors gelirlerine göre dünya kredilendirme pazarının %40'ını, Moody's %39'unu, Fitch de %16'sını elinde bulundurmaktadır. Finans piyasalarında “üç kız kardeşler” olarak adlandırılan S&P, Moody's, Fitch pazarın %95'ini ellerinde bulundurmakta ve kredi notu dendiğinde ilk akla gelen isimleri oluşturmaktadırlar.

Moody's 1909 yılında John Moody tarafından kurulmuş olup, S&P'un kuruluşu ise 1860'lara kadar uzanmaktadır. Üçüncü büyük olan Fitch ise 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından kurulmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel işlevi tahvil satın alacak yatırımcılara, devlet ya da özel sektör tahvillerinin güvenilirliği konusunda fikir vermektir. Söz konusu kredi kuruluşları şirket ve devletlerin finansal performanslarını ve ekonomik istikrar durumlarını denetleyerek, bu denetlemeler sonucunda kredi notu vermektedirler.

Ancak şirketlere, uluslar arası yatırım bankalarına ve ülkelere kredi notu veren bu kuruluşların kendileri hiçbir denetimden geçmemektedirler. Bu durum ise denetimden geçmeyen bu denetleme kuruluşlarının yaptıkları denetlemelerin ne kadar sağlıklı olduğu konusunda şüpheler yaratmaktadır.

Söz konusu şüphelerin ana çıkış noktası ise son zamanlarda yaşanan krizler sonrasında batan şirketlere, bu denetleme kuruluşları tarafından kriz öncesinde yüksek kredi notları verilmiş olmasıdır.⁶⁵

Söz konusu kuruluşlar hakkında şüphelere yol açan diğer bir nokta ise, derecelendirme kuruluşlarının çalışma biçimleridir. Kredi notu almak isteyen şirketlerin, kredi derecelendirme kuruluşlarına kendilerinin başvuruda bulunması ve kredi alabilmeleri için gerekli ödemeyi şirketlerin kuruluşa kendilerinin yapması, bu denetim kuruluşlarının karar verme aşamasında ne derece objektif davranabildiklerinin sorgulanmasına sebep olmuştur.⁶⁶

⁶⁵ Akın Nazlı, “Üç Kız Kardeş İstim Üstünde”, *Turkishtime*, 2008, sf.25-26

⁶⁶ İlker Parasız, *A.g.e.*, sf. 124-125

Denetim kuruluşlarının eleştirisi aldıkları diğer bir nokta ise, gidişatı kötü şirketlerin kredi notlarını düşürmede geç kalmaları, şirket yöneticileri ile çok yakın ilişkilerde bulunmaları ve oligopolist olarak piyasaya başka kuruluşların girmesine izin vermemeleridir.⁶⁷

Bu duruma verilebilecek ilk örnek, 2001 yılı Enron Skandalında söz konusu üç şirketin (üç kız kardeşler) , Enron iflasını açıklamadan 4 gün önce bile şirketin kredi notunu değiştirmemiş olmalarıdır.

2007 yılında krizin yavaş yavaş sinyallerini vermeye başlaması ile birlikte söz konusu derecelendirme kuruluşlarına karşı birçok eleştiride ve uyarıda bulunulmuştur. 2008 yılında çok büyük bir patlamaya neden olan uluslararası Mortgage krizinin bu boyutlara ulaşmasında riski olduğundan daha düşük gösteren kredi derecelendirme kuruluşlarının da etkilerinin büyük olduğu yönündeki eleştiriler devamlı olarak gündeme getirilmiştir.

Ancak ne kadar tartışılır ise tartışılсын reyting kuruluşları bundan önce nasıl davrandırlarsa aynı şekilde hareket etmeye devam etmektedirler. ABD de Kasım 2007’den beri söz konusu kuruluşların denetlenmesi ve faaliyetlerinin düzenlenmesi konusunda başlatılan çalışmalara devam etmektedir.

3.3 Dolar Rezerv Para Olma Özelliğini Kaybedecek mi?

2008 Mortgage Krizinin çıkış noktası olan ABD, krizde büyük yaralar almış olsa da halen dünya ticaretinin 1/3’üne hükmetmektedir. Dünya üzerindeki toplam döviz rezervinin %70’i Dolar cinsinden olmakla birlikte, en yakın takipçisi Euro, döviz rezervlerinin %25’ini oluşturmaktadır.

Yıllardır petrol, bakır ve enerji sektörüne ait diğer dış ticaret ürünleri Dolar üzerinden alınıp satılmaktadır. Bununla birlikte dünya üzerindeki ülkelerin birçoğunun döviz rezervlerinin önemli bir miktarının para birimi yine dolardır. Dolar üzerinden rezervlerini oluşturan ülkelerin başında Çin gelmektedir. Çin’in elinde yaklaşık 2,3 trilyon Dolar tutarında döviz rezervi bulunmaktadır. Bu rezervin %70’i Dolar cinsindendir.

⁶⁷ Gülten Kazgan, **A.g.e.**, sf. 232

Ancak kriz öncesindeki dönem de dahil olmak üzere son birkaç yıldır doların rezerv para olma özelliğini kaybedeceği yönünde düşünceler yaygınlaşmıştır. Özellikle de 2008 krizi ile birlikte Amerika'nın içerisine girdiği olumsuz ekonomik durum sonucunda bu düşünceler daha da netleşmiştir.

Doların yerine rezerv para olmaya aday para birimleri olarak; başta Euro olmak üzere birçok seçenek öngörülmektedir. Çeşitli düşüncelere göre Euro'yu, Japon Yeni, İsviçre Frankı ve hatta büyüme rekortmeni Çin'in para birimi Yuan takip etmektedir.

Bu düşüncelerin güçlenmesinde Amerikan ekonomisinin uzun yıllardır devam eden cari açığı da etkili olmuştur. Bu cari açığın karşılanabilmesi amacıyla sürekli para basılmış ve yurtdışına Dolar ihraç edilmiştir. Krizin de etkisiyle yurtiçinde ve yurtdışında hızla artış gösteren Dolar miktarına karşın Doların değeri düşmemiştir. Bunun nedeni ise Çin, Japonya gibi ülkeler ve OPEC gibi kuruluşların Doların değer kaybında olumsuz etkilenecek olmalarından ötürü, Doları güçlendirmek adına yıllardır yüksek miktarlarda Dolar satın almış olmalarıdır. Böylelikle Amerika'ya gerçekleştirilen ihracat oranlarında da bir azalma söz konusu olmamıştır.

Ancak yine de 2008 krizine kadar yeni bir rezerv para yaratılması düşüncesi devam etmiştir. Bununla birlikte küresel bir rezerv para birimine sahip olabilmenin belirli kısıtları bulunmaktadır. Öncelikle büyük ve açık bir ekonominin varlığı gerekmektedir. Çok gelişmiş ve likiditesi bol mali piyasalara ve konvertibilitesi yüksek, herkes tarafından kabul gören, uluslar arası ticarete büyük işlemleri çevirebilen bir para birimine ihtiyaç vardır. Aynı zamanda siyasi istikrar, küresel olarak önem arz etme ve uzun bir geçmişe dayanan ekonomik büyümenin varlığı da gerekmektedir.⁶⁸

Rezerv para olma konusunda Doların en yakın rakibi Euro'dur. Avrupa ekonomisinin de genel olarak piyasaları gelişmiş ve derindir. Euro konvertibilitesi yüksek ve saygın bir para birimidir. Ancak Avrupa birliği politik ve ekonomik istikrar konusunda sürekli olarak sorun yaşamaktadır. Kendi bünyesinde

⁶⁸ İhsan Işık, "Kriz Doları tahtından indirdi mi?", **Zaman Gazetesi**, 2009

bulundurduğu İngiltere gibi önemli ve büyük bir ülkenin bile Euro'ya dahil olmaması bir handikap oluşturmaktadır.

Bununla birlikte Avrupa Birliği askeri ve politik ortak bir gücün varlığından da yoksundur. Aynı zamanda Avrupa Birliği'ne giriş ve çıkış şartlarının çok ağır olması nedeniyle ayrıcalıklı bir elitler kulübü yapısında olması, birliğe birleşik bir dünya gücü değil, bölgesel bir topluluk görüntüsü vermektedir.

2008 krizinde yaşananlardan Avrupa Birliği'nin para birimi Euro'nun rezerv para birimi olabilmek için yetersiz olduğu kanıtlanmıştır. Krizden Avrupa Birliği ülkelerinin farklı şekillerde etkilenmiş olması nedeniyle, farklı çözüm yollarına ihtiyaç duymaları ve genel itibarıyla kendi başlarının çaresine bakmaları Euro'nun Dolar karşısında zayıf bir rakip olduğunu göstermiştir.⁶⁹

Doların bir diğer rakibi Japon Yeni de tıpkı Euro gibi bir takım eksikliklere sahiptir. Bilindiği üzere Japonya ekonomisi büyük ölçüde ihracata dayalı olduğundan aşırı değerli bir para birimi ekonomi açısından negatif özellik taşımaktadır. Bu nedenle de Japonya ekonomisi zayıf bir para birimini tercih etmektedir. Bununla birlikte Japonya'nın uluslararası alanda kabul görmesi özellikle de aynı bölgede bulunan ülkeler açısından pek de mümkün değildir.

Yeni rezerv para birimi olabileceği düşünülen İsviçre Frankı ise güçlü bir para birimi olmasına rağmen, İsviçre ekonomisinin küçük bir ekonomi yapısına sahip olması ve bankacılık sisteminin kapalılığı nedeniyle İsviçre Frankının rezerv para olabilmesi mümkün değildir.

Rezerv para olabileceği düşünülen Yuan için de Japon Yenine benzer eksiklikler geçerlidir. Çin ekonomisinin ihracata dayalı olması nedeniyle değerli bir para birimi ekonomiyi olumsuz etkileyecektir. Bununla birlikte sınırlı sermaye hareketleri ve Yuan'ın konvertibil olmamasıyla birlikte Çin bankacılık sisteminin kırılgan yapısı da Yuan'ın rezerv para olamayacağını kanıtlamaktadır.

Tüm bu ayrıntılar ışığında Doların rezerv para tahtında oturmaya devam edeceği açıktır. Ancak Doların sağlıklı biçimde rezerv para olması özelliğini

⁶⁹ Desmond Lachman, "Europe Catches Pneumonia", (Çevrimiçi) <http://www.aei.org/outlook/28879>, 2008

koruyabilmesi için ABD'nin güç sarhoşluğundan çıkarak yaşanan sarsıntılı krizden gerekli dersleri alması gerekmektedir.

3.4 Krizin Avrupa Üzerindeki Etkileri

2008 krizi öncesinde ekonomistlerce sürekli olarak, ABD ile AB'nin ekonomik olarak birbirinden bağımsız iki ayrı güç olduğu ve bu nedenle de ABD'de yaşanan herhangi bir ekonomik gerilemenin AB'yi pek fazla etkilemeyeceği yönünde görüşler ortaya sürülmüştür. Ancak 2008 Mortgage Krizi dünya piyasalarının birbirleri ile ne kadar entegre olduğunu ve birbirlerinin durumundan ne ölçüde etkilendiklerini göstermiştir.

Küreselleşme dalgası ile birlikte Wall Street piyasalarındaki toksik ipotek kredilerinden oluşan zehirli türevler tüm dünyaya satılmıştır. ABD'de de oluşan toksik ipotek kredilerinin yarısı ihraç edilmiştir.

Krizle birlikte artışa geçen batık ipotek kredileri birçok Avrupa bankasını da iflasa zorlamış, ABD'den ihraç edilen Mortgage ve türev ürün sektörleri nedeniyle Avrupa'da da hesapsızca kredi açma ve denetlememe yönünde zafiyetler ortaya çıkmıştır.

Tüm dünyadaki bankaların birbirlerinden borç alıp, birbirlerine borç verdikleri, karmaşık mali enstrümanları alıp sattıkları bir ortamda ABD'de batık kredilere yol açan kötü denetim mekanizması, Avrupa finans sistemini de olumsuz yönde etkilemiştir.

Avrupa ekonomisine bakıldığında, 2008 yazı sonunda başlayan vadeli şoklar sona ermeden durgunluğa girildiği görülmektedir. Dolayısıyla, hem durgunluk, hem şiddetli bir mali kriz ve hem de şiddetli bir bankacılık krizi yaşanmıştır.

Avrupa'da konut balonunun büyümesine izin veren ülkelerin başında İngiltere, İrlanda ve İspanya başı çekmiştir. Bu ülkeler başta gelmek suretiyle yaşanan sermaye kayıpları ve konut sektöründeki gerileme neticesinde, durgunluk beklenenden daha hızlı gelmiştir.

Durgunluk 15 ülkeden oluşan EURO Kuşağını ciddi bir baskı altına almıştır. 1998 yılında Milton Friedman'ın yaptığı uyarıda bahsettiği gibi, “Euro, ilk büyük küresel ekonomik durgunlukta gerçek anlamda test edilmiştir.”⁷⁰

Friedman bu uyarıyı, işgücü ve ürün piyasasında esnekliğe sahip olmadığını düşündüğü Avrupa'nın ABD ekonomisinin olduğu anlamda bir döviz kuşağı olamayacağına inanması nedeniyle yağıştır. Ekonomik bunalımlar döneminde Euro kuşağının para ve döviz kuru politikasına yönelik “herkese tek beden elbise” anlayışına ayak uydurmakta zorlanacak önemli Avrupa ülkelerinin çıkacağını düşünmüştür.⁷¹

Avrupa bu krizle birlikte savaş sonrası dönemin en şiddetli ekonomik durgunluğunu yaşamaya başlamıştır. İspanya'da konut piyasası balonu aşırı şişerek patlamış ve İtalya kamu maliyesi istikrarsızlık içerisine girmiştir. Bu iki büyük Avrupa ekonomisi kendi problemleri ile başa çıkabilmek amacıyla –Euro üyelikleri yasaklamasına rağmen- daha düşük faiz oranları ve daha zayıf paritelere ihtiyaç duymaktadırlar.

Avrupa'nın krizden etkilenecek resesyona girmesiyle birlikte, söz konusu kriz başladığında Avrupa'nın ABD'nin kendisine yapacağı ihracatlara izin vererek, krizin ABD ekonomisi üzerindeki darbelerini hafifleteceğine dair düşünceler çöpe atılmak zorunda kalmıştır.

2008'in 2. çeyreğinde Fransa, Almanya, İtalya ve İngiltere ekonomileri daralma sürecine girmiş ve İrlanda, İspanya, İngiltere'de aşırı şişen konut kredisi balonları patlamıştır.

Avrupa bankalarının da ABD'dekine benzer şekilde bilançolarında bozulmalar oluşmuş ve yanlış risk algıları taşıdıkları görülmüştür. Avrupa ülkelerinin hükümetleri de banka kurtarma operasyonları düzenlemek zorunda kalmışlardır.

Avrupa bankalarının kredi probleminin genel nedeni ise başta İsviçre ve İngiltere bankaları olmak üzere, büyük miktarda Sub-prime Mortgage kredisi dahil

⁷⁰Desmond Lachman, **A.g.e**, 2008

⁷¹ **A.e.**

olmak üzere, ABD'nin varlığa dayalı menkul kıymetlerini yoğun bir şekilde satın almış olmalarıdır.

Fransa'nın büyük ticaret bankası BNP'nin iki yatırım fonunun batması 2007 yılında Avrupa'daki krizi tetikleyen unsur olmuştur.

Avrupa Birliği para birimi Euro'nun başta Asya ülkeleri olmak üzere tasarrufların değerlendirebileceği en önemli döviz cinsi olarak görülmesi ve sürekli olarak yabancı bir müdahalenin altında olması, değerinin devamlı artmasına ve döviz kurunun yüksek kalmasına neden olmuştur. 2002 yılından beri Euro'nun sürekli olarak değer artışı yaşamasa da, yüksek bir kurda sabit seyretmiş olması Avrupa Birliği ülkelerinin kriz döneminde ihracatlarında da ciddi bir düşüş olmasına neden olmuştur.

Avrupa ekonomilerinin temel itici gücünün ihracat sektörü olması nedeniyle sürekli değerli Euro ve ABD ekonomisindeki zayıflama resesyonun şiddetini artırmıştır.

Bununla birlikte Avrupa ülkelerinin krizden birbirlerinden farklı etkilendiği ve farklı ihtiyaçlar içine girdiği görülmüştür. Aynı zamanda çok büyük bir düşüş seyretmese de 2008 yılının ortalarından bu yana Euro da yükselişin durması hatta değerinde yaşanan düşüşler, rezerv para olma olasılığını azaltmıştır. Böylelikle Euro'nun uluslar arası rezerv para olabileceği yönündeki düşüncelere dayalı tartışmalar son bulmuştur.

Euro, AB ülkelerinin ekonomik farklılıkları ve farklı ihtiyaçlarının ortaya çıktığı 2008 krizi ile birlikte, ortak para birimi kullanma politikasının devam edip edemeyeceği konusunda sınılanmaktadır. İspanya ve İtalya ekonomileri Euro'nun mevcut şekliyle korunup korunamayacağını belirlemede örnek teşkil edecek iki büyük Avrupa ekonomisi konumundadırlar.

Bunun yanı sıra Doğu Avrupa ülkelerinin gayri safi milli hasıllarının %20'sini geçen boyutlarda cari işlemler açıklarına sahip olmaları, ihracatlarının %20'si ile %40'ını diğer gelişmiş Avrupa Birliği ülkelerine gerçekleştirmeleri ve

dövizle bağılı kredilerin ekonomilerinde büyük pay sahibi olmaları nedeniyle fazlasıyla kırılgan bir durum içinde oldukları görülmektedir.

Kriz Avrupa ekonomilerinde ciddi daralmalara neden olmuştur. AB İstatistik Kurumu Eurostat'ın verilerine göre, Euro bölgesinin en büyük ekonomisi olan Almanya ikinci çeyrekte %0,5, Fransa ve İtalya ise %0,3 daralma yaşamışlardır. Bu ülkelerin bölgenin büyüme rakamlarında öncelikli paya sahip oldukları düşünüldüğünde, bölge genelindeki büyümenin de negatif seviyede kalmasına etken teşkil ettiği görülmektedir.

Büyüme rakamları dışında tüketici harcamaları, perakende satışlar, enflasyon, iş dünyası güveni gibi verilerde olumsuz bir seyir izlemiştir.

FED'in faiz indirimine gittiği dönemde Avrupa Merkez Bankası (ECB) öncelikli hedefinin enflasyon olması ve faiz artırımlarına devam edilmesi, Euro'nun Dolar karşısında daha da değerlenmesine neden olmuş ve AB'yi resesyon hızlı bir şekilde sirayet etmiştir.

3.5 Finansal Kriz ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri

GOÜ krizden doğrudan değil dolaylı yollardan etkilenmiştir. GOÜ'lerde Mortgage'a dayalı türev ürünlerin çok fazla yaygınlaşmamış olması ve krizin patlak verdiği dönemde hammadde fiyatlarındaki artış ile birlikte ihracat hacimlerinin de artması, ilk etapta krizin olumsuz etkilerinin bu ülkelere yansımaları önlemiştir.

Ancak bir süre sonra yabancı sermaye sahiplerinin oluşan güvensizlik ve tedirginlik ortamı nedeniyle GOÜ sermaye piyasalarını terk etmesi (hedge fonların çıkışı) ile tüm ülke borsalarında şiddetli bir düşüş yaşanmış ve ülke para birimleri dolar karşısında hızla değer kaybetmiştir. Yabancı bankalar GOÜ'lere borç vermeyi durdurmuş ve temel bankacılık hizmetleri ile ticari krediler bile askıya alınmıştır.

GOÜ'ler ise, bu zararı karşılayabilmek amacıyla ülke rezervlerini kullanmışlar ve kurumsal düzenlemelere gitmişlerdir.

Sermaye hareketlerinin ve finans piyasalarının globalleşme nedeniyle entegrasyonu sonucunda, GOÜ'ler kur krizi ve resesyonla karşı karşıya kalmışlardır.

Aynı zamanda GOÜ’lerde aktif fiyatlarının düşmesi refahı azaltıcı etki yapmış, yabancı bankaların borç verme işlemlerine sınırlamalar getirmesi, hedge fonların GOÜ sermaye piyasalarından kaçışı, cari açık ve büyüme hızını negatif yönde etkilemiştir. GOÜ’lerin birçoğu yabancı yatırım ve yardımlarla iç ve dış borçlarını yapılandırmakta ve finanse etmekte olduğundan bu durum birçok GOÜ’nün durumunu zorlaştırmaktadır.

Bu ülkelerin birçoğunda esnek kur politikasının uygulanması nedeniyle, piyasalardan sermaye kaçışı yaşanması devalüasyonlara sebep olmuştur. Bazı Doğu Avrupa ülkelerinde esnek kur ekonomiye zarar verebilmektedir.⁷²

Bütçe açıklarının yaşandığı ülkelerde ise kamu harcamalarının kısılması üretimin azalmasına ve söz konusu ülkelerin rekabet güçlerini yitirmelerine neden olmaktadır.

3.6 Krizin Uzakdoğu Ülkelerine Etkileri

Uzakdoğu ülkeleri yüksek büyüme hızları, düşük enflasyon ve yüksek tasarruf oranları sebebiyle krizden doğrudan etkilenmemişlerdir. Aksine, yıllardır büyümeye devam eden ABD cari işlemler açığı bilhassa Japonya, G.Kore ve Çin başta olmak üzere Uzak Doğu ülkeleri tarafından finanse edilmiştir. ABD cari işlemler yönünden muazzam derecede açık verirken söz konusu ülkeler ise ihracata dayalı büyümelerine devam etmişler ve yüksek tasarruf oranları ile büyük oranda cari işlem fazlası vermişlerdir.

Çin’de yabancı yatırımcıların borsada işlem yapma yetkilerinin sınırlandırılmış olması ve Japonya finansal sektöründeki yabancı sermayeli bankaların payının çok düşük olması nedeniyle, söz konusu ülkeler krizden çok fazla etkilenmemişlerdir.

Ancak, ABD ve AB başta olmak üzere, tüm dünya piyasalarında baş gösteren resesyon (durgunluk) nedeniyle, Uzak Doğu Ülkeleri’nin ihracat ve ihracata dayalı büyüme oranlarının artışında da bir yavaşlama meydana gelmiştir.

⁷² Desmond Lachman, **A.g.e,**

Dünyada enerji ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ile ihracatta yaşanan düşüşle birlikte, Japonya ekonomisinde büyüme yavaşlamış ve büyümede yaşanan yavaşlama GSYH'da yansımıştır. GSYH 2008 yılı ikinci çeyreğine göre %0,6 azalmış, özel sektör tüketim harcamaları, yatırım oranları ve gayrimenkul yatırımlarında düşüşler yaşanmıştır.⁷³

Krizin etkisiyle birlikte uluslararası finans kuruluşları ve yatırımcıların portföylerini yeniden yapılandırma girişimleri sonucunda orta ve uzun vadede daha düşük risk taşıyan sabit getirili ürünlere ve özellikle Japon devlet tahvillerine yönelinmesi ise Japon piyasalarında likidite sıkışıklığı yaratmıştır.

Çin ekonomisinde ise enflasyon artışı ve ödemeler dengesinde yaşanan sorunlara rağmen büyüme devam etmiştir. Yatırım, tüketim ve ihracatta yaşanan büyüme, Çin ekonomisinde yaşanan büyümenin temel bileşeni olmuştur. Çin hükümeti de altyapı yatırımları ve vergi indirimi ile birlikte ekonomik büyümeye destek vermiştir.

Çin, küresel krizden batılı ülkelere kıyasla çok daha az etkilenmiştir. Ancak, Çin'in ABD ve AB'ye yaptığı ihracat oranlarında belirgin bir azalma söz konusudur. Finansal koşullar dikkate alındığında Çin, 2008 Küresel Krizi'nden çok fazla etkilenmemiştir. Çin'in bankacılık sisteminde toksik aktif riskinin olmaması ve dünya finansal sistemiyle belirli sınırlar içerisinde etkileşim halinde olması, söz konusu krizden en az zararla çıkmasına etken olmuştur.

Çin'in yüksek tasarruf oranları ile ihracat hızındaki yavaşlamaya rağmen devam eden cari hesap fazlaları, Çin'in kriz ile birlikte iyice netleşen finansal etkisini arttırmaktadır.

Her ne kadar krizin etkileri Uzak Doğu Ülkelerinde, ABD ve AB piyasalarında yaşandığı şekliyle görülme de, söz konusu bölgede de negatif yönde etkiler sergilemiş ve bunun sonucunda bölge devletleri de bir dizi yardım ve kurtarma programı uygulamışlardır. Finansal krizin sonucunda Japonya'da küçük bir sigorta şirketi olan Yamato Life Insurance kapanmış olup, bunun gibi başka finans kuruluşlarının da krizden zarar görmesini engellemek amacıyla, Japon hükümeti

⁷³ Sudi Apak-Ayhan Aytaç, **A.g.e.**, sf. 194-195

tarafından 118 milyar Dolar tutarında bir kurtarma paketi uygulamaya konulmuştur.⁷⁴ Bununla birlikte Japonya, dünya piyasalarına yardım amacıyla 2008 Aralık ayında IMF'ye 100 milyar Dolarlık bir kaynak sağlamış Dünya Merkez Bankaları ile FED'in kısa vadeli faiz oranlarında indirimine karşılık Çin ve Japon Merkez Bankaları da aynı şekilde faiz indirimi gerçekleştirmişlerdir.⁷⁵

3.7 2008 Küresel Krizi'nin Türkiye Üzerinde ki Etkileri

Türkiye ekonomisinde, ABD gayrimenkul piyasalarında söz konusu olan Mortgage sisteminin olmaması ve krizin başladığı sub-prime mortgage piyasalarıyla herhangi bir bağlantının bulunmaması, gayrimenkul piyasalarında herhangi bir etki yaratmamıştır.

Bununla birlikte ABD ve AB ekonomilerinde yer alan ve Mortgage piyasalarına dayanan türev ürünler ile kaldıraç sisteminin de henüz Türk finans piyasalarına girmemiş olması, Türkiye'nin krizin etkilerini birebir yaşamasını önlemiştir.

Ancak ABD'de ortaya çıkan ve tüm dünyayı doğrudan veya dolaylı yollardan etkisi altına alan finansla krizin, Türkiye'yi etkilemediği düşüncesi yanlış bir varsayım olur. Söz konusu kriz ile birlikte yaygınlaşan tedirginliğin en çok hissedildiği ülkelerden biride Türkiye'dir. ABD ve Avrupa borsalarında yaşanan kayıplar, Türkiye üzerinde ki etkisini İMKB'de sert düşüşler şeklinde göstermiştir.

Bununla birlikte yabancı yatırımcıların, kriz ortamında yaygınlaşan tedirginlik havası ile birlikte Dolara olan taleplerindeki artış diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde olduğu gibi Türk Lirasında da değer kaybına neden olmuştur.

Finans piyasalarında yaşanan krizin yarattığı güvensizlik ve ortaya çıkan zararlar nedeniyle yabancı yatırımcıların carry trade pozisyonlarını kapatarak sermayelerini gelişmekte olan ülkelere geri çekmeye başlaması, yüksek cari açık problemi yaşayan Türkiye içinde tehlike yaratmıştır.

⁷⁴ Komaki Ito-Tomoko Yamazaki, "Yamato Life Files for Bankruptcy, Citing Investment", 2008, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid>

⁷⁵ AFP, "G20 Aims to Raise Trillion Dollars for IMF, World Bank", 2009, (Çevrimiçi) <http://www.google.com/hostednews/afp/article/>

Dolara olan talepteki artış ve ülkede yaşanan sermaye çıkışı ile birlikte Türk Lirası'nın değer kaybetmesi, Türkiye'yi ihraç edilen ürünlerin fiyatları bakımından cazip hale getirmiştir. Ancak krizin Avrupa'da da şiddetli bir şekilde hissedilmeye başlaması ve 2008 yılı sonu, 2009 yılı başından itibaren şiddetli bir resesyona yol açması, ihracatının yarısından fazlasını Avrupa ülkelerine gerçekleştiren ülkemiz açısından kötü bir durum yaratmıştır. 2007 yılı rakamları ile kıyaslandığında söz konusu dönemlerde – TL'deki değer kaybına rağmen- ihracat oranlarında gözle görülür bir düşüş olduğu ortaya çıkmaktadır.

Avrupa bölgesinde yaşanan resesyon ve daralma Türkiye'nin ihracatında büyük bir düşüşe eden olmuş ve birçok sektörün darbe almasına yol açmıştır.⁷⁶

Bununla birlikte yurtiçine ve yurtdışına yönelik gerçekleştirilen üretimlerin büyük bir kısmı için hammadde veya ara üretim maddesi ithalatının gerekliliği de imalat sektöründe problem yaratmıştır. Bunun sebebi ise değer kaybeden Türk Lirası ile birlikte söz konusu ürünlerin ithalat fiyatlarında yaşanan artışlardır.

Bir yandan ihracatta düşüş yaşanması, diğer yandan ithalat fiyatlarındaki artış cari işlemler açığını olumsuz yönde etkilemekte ve negatif yönlü bir genişlemeye sebep olmaktadır. Finans piyasalarına karşı oluşan güvensizlikle birlikte yaşanan yabancı sermaye çıkışı da bu negatif yönlü hareketi desteklemiştir.

İthalat ve ihracatta yaşanan düşümler, bankalardan finansman desteği sağlanamaması ve krizin ilk aylarında tavan yapan faiz oranları sebebiyle farklı sektörlerde üretim yapan birçok imalatçı firma iflas etmiş, finans sektörü ile reel sektör arasında belirgin bir güvensizlik ortamı oluşmuş, üretimde ki daralma nedeniyle Türkiye reel sektörü de resesyonun etkisine girmiştir.⁷⁷

Yükselen faiz oranlarının da etkisiyle tüketim ve yatırımlarda ciddi oranlarda gerileme yaşanmış ve yabancı sermayenin de çıkışıyla birlikte krizin likidite üzerinde negatif bir etki yarattığı görülmüştür.

İmalat sanayinin krizden olumsuz yönde etkilenmesi, yurtiçi ve özellikle yurtdışı talepte yaşanan daralma sebebiyle ekonomik faaliyette gözlenen yavaşlama,

⁷⁶ Mahfi Eğilmez, "Avrupa Paniği ve Bize Etkisi", **Radikal Gazetesi**, 2010

⁷⁷ Ali Göksu, "Ekonomik Küreselleşme Prizmasından Küresel Kriz ve Türkiye", **Dünya Gazetesi**, 2009

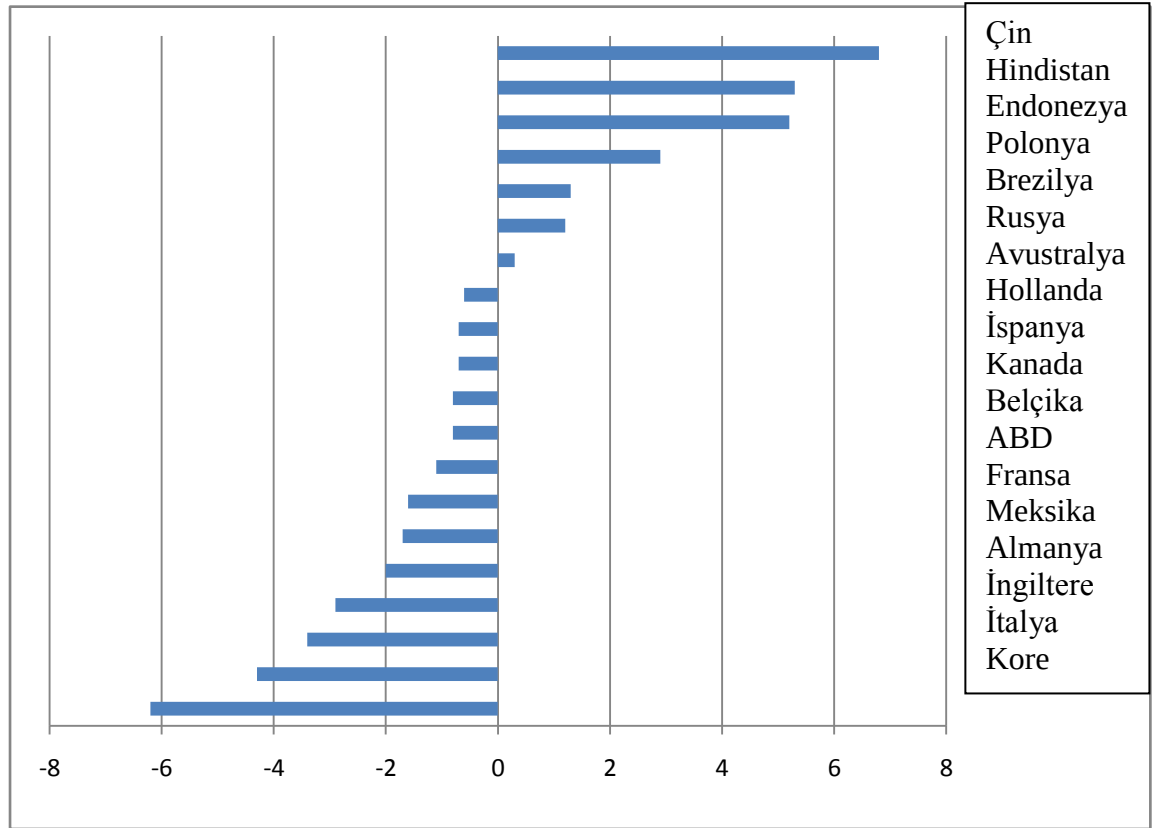
istihdam artışını da sınırlamış, hatta işsizlik oranının yükselmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda özellikle sanayinin yoğun olduğu kentlerde toplu işten çıkarmalar yaşanmıştır.

Türkiye’de krizin en büyük etkisi cari açık üzerinde görülmüş, dünyada yaşanan kredi krizinin etkisiyle daralan likidite, rekor düzeyde cari açık veren Türkiye’nin cari açığının finansmanını daha da güçleştirmiştir. Cari açığın finansmanı için gerekli kaynağı (diğer ülkelerin finans piyasalarının likidite krizi yaşamalarından ötürü) bulma yolu olarak ilk etapta faiz oranları yükseltilmiş ancak bu durum kredi ve fon maliyetlerini arttırmış, yatırım harcamalarının ciddi anlamda azalmasına, istihdam oranlarında düşüşe yol açarak reel sektörde durgunluğa sebep olmuştur.

Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkileyen bir diğer etkende son yıllarda şirketlerin yurtdışından temin ettikleri önemli miktarda yabancı kaynaktır. Öte yandan mali kuruluşlarında yurtdışından sağladıkları krediler mevcuttur. Kamunun dış borç geri ödeme yükümlülükleri de Türkiye’nin dış kaynak bağımlılığını arttırmaktadır.

Ancak yinede tüm bu sebepler Türkiye’nin 2008 krizinden en çok etkilenen ülkelerden birisi olması gerçeğini yeterince açıklamamaktadır. Şekil-8’de de görüldüğü gibi 2008 yılı son çeyreğinde büyüme oranı negatif seyreden ve bu kapsamda krizin olumsuz sonuçlarından en fazla etkilenen ülkenin Türkiye olduğu görülmektedir. A.B.D ile çok sıkı bir ticari ilişki içerisinde bulunan Çin büyüme oranı bakımından en üst seviyede yer alırken, türev ürünlere açık finans piyasalarına sahip olan İngiltere, İtalya ve Almanya gibi Avrupa ülkelerinin dahi büyüme oranı bakımından Türkiye’den daha üst basamaklarda olduğu görülmektedir.

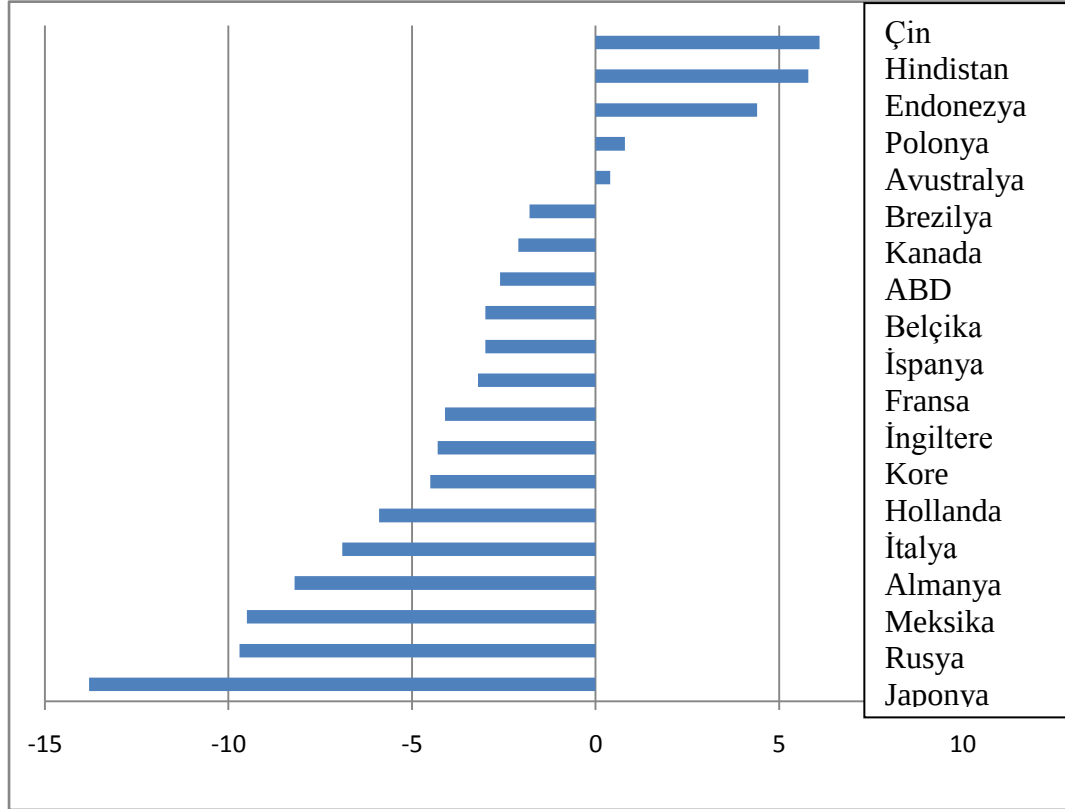
Şekil -8 En Büyük 20 Ekonominin 2008 Yılı 4.Çeyrek Büyüme Oranı (2007 4.Çeyrek GSYH'ye Kıyasla)



Kaynak : (Çevrimiçi) <http://www.economist.com/markets/indicators>

Türkiye üzerindeki etkilerini Eylül 2008'den itibaren göstermeye başlayan küresel kriz, beklenenden çok daha fazla oranda bir ekonomik daralmaya sebep olmuştur. 2008 yılında büyüme oranlarında yaşanan gerilemenin 2009 yılı ilk çeyreğinde de artarak devam ettiği şekil-9'da görülmektedir. Türkiye ekonomik büyüme oranları 2008 yılında olduğu gibi 2009 yılında da diğer ülke ekonomilerine göre çok daha geride seyretmektedir.

Şekil -9 En Büyük 20 Ekonominin 2009 Yılı 1.Çeyrek Büyüme Oranı (2008 1.Çeyrek GSYH'ye Kıyasla)



Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.economist.com/markets/indicators>

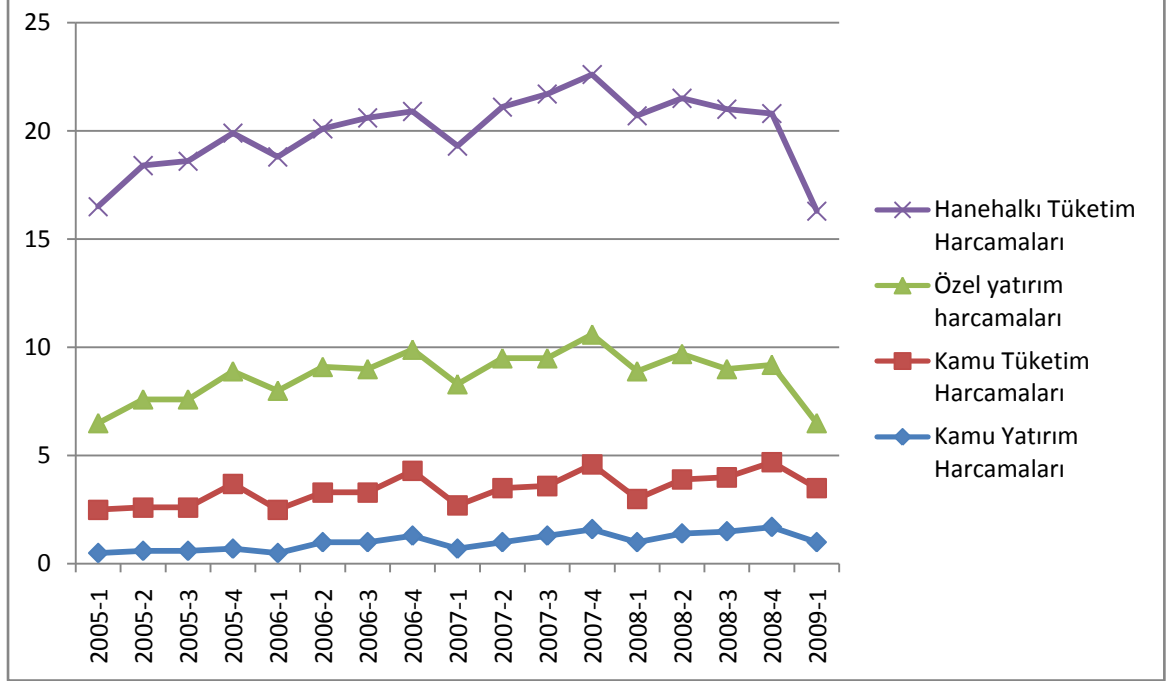
Küresel krizin finansal kaynaklı olduğu düşünüldüğünde, Türkiye’de finans sisteminin 2001 yılından itibaren gerçekleştirilen reformlar ile nispeten sağlam bir yapıya kavuştuğu görülmektedir. Krizin derinliğine rağmen Türk bankaları 2009’un birinci çeyreğinde kar açıklamaya devam etmişlerdir. Ancak şekillere de bakıldığında, ABD ekonomisi kriz nedeniyle %0,8 ve %2,6 küçülürken, Türkiye ekonomisi %6,2 ve %13,8 daralmıştır.⁷⁸

Avrupa bankalarından farklı olarak Türkiye’de ki finans sektörünün küresel krizi tetikleyen ABD türev ürünlerine kapalı olması nedeniyle Türkiye ekonomisinin içine girdiği daralma bu şekilde yeterince açıklanamamaktadır.

⁷⁸ Sumru Öz, “Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisinde Tarihi Daralma”, **Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Raporu 2009-05**, 2009, sf. 2-3

Tüm bu etkenlerin yanı sıra, krizin dışında olan bir piyasa ekonomisinde bu denli büyük bir daralma yaşanmasına etken oluşturan bir diğer sebep, 2001 krizinin de etkisiyle özel sektörün yatırım ve tüketim harcamalarının hızla kısılmış olmasıdır.

Şekil -10 2005-2009 Birinci Çeyrekleri Arasında Türkiye GSYH Bileşenleri (1998 Fiyatları-Milyar TL)

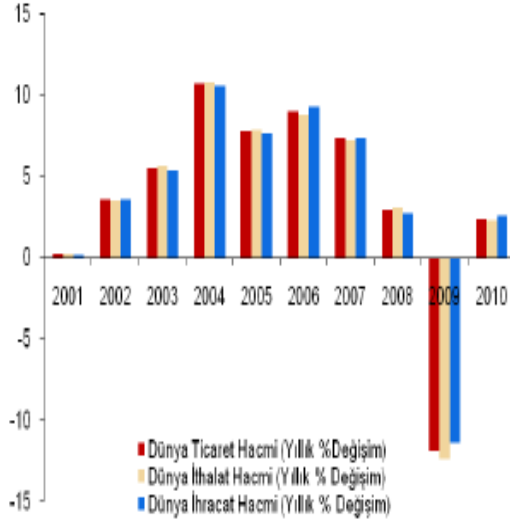


Kaynak: (Çevrimiçi) www.tuik.gov.tr

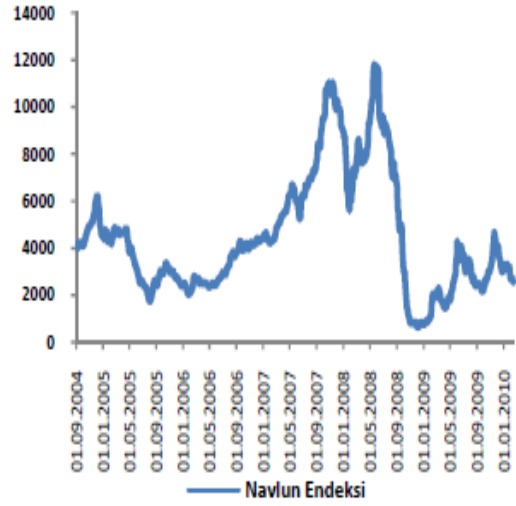
Yukarıda ki şekilden de anlaşılacağı üzere 2008 başından itibaren özel yatırım harcamalarının sürekli bir azalış içerisinde olduğu görülmüştür. Kamu yatırım harcamaları ile kamu tüketim harcamaları aynı doğrultuda seyrederken, hane halkı tüketim harcamaları ile özel yatırım harcamaları 2008 yılından itibaren düşüşe geçmiştir.

3.8 Yeni Normal – Eski Normal- Çift Dip: ABD Ekonomisinde Toparlanma Nasıl Olacak?

Şekil -11 Dünya Ticaret Hacmi



Şekil -12 Navlun endeksi



Kaynak: Bloomberg, 2010, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

2007 yılında Lehman Brothers'ın iflası ile global piyasalarda 1930 “Büyük Bunalımı” ardından İngilizce “Great Recession” diye tabir edilen “Büyük Resesyon” ile tüm dünya ekonomilerinde ve finansal sektörlerde sert düşüşler yaşanmıştır. Hemen hemen tüm ülkelerde işsizlik oranları hızla artmış, finansal kesimdeki olumsuz şartlar ağırlaşmıştır.

Bu dönemde ilk defa dünya ticaret hacmi Şekil-11’de de görüldüğü gibi 2009 yılında %10’dan fazla gerileyerek rekor kırmıştır. Piyasada dünya ticaret hacminin ölçümünde kullanılan navlun endeksi ise yukarıda görüldüğü gibi Mayıs 2008’de gördüğü en yüksek değerden sonra krizle beraber yaklaşık %90 oranında gerilemiştir. Bunun temel sebebi, dünya ticaret hacminin daralması ile beraber ülkeler arasında yapılan ticaretin hızla gerilemesi ve gemiler aracılığı ile yapılan ticaretten kazanılan navlun gelirlerinin çok sert şekilde düşmesidir.

Dünya ticaret hacminde görülen bu düşü krizin başında bazı ekonomistlerin iddia ettiği “Ayrışma Teori”sinin yanlışlığını da kanıtlamıştır.⁷⁹ Ayrışma teorisini savunan bu ekonomistler ABD’de kriz başladığında bu krizin yalnızca gelişmiş ülkelerle sınırlı olacağını, başta Çin olmak üzere Brezilya, Rusya, Hindistan ve diğer büyük gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde sağladıkları dinamizm ve pozitif büyüme sayesinde dünya ekonomisinin daha derin bir krize girmeyeceği savını öne sürmüşlerdir. Ancak durumun öngörüldüğü gibi gerçekleşmediği görülmüştür. Çin dışındaki gelişmekte olan ülkelerinde büyüme oranları olumsuz etkilenirken, Çin pozitif büyümeye devam etmesine karşın 2009 yılının ikinci yarısına kadar büyüme oranı geçmiş dönemlerle karşılaştırıldığında çok düşük kalmıştır.

ABD’de finansal sektörde alınan önlemler ise ABD ekonomisinin Haziran ayında düzelmeye başlaması ile global piyasalarda da toparlanmanın başladığı görülmüştür. ABD ekonomisinin tekrar düzelmeye sinyalleri vermesi gelişmekte olan ülkelerdeki düzelmelerin en önemli faktörlerinin başında gelmektedir. Bu durum ayrışma teorisinin geçersizliğini göstermektedir.

3.8.1 ABD Ekonomisi ve Kriz

Uzun yıllar ABD merkez bankasının izlemiş olduğu düşük faiz politikası, başta konut olmak üzere birçok varlığın fiyatlarının aşırı şişmesine yol açmıştır. Giderek düşen faiz oranlarının risk alma iştahını arttırması, bankaların ve diğer Mortgage sağlayıcı kuruluşların düşük gelirli kesime daha fazla kredi kullandırmasına yol açmıştır.

ABD’de 2007 yılı sonlarında düşük gelirli ve sürekli gelir kaynağı olmayan hane halklarına açılan kredilerde geri ödenmeme oranının artması ile başlayan kriz, finansal sektörün, söz konusu krediler üzerine yazılan türev enstrümanlar yüzünden 1,3 trilyon doların üzerinde zarar yazmasına neden olmuştur. Birçok analistin krizin gerçekten bitmiş olduğunu kabul etmesine karşın, finansal sektörün bundan sonrada zarar yazacağı tahmin edilmektedir.

⁷⁹ Sıla Özçelik, “Ayrışma Teorisi Çürüdü, ABD Gelişen Piyasalarıda Yavaşlatır”, (Çevrimiçi) http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD

Finansal sektörde yaşanan bu kriz ABD ekonomisinin 1930 yılından itibaren gerçekleşen en sert düşüşü yaşamasına yol açmıştır. Örneğin, işsizlik oranı 2008 yılındaki %4,5 seviyelerinden hızla artarak 2009 yılının sonunda 2 katından daha fazla bir seviye olan %10.1'e kadar yükselmiştir. Bu krizle beraber hükümetler 1930 yılında yapılan hatanın tam tersine Keynesyen politikalar uygulamaya başlarken, ekonominin birçok kesimine büyük kaynak aktarılmıştır. Bununla birlikte ABD Merkez Bankası (FED) faiz oranlarını hızla düşürerek %0.00 seviyelerine yaklaştırmış ve piyasaya hızla likidite enjekte etmiştir.

Krizin etkilerini hafifletmek amacıyla alınan bu önlemlerle başta ABD olmak üzere dünya ekonomilerinde hızlı bir toparlanma görülmeye başlamıştır. ABD ekonomisinin 2009 yılının 4. çeyreğinde beklentilerin üzerinde %5,7 büyüme kaydetmesi, krizden çıkışın başlarında toparlanmanın çok yavaş olacağını yani "U" şeklinde bir toparlanma yaşanacağını düşünen genel çoğunluğun aksine, toparlanmanın giderek artan bir derecede eskisi gibi daha hızlı olacağını, yani "V" şeklinde toparlanma yaşanacağı beklentilerini kuvvetlendirmiştir.⁸⁰

ABD'de resesyona resmi olarak karar veren kuruluş olan NBER(National Bureau of Economic Research) kriterleri dikkate alındığında; bu kuruluş tarafından henüz resmi olarak ilan edilmemiş olmasına karşın, ABD ekonomisinin 2009 Haziran-Temmuz ayı itibariyle resesyondan çıktığı tahmin edilmektedir. Resesyonun şu an için bittiği kabul edilse de ekonomistler arasında bu toparlanmanın "U"mu yoksa "V"mi olduğu şeklindeki görüş ayrılığı ABD ekonomisinin önümüzdeki dönemde nasıl bir yön çizeceği konusundaki tahminleri zorlaştırmaktadır. Bu yüzden yaşanan bu hızlı toparlanmanın ardından önümüzdeki dönemde krizden çıkış sürecinin devamının nasıl olacağına yönelik soru işaretleri bulunmaktadır.

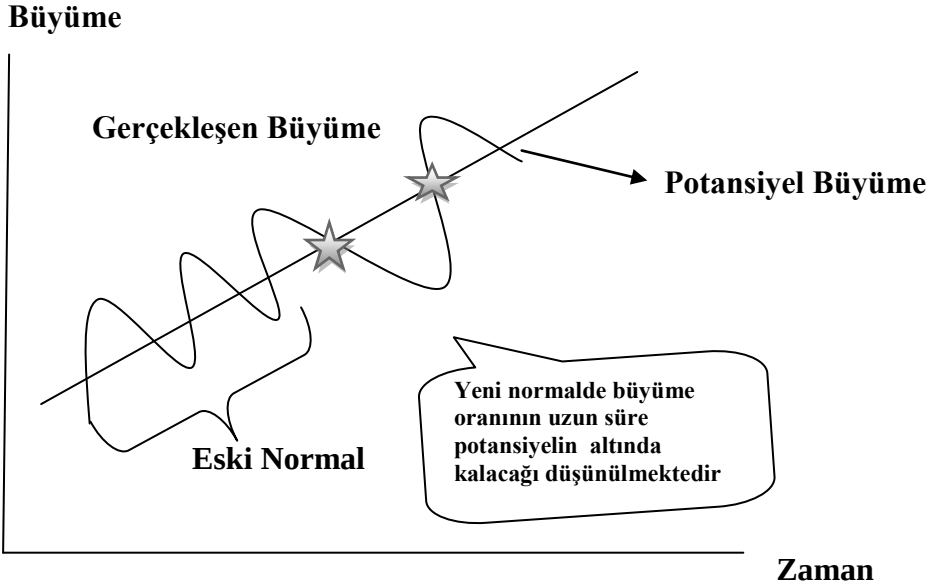
⁸⁰ Orhan Akışık, "Amerikan Ekonomisi Köşeyi Dönüyor mu?", (Çevrimiçi) <http://www.dunya.com/amerikan-ekonomisi-koseyi-donuyor-mu>

3.8.2 Eski Normal-Yeni Normal Nedir?

Eski normal senaryo, ABD’de son 20-25 yıldır yaşanan “Great Moderation” olarak da adlandırılan piyasalarda volatilitenin oldukça düştüğü bir dönem olarak nitelendirilebilir.⁸¹ 1982 yılında faiz oranlarının düşmesiyle başlayan bu dönemde, %6-7 arası volatilitesi düşük bir büyüme performansı yakalanmıştır.

Bu dönemde resesyon dönemlerinde potansiyel büyüme oranının altına gerileyen ülke ekonomilerinin resesyondan çıkışla birlikte yeniden potansiyel büyüme oranını yakalamaları daha kısa bir süre sürerken, yeni normal senaryoda ise gerçekleşen büyümenin potansiyel büyüme oranını yakalamasının daha uzun zaman alacağı düşünülmektedir. Yeni normal olarak adlandırılan senaryoda önümüzdeki üç ile beş yıl içinde büyüme oranının potansiyelin altında gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu senaryoda yaşanan son krizden ardından korumacı politikaların artacak olması, yeni finansal düzenlemeler ve bütçe açıklarının kapatılabilmesi için yüksek vergi oranlarının uygulamaya konulacak olması nedeniyle büyüme oranlarının potansiyelin uzun bir süre altında seyredeceği düşünülmektedir.⁸²

Şekil -13 Eski Normal ve Yeni Normal



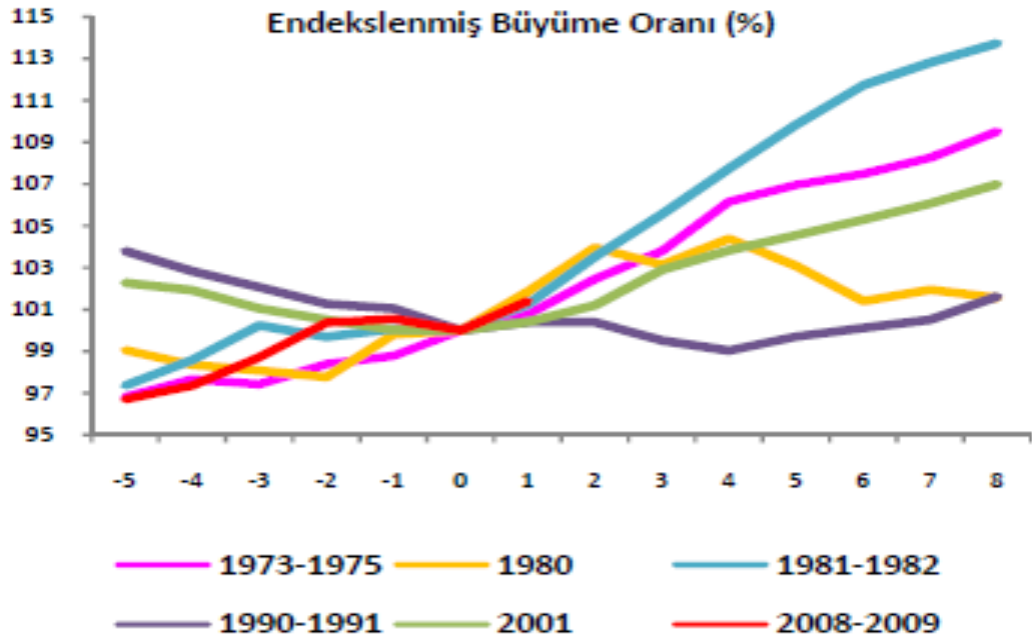
⁸¹ Cem Eroğlu, “Dünya Ekonomisi ve Kriz”, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar, 2010

⁸² Seda Meyveci, “Dünya Ekonomisi ve Kriz”, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar, 2010

3.8.2.1 Eski Normal mi?

Krizin başında yaşanan sert küçülme ile ABD ekonomisinin yeni normal toparlanma ile yani yavaş bir şekilde büyüme potansiyelini yakalayabileceği düşünülürken, bazı analistler son dönemde açıklanan verilerdeki sert yükselişlerle birlikte ABD ekonomisinde toparlanmanın eski normal şeklinde olabileceğini gündeme getirmişlerdir. Şekil-14 incelendiğinde, ABD'nin resesyondan çıkış dönemleri 100 olarak kabul edilerek seri endekslediğinde, ABD büyümesinin diğer resesyonlardaki toparlanma hareketine benzer bir görünüme sahip olduğu görülmektedir.

Şekil -14 1973-2009 Dünya Büyüme Oranları Endeksi

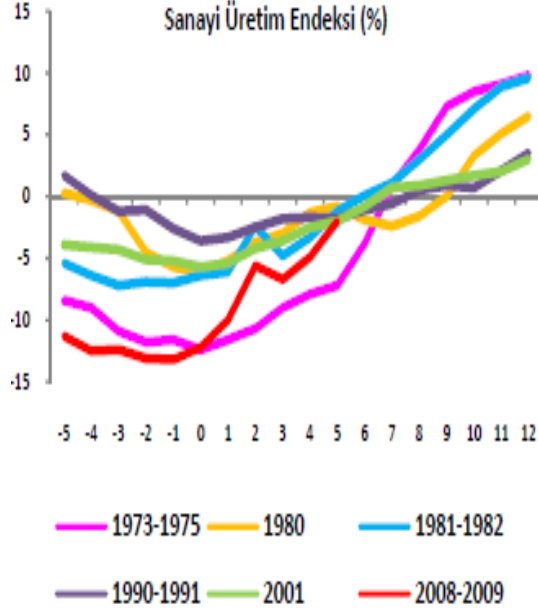


Kaynak: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

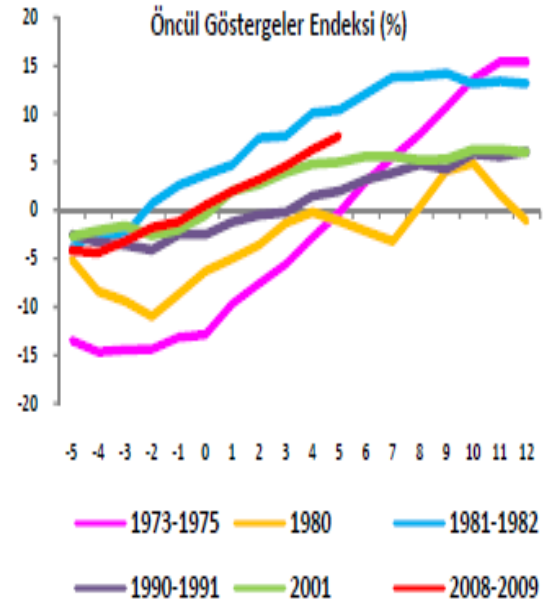
Piyasalardaki eski normal toparlanma beklentilerini ayrıca sanayi üretim endeksi, öncül göstergeler endeksi gibi verilerde desteklemektedir. ABD’de daha önce yaşanan resesyon döneminin bitiş tarihlerini $t=0$ olarak kabul ettiğimizde, sanayi üretim endeksinin krizin bittiği dönem olarak bilinen Temmuz ayından itibaren sert bir şekilde diğer resesyonlardaki potansiyelini koruyarak yükseldiği görülmektedir. Öncül göstergeler endeksinin de geçen yılın Kasım ayında ABD’nin 2009 yılının ikinci yarısıyla beraber resesyondan çıktığı görüşünü desteklemektedir.

Dolayısıyla ABD’de en son açıklanan bu ekonomik veriler doğrultusunda toparlanmanın eski normal şeklinde olacağı görüşü güçlenmektedir.

Şekil -15 Sanayi Üretim Endeksi



Şekil -16 Öncül Göstergeler Endeksi

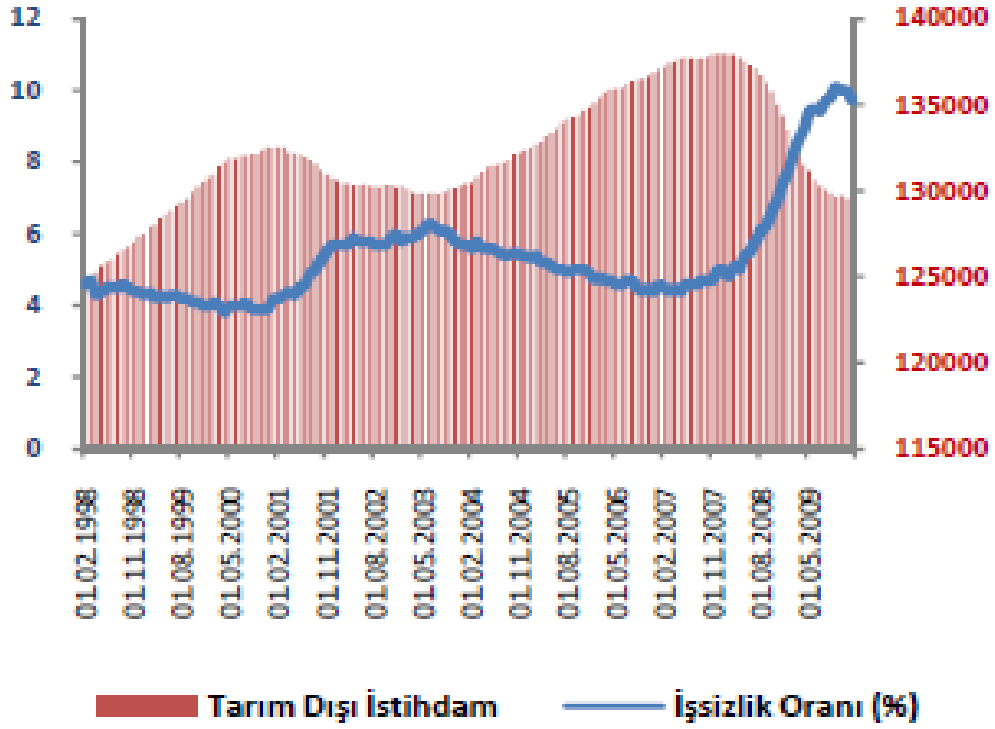


Kaynak: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

3.8.2.2 Yeni Normal mi?

Açıklanan bazı veriler toparlanmanın eski normal senaryoya paralel olarak devam ettiğine dikkat çekerken, yeni normal senaryosunu da destekleyen önemli diğer verilerde toparlanmanın yavaş olacağına işaret etmektedir. Piyasada eski normal savını destekleyenlerin yanında yeni normal savını destekleyenlerin argümanlarının en başında işsizlik oranı gelmektedir.

Şekil -17 İstihdam Oranları

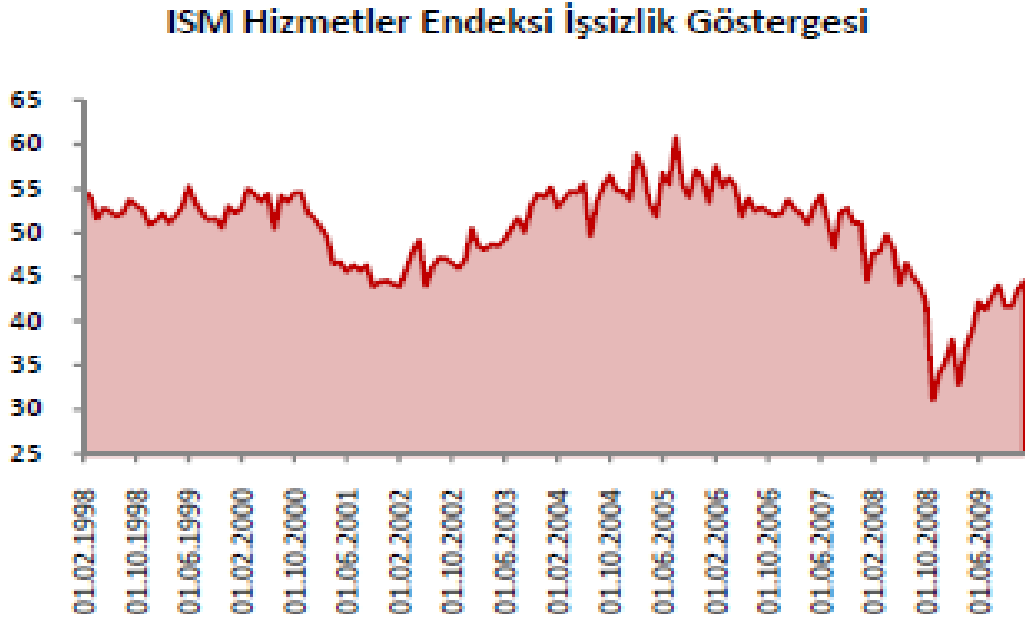


Kaynakça: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

Şekil-17’de de görüldüğü üzere, ABD’de işsizlik oranı 2008 yılında gördüğü %4,5 seviyelerinden 2009 yılında %10.1 seviyelerine kadar yükselmiş, bu dönemde yaklaşık 6 milyon ABD’li işini kaybetmiştir. Ekonomik toparlanmaya gecikmeli tepki veren işsizlik oranında 2009 Mayıs ayından sonra düzelme görülmeye başlamıştır.

Buna karşın yeni normal savını savunan ekonomistler, ABD ekonomisinin geçirmiş olduğu yapısal değişim sonucu dünya piyasalarında başta Çin olmak üzere daha ucuz üretim yapabilen ülkelerle rekabet etmek için daha rekabetçi olmak zorunda olacak olan ABD firmalarının bu durum karşısında yeni iş istihdamında çok fazla aceleci davranmayacaklarına dikkat çekmektedir. Bu yüzden ABD’de 1990 ve 2001 krizlerinde olduğu gibi “jobless recovery” (istihdamsız düzelme) olarak adlandırılan durumun görülme ihtimalinin yüksek olduğu söylenebilir. Bu durumda ABD ekonomisinde işsizlik oranının bir miktar gerilemesine karşın yüksek kalmaya devam edeceği, bu nedenle ekonominin toparlanmasının daha yavaş olacağı düşünülmektedir.

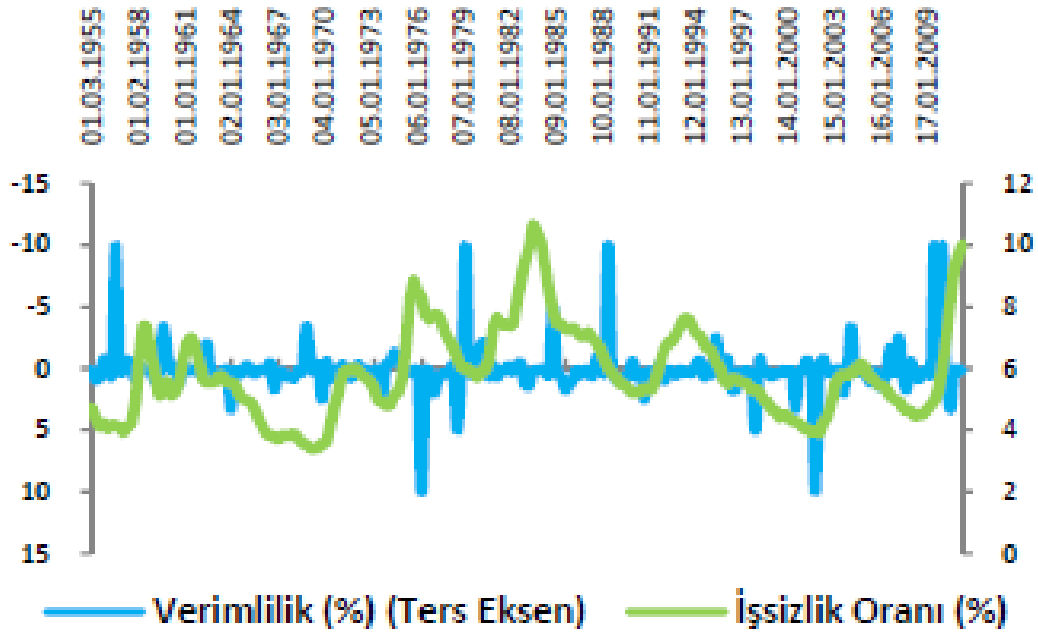
Şekil -18 Hizmetler Endeksi



Kaynak: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

İstihdamla ilgili önemli öncül göstergelerden biri ISM hizmetler endeksi içindeki işsizlik göstergesidir. Son dönemde ABD’de, işsizlik oranının geçmiş dönemlerden farklı olarak imalat sanayi yerine hizmet sektörü kaynaklı olduğu düşünüldüğünde, ISM hizmetler endeksi içindeki işsizlik göstergesinin hala 50,0 kritik seviyenin altında olması toparlanmanın yavaş olabileceğine işaret etmektedir. Özellikle hizmetler sektörü içinde ağırlığı yüksek olan finans ve sigortacılık sektörlerinin krizden derin yara alması, bu sektörlerde yaşanan işgücü sorunlarında toparlanmanın yavaş olacağına işaret etmektedir.

Şekil -19 Verimlilik ve İşsizlik Oranları (1955-2009)



Kaynak: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

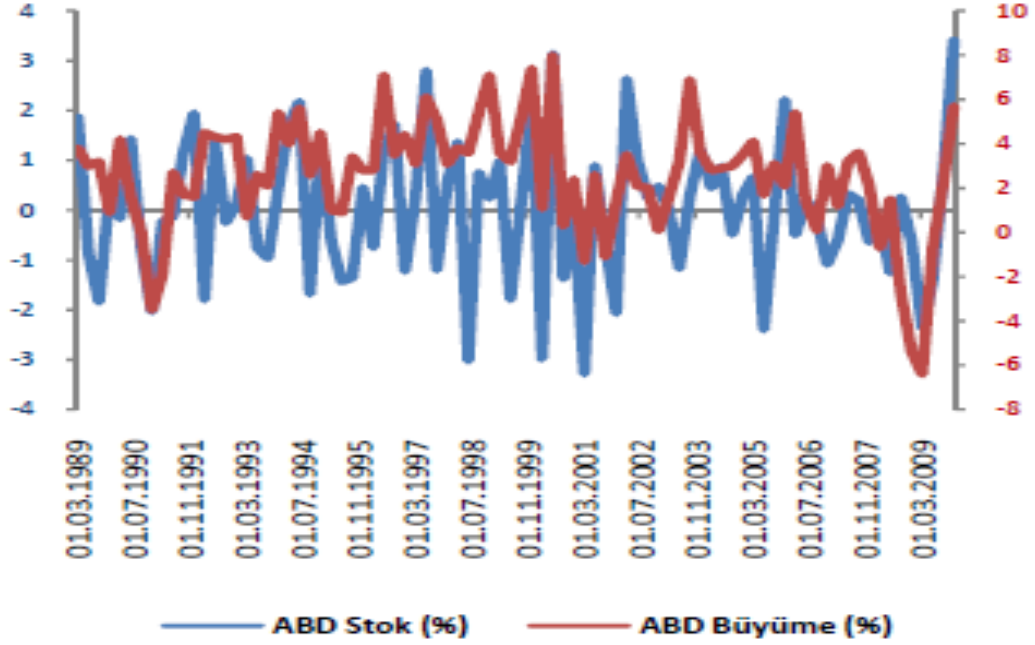
Bunun yanında verimlilik, istihdamsız büyüme stratejilerinin firmalarca izlendiğinin bir kanıtıdır. Literatüre göre, ekonomiler daraldığında hızla gerileyen talep karşısında firmalar karlılıklarını sürdürebilmek için maliyet kalemlerinden en büyüğü olan işçi maliyetlerini kısmak amacıyla işçi çıkarmaya gitmektedir.

Ekonomi toparlanmaya başladığında ise gelen taleple birlikte kalan az sayıda işçi ile bu talebi karşılamaya çalışan firmalar işçi başına daha fazla üretim yaptıklarından hızla verimlilikleri artmaktadır. Bu durumda, verimlilikte yakalanan bu hızlı artışın sonsuz devamı mümkün olmayacağından, firmaların gelen siparişleri karşılamak için işçi alımına başlayacakları ve böylelikle ilk etapta işsizlik oranıyla birlikte verimlilikte artarken, belirli bir noktadan sonra verimlilikte gerilemektedir.

Normal koşullarda bu durum önümüzdeki dönemde istihdamın artacağına işaret ediyor olmasına karşın, firmaların yeni dünya koşullarında rekabete karşı ayakta durabilmek için daha etkin bir yönetim sergilemek zorunda olmaları, önceki dönemde görülen verimlilik artışının sonunda istihdam artışına yol açacağı beklentisini karşılamamaktadır. Bu durum 1990 ve 2001'deki resesyonlardan farklı

olarak firmaların istihdam açığını sürekli yerine geçici işçi alımları ile telafi etme yolunu daha çok tercih edeceklerine işaret etmektedir.

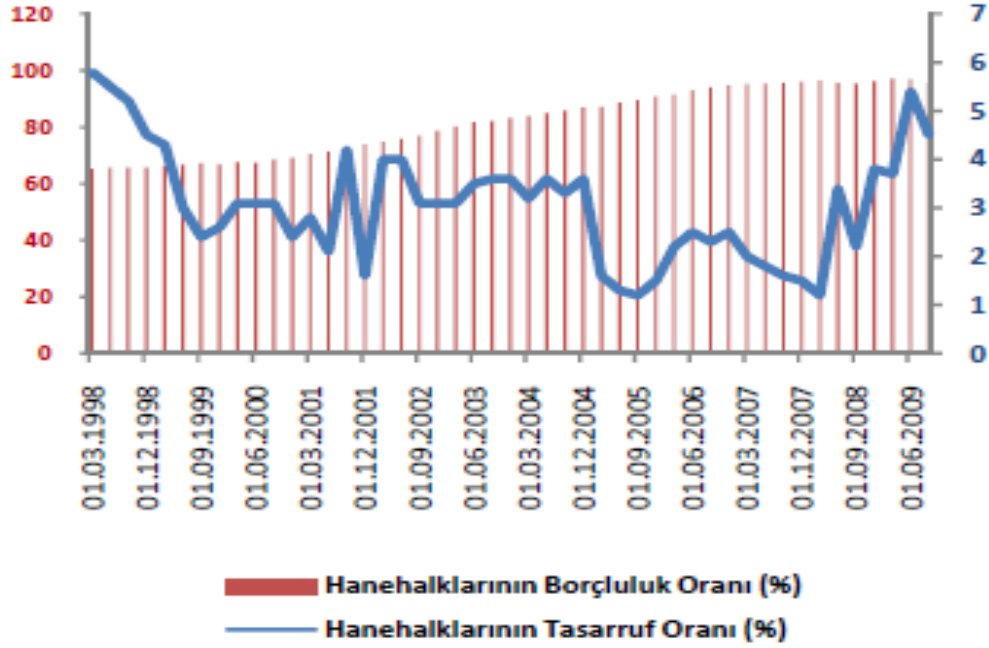
Şekil -20 ABD Büyüme Oranları (1989-2009)



Kaynak: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

ABD’de açıklanan geçici istihdam rakamları bu savı teyit etmektedir. Bu duruma alınan siparişler açısından bakıldığında; yaşadığımız krizin ardından talepte görülen canlanma ile firmaların stokları hızla erimiş ve bu durum ekonominin özellikle son çeyrekte hızlı büyümesine yol açmıştır. ABD ekonomisinde son çeyrekte açıklanan %5,7 büyümenin yaklaşık %70’lik kısmı envanterdeki değişimden kaynaklanmıştır. Envanter kaynaklı bu büyümenin birinci çeyrekte itibaren yavaşlayacağı beklentisi ekonomik toparlanmanın 4. çeyrekte gördüğü bu sert yükselişten daha yatay bir seyre gitme ihtimalinin yüksek olduğuna işaret etmektedir.

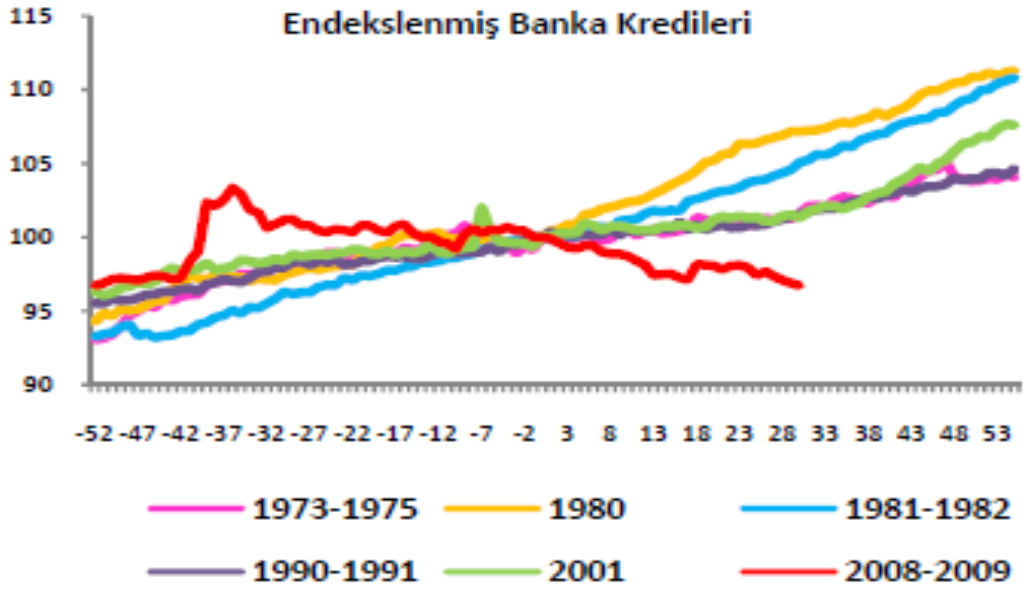
Şekil -21 Hanehalkları Borçluluk- Tasarruf Oranları



Kaynak: Bloomberg, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/>

Önümüzdeki dönemde toparlanmanın daha yatay olacağına işaret eden diğer göstergede finansal sektörün içinde bulunduğu durumdur. Mortgage kaynaklı kriz sonrası ciddi zarar yazan ABD bankalarının önümüzdeki dönemde kredi vermekte bir miktar daha isteksiz davranması beklenmektedir. Bunun yanında hane halklarının borçluluk oranlarının bir miktar gerilemesine karşın %95'lerin üzerinde olması, yaşanan kriz sonrası artan ihtiyat güdüsü ile kriz öncesi eksi seviyelerde olan tasarruf oranlarının %5'lere kadar yükselmesi ve önümüzdeki dönemde bir miktar artacağı beklentisi hane halklarının da kredilerde daha isteksiz olacağının başka bir kanıtıdır.

Şekil -22 Banka Kredileri (1973-2009)



Kaynak: FED, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/econresdata/>

ABD’de resesyonlar ardından toparlanmanın başladığı dönem 100’e eşit olacak şekilde endekslenerek, banka kredilerindeki hareketin geçmiş resesyonlardan oldukça farklı olduğu görülebilir. Ekonominin toparlanmaya başlamasına rağmen banka kredilerinde hala düşüşün devam ediyor olması ülke ekonomisi büyümesi üzerinde risk oluşturmaktadır.

Kredilerde yaşanan bu düşüş önümüzdeki dönemde bankacılık kanalının bozulmasıyla diğer krizlerden farklı olarak ABD’de toparlanmanın yavaş ve zor olacağına işaret etmektedir. Kredilerdeki düşüş, büyümesi tüketime dayalı ABD ekonomisinde harcamaların yavaşlayacağına işaret ederken, önümüzdeki dönemde ekonomik faaliyetlerin verimliliğinde düşüşe neden olacaktır. Bu da toparlanmanın eski normal gibi olacağı beklentilerini bozan önemli bir gösterge olmuştur.

Söz konusu verilere göre, ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerdeki daralmanın kısa süreli ve yüzeysel olacağı yönündeki görüşler yerini, Uzun ve geniş kavisli “U” biçiminde bir toparlanma yaşanacağına dair görüşlere bırakmaktadır. Durgunluk ve mali çöküşün tüm dünyaya sistemli bir şekilde yayıldığı düşünüldüğünde ise, L şeklinde uzun süreli bir durgunluk yaşanması muhtemeldir.

SONUÇ

Bu çalışmada genel kriz tanımı yapılmış, kriz teorik yaklaşımlara göre incelenmiş ve 1929 yılından günümüze kadar yaşanan tüm uluslar arası ekonomik krizler irdelenmiştir. Söz konusu krizlerin ortaya çıkış nedenleri, gelişimleri, ülke ekonomileri üzerinde yarattıkları etkiler üzerinde durulmuş olup, uygulanan çözüm politikaları incelenmiştir. Gerek 1929 Büyük Bunalımı, gerekse 1980’li yıllardan 2008 Mortgage Krizine kadar yaşanan uluslar arası krizler sonucunda belirli kriz modelleri ortaya çıkmıştır. Ancak son günlerde yaşadığımız ve halen etkisini sürdürmekte olan 2008 Mortgage Krizi ise uzun süre kendisinden söz ettirecek gibidir.

Dünya ekonomisi, 1929 yılından beri görülen en büyük krizi yaşamaktadır. Krizin çıkış noktası A.B.D. olmasına karşın etkileri tüm dünya ekonomileri üzerinde derinden hissedilmiştir. A.B.D. ekonomisinin büyüklüğü ve Doların uluslararası rezerv para birimi olması nedeniyle yayılan ve her ülkeyi kendi büyüklüğü ve sağlamlığı ölçüsünde etkileyen kriz, A.B.D.de FED’in faiz oranını “0”a yaklaştırması ile hükümetin müdahale ve sosyal yardım amaçlıda olsa, piyasaya likidite enjekte etmesine rağmen birçok A.B.D. bankası, finans ve sanayi kuruluşu iflas etmek zorunda kalmıştır. İşsizlik artmış, üretim ve ihracatın etkilenmemesi için büyük bir çaba sarf edilmiştir.

Bankalara destek sağlanmış, varlıklar birleştirilmiş, finans sektörünün toparlanması ancak belirli bir küçülme ile sağlanabilmiştir. FED’in faizleri sıfıra çekme operasyonu ve sürekli piyasaya likidite enjekte edilmesi neticesinde dolar kuru düşük tutulmuştur. Böylelikle ihracatın yavaşlamaması amaçlanmıştır.

Yüksek teknolojili sektörler ile silah sanayindeki üstünlük, A.B.D.nin ihracatındaki negatif yönlü gidişatı en aza indirmiştir. Buna rağmen yüksek yaşam standardından vazgeçemeyen A.B.D. halkının tüketim harcama eğiliminde yavaşlama, tasarruf eğiliminde ise artış sağlanamamıştır. Cari açık seviyesi borç sağlanması suretiyle kapatılmaya devam edilmektedir. A.B.D. ye

nakit akışı sağlayan Japonya, Çin, Arap ülkeleri ve G.Doğu Asya ülkeleri faiz oranlarının “0”a yaklaşmasına aldırmaksızın, devlet tarafından verilen güvence sebebiyle A.B.D. fonlarını satın almaya devam etmektedirler.

A.B.D. ekonomisinin en fazla entegre olduğu AB ekonomisinde ise, ekonomik kriz önce dış talep yetersizliği nedeniyle ihracatta düşüş şeklinde görülmüştür. Tasarruf eğilimi düşük İngiltere, İspanya, İtalya gibi ülkelerde ihracatın azalması, ihracata dayalı ekonomilerde istihdam düzeyinin aşağı yönlü hareket etmesine sebep olmuştur. Yeterli fon bulunamaması nedeniyle cari açıkların kapatılamaması sorunu ortaya çıkmıştır. A.B.D. halkının tasarruf eğiliminde kısa sürede bir artış oluşmadığı için enflasyonist baskı kendisini hissettirmeye başlamıştır. Tasarruf eğilim ve üretim gücü bakımından oldukça güçlü bir ülke olan Almanya, yurtdışı talepte yaşanan düşüş nedeniyle, ihracatında azalma ve işsizlik oranlarında artışla karşı karşıya kalmıştır. AB ülkeleri de krizi A.B.D. kadar yakından hissetmişlerdir.

Dünyanın ikinci büyük ekonomisi olan Japonya, girdiği derin resesyondan tüm çabalarına rağmen çıkamamıştır. Devletin sosyal yardımlar için devamlı borçlanması sonucunda borçluluk oranındaki hızlı artış, Japonya’ya fon sağlayan Çin, G.Kore ve diğer G.Doğu Asya ülkelerinde tedirginlik yaratmıştır. Japonya ekonomisinin halen devam etmekte olan resesyondan ne şekilde çıkacağı bilinmemektedir.

Çin son yılların sürekli büyüyen ekonomisi olarak söz konusu krizden en az zarar gören ülke konumunda yer almaktadır. Gerek halkının düşük hayat standardı, gerekse düşük üretim maliyetleri ve Çin toplumunun yüksek tasarruf eğilimi sonucunda büyümesini krize rağmen sürdüren Çin, cari işlemler fazlası vermeye devam etmekte ve A.B.D ekonomisinin yarattığı güvensizlik ortamı sebebiyle tasarruflarını üretimde kullanılan hammadde ve yarı mamullerin stoklanmasında kullanmakta ya da geliştirmekte olan ülkelerde anahtar teslim yatırımlara yönlendirmektedir.

Çin’in yerli para birimi Yuan’ın değerini sürekli düşük tutması A.B.D.yi rahatsız etmektedir. Bu nedenle de Yuan’ın değerinin yükseltilmesi için A.B.D. tarafından Çin’e baskı uygulanmaktadır. Çin ise, Rusya ve Orta

Asya ülkeleriyle petrol ve doğalgaz anlaşmaları yaparak muhtemel enerji sorununu garantiye alma çabaları içerisine girmiştir. Elindeki rezervi dolar olarak tutan Çin, piyasalardaki güç durumda olan köklü firmaları satın alma yoluna da başvurmuştur. Son günlerde Volvo'yu bünyesine katması bunun en güzel örneğidir.

2000'li yıllardaki krizden güçlenerek çıkan Rusya, mevcut değerlerini yeniden organize ederek aleyhte işleyen cari açık dengesini, lehine çevirmiş, petrol, doğalgaz, silah endüstrisi ile dış ticaret fazlası vermeye başlamıştır. S.S.C.B.den devraldığı eski teknolojiye sanayini yenileyemeyen Rusya'nın en büyük eksikliği standart üretim maddelerini bile yurt dışından sağlamak zorunda olan bir yapı arz etmesidir.

1990'lı yıllarda kapalı ekonomiden serbest ekonomiye geçiş yapan Türkiye, ihracat için üretim yaparak kalkınma modelini seçmiş, bu yolda epey olumlu yol kat etmiştir. 1990'lı yıllarda 4 milyar dolarda seyreden ihracat, 2008 yılında 130 milyar dolara ulaşmıştır. Ucuz işgücü hammadde ve stratejik konumu itibarıyla bir üretim merkezi konumuna ulaşan ülkemiz, buna paralel olarak artan refah seviyesinin itici gücüyle de, ithalatta önemli bir atılım yapmış, 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. İhtiyacı olan ara malı enerji, hammadde gibi ürünleri ithal eden Türkiye, ürettiği ve ihraç ettiği ürünlerin yarısına yakını AB ülkelerine satmaya başlamıştır. Son krizde AB ülkelerinde meydana gelen talep daralması ihracatımıza olumsuz etki yapmış ve ihracat %30 oranında daralmıştır. Konumu itibarıyla önem kazanan Türkiye daralan AB pazarı yerine yeni alternatifler aramış ve çevre ülkeler, Arap ülkeleri, Afrika ve Rusya ile ticaretini geliştirmeye başlamıştır. Bilhassa Rusya zengin doğal kaynakları ve yükselen hayat standardı ile her şeye ihtiyaç duyan bir ülke olarak, ülkemiz için önemli bir gelecek vaat etmektedir. Rusya'nın dış ticaretinin fazla vermesi nedeniyle Türkiye için cazip bir satış merkezi haline gelmiştir. Daha önce inşaat sektörü vasıtasıyla tanınan piyasa her gün artan refah seviyesiyle de ilgimizi çekmekte, AB'den doğan talep daralmasını absorbe edebilecek bir nitelik göstermektedir. Komşularımız ve Arap dünyası ise, cari açık dengemizin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlayacak bir potansiyel yaratmaktadır.

Son dünya ekonomik krizinde başlangıç noktası olan A.B.D, yüksek teknolojisi, güçlü sanayi, mevcut doğal kaynakları ve gelişmiş silah endüstrisi ile toparlanma sürecine girmiş, doların düşük kurda ihracat ve diğer girdilerin fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Krizden Fransa, İtalya, İngiltere, İspanya, Yunanistan, Portekiz gibi ülkeler küçülerek çıkmaktadırlar. AB'nin lokomotif ülkesi Almanya yüksek teknolojiye gelişmiş sanayisi ve yetişmiş iş gücü ile yüksek tasarruf oranları ile krizden öncelikle çıkacak ülkelerin başında gelecektir.

Dünyanın ikinci büyük ekonomisi olan Japonya, yaşlı nüfusu ve büyük sosyal yatırım açığı ile uzun süre resesyonda kalacak gibi görünmektedir. Krizin etkisini en az gösterdiği ülkelerin başında Çin gelmektedir. Çok yüksek tasarruf eğilimi ve ucuz iş gücünün sağladığı ucuz üretimi ile, sürekli düşük tutulan Çin para birimi Yuan ile dünya piyasalarında çok etkili olmakta, bu durum serbest ekonomi kurallarının rakipleri tarafından yeniden gözden geçirilmesi endişesini yaratmaktadır. Son zamanlarda A.B.D.nin Yuan'ın değerinin yükseltilmesi için Çin'e yazdığı baskı buna örnek gösterilebilir. Krizin bir diğer dikkate değer ülkesi ise bol enerji kaynaklarına sahip olan Rusya'dır. İstikrarlı bir yapı arz eden Rus ekonomisi avantajlarını kullanarak, dünya ekonomi piyasasında yerini etkili bir biçimde almaktadır.

Ülkemiz, krizi en az hasarla atlama çabası göstermektedir. Daralan istihdam ve gerileyen ihracat oranlarına rağmen, piyasada hemen hiçbir malın darlığı çekilmemiş, yeni alternatif dış pazarlar ve standart kaliteli üretim çeşitliliği genç sanayi ile kısa zamanda toparlanarak daha iyi bir ekonomi konuma gelme eğilimi gözlenmektedir. Ülkemiz ekonomisinin zayıf noktası olan tasarruf eğilimi eksikliğinin dışarıdan kaynak aramak yerine tasarruf eğilimi yükseltilebildiği takdirde gelişmenin sürdürülebilirliği ve zenginler kulübünün gelecekteki üyelerinden biri olunabilmesi mümkün görünmektedir.

Ancak, tüm bu olumlu göstergelere rağmen öncelikle finansal piyasalarda yaşanan ve daha sonra reel sektörü de etkileyen durgunluk, 2001 krizinden bu yana büyümeye devam eden cari açık ve dış ticaret ilişkisi içerisinde bulunan ekonomilerde yaşanan resesyon ve sarsıntıların etkisi azımsanamayacak ölçüde

ciddidir. Tüm bu etkenler doğrudan olmasa da, krizin Türkiye üzerinde ki olumsuz etkilerini açıkça göstermektedir. Söz konusu olumsuzluklar nedeniyle, krizin Türkiye ekonomisini “teğet geçmesi” gibi bir saptama yanlış olacaktır. 2008 küresel ekonomik krizi Türkiye ekonomisinin derinden etkilemiş olmakla beraber, etkilerini uzun dönemde hissettirmeye devam edecektir.

Söz konusu küresel kriz, uygun alt yapı sistemleri, gerekli kontrol mekanizmaları sağlanmadığı takdirde piyasanın kendi kendine sonsuza kadar sorunsuz işleyebileceği tezini çürütmüştür. Günümüz ekonomik koşulları küreselleşmeyi gerekli kılmakta ve dış ticaret, serbest sermaye hareketleri ile serbest döviz kuru ve faiz politikalarını da beraberinde getirmektedir. Ancak, tüm bu gelişmeler herhangi bir denetleme ve müdahale olmaksızın yalnızca teorik bazda sorunsuz gerçekleşebilmektedir. 2008 Küresel ekonomik krizi devlet müdahalesinin tamamen ortadan kaldırılması ve piyasanın kendi kendisine bırakılmasının ne gibi olumsuzluklara yol açacağını göstermiş, bu olumsuzluklardan kaynaklanan ağır faturaların tüm dünyaya yük oluşturduğu ortaya çıkmıştır. Kriz sonrasında en güçlü ekonomilerde bile devlet müdahalelerinin ortaya çıkmış olması, piyasanın kendi dengesini sonsuza kadar sorunsuz bir şekilde sürdüremeyeceğinin göstergesi olmuştur.

Bu bağlamda, piyasanın kendi kendisini müdahale olmaksızın sorunsuz bir şekilde işletebilmesi hoş bir ütopya halini almıştır. Çok aşırıya kaçmadan, gerekli kontrol mekanizmalarının işletilmesi, küresel ekonominin sağlıklı bir gidişat içerisine girmesi bakımından önemli ve gereklidir.

2008 Küresel ekonomik krizi, bir süre daha etkilerini tüm dünyada hissettirmeye devam edecek ve çıkış süreci sanılanın aksine eski normal yani “V” şeklinde değil, “U” yani yeni normal sürece uygun bir şekilde gerçekleşecektir.

KAYNAKÇA

AFP : “G20 Aims to Raise Trillion Dollars for IMF, World bank”, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.google.com/hostednews/afp/article/>

Akerlof, George A.: “The Markets For “Lemons”:Quality Uncertainty And The Market Mechanism”, **The Quarterly Journal Of Economics**, 1970, sf.488-500

Akat, Asaf Savaş: “Para Politikası ve Enflasyon”, 2009, (Çevrimiçi) <http://haber.gazetevatan.com>

Akat, Asaf Savaş: “Mali Kriz ve Wall Street”, 2009, (Çevrimiçi) <http://haber.gazetevatan.com>

Akat, Asaf Savaş: “Enflasyon ve Resesyon”, 2009, (Çevrimiçi) <http://haber.gazetevatan.com>

Akat, Asaf Savaş: “Küresel Krize Bir Bakış”, 2009, (Çevrimiçi) <http://haber.gazetevatan.com>

Akat, Asaf Savaş: “Rodrik’in Türkiye Analizi”, 2009, (Çevrimiçi) <http://haber.gazetevatan.com>

Akat, Asaf Savaş: “Büyük Buhran Dersleri”, 2009, (Çevrimiçi)

<http://haber.gazetevatan.com>

Akışık, Orhan: “Amerikan Ekonomisi Köşeyi Dönüyor mu?”, 2010, (Çevrimiçi)

<http://www.dunya.com/amerikan-ekonomisi-koseyi-donuyor-mu>

Apak, Sudi- Aytaç, Ayhan: **Küresel Krizler**, Avcıol Basım Yayın, 2009

Baker, Dean, “Yeni Bir Ekonomik Düzen mi?”, **Uluslar arası İlişkiler ve Güvenlik Ağı (ISN)**, 2008

Berksoy, Taner: “Politika Gevşemesi Yeter mi?”, 2008, (Çevrimiçi)

<http://www.radikal.com.tr>

Camdessus, Michel: “Drawing Lessons From The Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises- The Role Of The IMF”, **IMF Working Papers**, 1995, sf. 8

Cansen, Ege: “Akıllı Dış Borçlanma”, 2010, (Çevrimiçi) <http://hurriyet.com>

Cansen, Ege: “Bir İktisat Efsanesi”, 2010, (Çevrimiçi)

<http://www.hurriyet.com>

Cansen, Ege: “Faizi Yükselterek Enflasyonu Düşürme Efsanesi”, 2010, (Çevrimiçi) <http://www.hurriyet.com>

Carr, Edward Hallet: **1917 Öncesi ve Sonrası**, Birikim Yayınları, 2007

Copeland, Laurence S: **Exchange Rates and Intrnational Finance**, Financial Times, 2005

Demirdöven, Seray: “En Sarsıcı Kriz Hangisiydi?”, 2009, (Çevrimiçi)
<http://www.ekotrent.com/haber/20100315>

Doğan, İnan: “Hedge Fonların Sonu geldi mi?”, **Turkishtime**, 2008, sf.51-53

Eğilmez, Mahfi: “Avrupa Paniği ve Bize Etkisi”, **Radikal Gazetesi**, 2010

Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi (Piyasa Sisteminin Eleştirisi)**, Remzi Kitabevi, 2008

Eroğlu, Cem: “Dünya Ekonomisi ve Kriz”, **Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar**, 2010

Francis, Theo: “Küresel Bankacılığın Tehlikeleri”, **Business Week**, 2009, sf.33-37

Galbraith, James K.: “Plan”, **Harper’s Magazine**, 2008

Gökçe, Deniz: “Krizden Çıkışın Neresindeyiz?”, 2009, (Çevrimiçi)
<http://www.milliyet.com.tr>

Gökçe, Deniz: “Kim Ölmüş Borçtan?”, 2010, (Çevrimiçi)
<http://www.milliyet.com.tr>

Göksu, Ali: “Ekonomik Küreselleşme Prizmasından Küresel Kriz ve Türkiye”, **Dünya Gazetesi**, 2009

Güloğlu, Bülent: “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 2002

Güneş, Hurşit: “Yatırımlardaki Büyük Çöküş Sürüyor”, 2009, (Çevrimiçi)
<http://www.milliyet.com.tr>

Güneş, Hurşit: “Krizden Çıkış ve Trichet”, 2009, (Çevrimiçi)
<http://www.milliyet.com.tr>

Güneş, Hurşit: “Krizden Çıkışa Sosyal Demokrat Reçete: Krugman”, 2009,
(Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com.tr>

Hannam, Mark: “Ne Krizi? Bu Yaratıcı Yıkım”, **Prospect**, 2008

Henderson, C. :**Asya’nın Çöküşü**, Alfa Yayını, İstanbul, 2000

Henry, David – Goldstein, Matthew: “Bankaların Türev Ürün Satma Hırsı
Her Ölçeken Yatırımcıyı Nasıl Mağdur Etti?”, **Business Week**, 2009

Işık, İhsan: “Kriz Doları tahtından İndirdi mi?”, **Zaman Gazetesi**, 2009

Ito, Komaki- Yamazaki, Tomoko: “Yamato Life File for Bankruptcy, Citing
Investment”, 2008, (Çevrimiçi)
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid>

Kaminsky, Graciela L. ve Reinhart, Carmen M: “The Causes of Banking and
Balance-of-Payments Problems”, **The American Economic Review**, 1999

Kazgan, Gülten: **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1921-2001)**, İstanbul
Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2008

Krugman, Paul: “A Model Of Balance-of-Payments Crises”, **Ohio State University Press**, 1979, sf.311-325

Krugman, Paul: **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Literatür Yayıncılık, 2008

Lachman, Desmond: “Europe Catches Pneumonia”, 2008, (Çevrimiçi)
<http://www.aei.org/outlook/28879>

Masson, Paul: “Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria”, **IMF Working Paper**, 1998

Meyveci, Seda: “Dünya Ekonomisi ve Kriz”, **Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar**, 2010

Mishkin, Frederic S: “Asymmetric Information And Financial Crisis: A Historical Perspective”, **The University Of Chicago Press**, 1990, sf.3-106

Munchan, Wolfgang: “Bu Zehirli Krize Birden Fazla Aşı Şart”, **Financial Times**, 2008

Muellbauer, John N: “Avrupa Merkez Bankalarının Budalılığı”, **Financial Times**, 2008

Narbay, Mine Şimşek: **Kriz İletişimi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2006

Nazlı, Akın: “Üç Kız Kardeş İstim Üstünde”, **Turkishtime**, 2008

Obstfeld, Maurice: “Rational and Self-Fulfilling Balance-Of-Payments Crises”, **The National Bureau of Economic Research**, 1984

Obstfeld, Maurice: “The Logic Of Currency Crises”, **The National Bureau of Economic Research**, 1994

Öz, Sumru: “Büyük Bunalım Deneyimi Işığında Küresel Kriz”, **Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Raporu 2009-03**, 2009, sf. 1-6

Öz, Sumru: “Kriz ve Korumacılık: Tarih tekerrür Edecek mi?”, **Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Raporu 2009-07**, 2009, sf. 5-8

Öz, Sumru: “Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisinde Tarihi Daralma”, **Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Raporu 2009-05**, 2009, sf. 2-7

Özatay, Fatih: **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, 2009

Özçelik, Sıla: “Ayrışma Teorisi Çürüdü, ABD Gelişen Piyasalarında Yavaşlatır”,2009,(Çevrimiçi)

http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD

Parasız, İlker: **Küresel Kriz**, Ezgi Kitabevi, 2009

Phelps, Edmund: “Keynes’in Ekonomik Çöküşe Kesin Bir Çaresi Yoktu”, **Financial Times**, 2008

Prasad, Eswar: “IMF’ye Tekrar İş Baş”, **Financial Times**, 2008

Rodrik, Dani: “Who Killed Wall Street?”, 2008, (Çevrimiçi)
<http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik24/English>

Rogoff, Kenneth: “Ne Kadar Cazip Görünürse Görünsün IMF’nin Şişirilmesi Yanlış”, **Business Day**, 2008

Roubini, Nouriel: “Evet Gökyüzü gerçekten Çöküyor”, **Küresel Kriz ve Sonrası Turkishtime**, 2008

Sachs, Jeffrey: “Küresel Durgunluğu Önlemek İçin En İyi Reçete”, **Financial Times**, 2008

Saqib, Omar F: “The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky’s Framework”, **Brazilian Journal of Political Economy**, 2001

Spence, Michael: “From Global Imbalances to Effective Global Governance”, 2008, (Çevrimiçi) <http://www.project-syndicate.org/commentary/spence2/English>

Stiglitz, Joseph E: **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Plan B Yayıncılık, 2002

Stiglitz, Joseph: “Çıkış Yolu”, **Time International**, 2008, sf. 5-11

Törüner, Yaman. “Başbakanın Görüşleri”, 2009, (Çevrimiçi)
<http://www.milliyet.com.tr>

Törüner, Yaman: “ABD’de Ekonomik Rüzgar”, 2009, (Çevrimiçi)
<http://www.milliyet.com.tr>

Tunca, Zafer: **Makro İktisat**, Filiz Kitabevi, 2005

Tüz, Melek: **Kriz Yönetimi**, Şah-Mat Yayıncılık, Bursa, 2008

Ulugay, Osman: “Kar Etmeden Nasıl Büyürüz?”, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com.tr>

Uras, Güngör: “ABD’de Faiz Sıfır, Hazineye Para Yağıyor, Üretim Kıpırdamıyor”, 2008, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com>

Uras, Güngör: “ABD “Sıfır Faiz” de Japon Modelinden Medet Umuyor”, 2008, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com>

Uras, Güngör: “Vadeli çek İşlemiyor Yaşasın Banka Kredisi”, 2008, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com.tr>

Uras, Güngör: “Erdoğan Kriz Yok Diyorsa Yoktur”, 2008, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com>

Uras, Güngör: “Halkın Cebinden Çıkan Para Nereye Gidiyor?”, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com.tr>

Uras, Güngör: “Risk Yönetimi Zorunlu Oldu”, 2010, (Çevrimiçi) <http://www.milliyet.com>

Wolf, Martin: “Yeni Bir Bretton Woods Anlaşması Neden Elzem?”, **Financial Times**, 2008